

Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou ——— 2023



Obsah

I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ	6
Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	6
Přízpusobovací mechanismy české ekonomiky	9
Situace v eurozóně a Evropské unii	11
II. TEMATICKÉ KAPITOLY	12
II.1 Institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii	12
II.2 Měnový kurz jako dílčí indikátor pro (ne)přijetí eura	17
II.3 Eurové financování českých podniků	20
II.4 Trh práce pod lupou	24
II.5 Heterogenita inflace a její vliv na konvergenci cenových hladin v zemích eurozóny: všechno zlé je pro něco dobré	28
III. CHARTBOOK	34
III.1 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	34
III.1.1 Přímé ukazatele sladěnosti	34
III.1.2 Podobnost transmise měnové politiky	46
III.2 Přízpusobovací mechanismy české ekonomiky	53
III.2.1 Fiskální politika	53
III.2.2 Trh práce a produktů	57
III.2.3 Bankovní sektor	64
III.3 Ekonomická sladěnost států eurozóny	65
IV. TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ	70
V. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	72

Seznam autorů

Kateřina Arnořtová, Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Babecký, Marek Benda, Soňa Benecká, Jan Brůha, Kamil Galuřčák, Jakub Grossmann, Eva Hromádková, Luboř Komárek, Zlatuře Komárková, Jan Král, Petr Král, Ivana Kubicová, Vojtěch Molnár, Martin Motl, Filip Novotný, Renata Pařaličová, Lukáš Pfeifer, Michaela Ryřavá, Branislav Saxa, Marek Souček, Milan Szabo, Matěj Šarboch, Radka Štiková, Josef Švéda, Martin Vojta

Editoři

Kateřina Arnořtová, Vojtěch Molnár

Úvod

Publikace České národní banky „Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou“ (dále jen „Analýzy sladění“) 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.³

Aktuální ekonomický vývoj se nese ve znamení pozvolného zotavování z dopadů předchozích krizí. Krátké období ekonomického oživení po koronavirové pandemii bylo loni přerušeno vpádem Ruska na Ukrajinu a eskalující energetickou krizí, což dále posílilo již tak zvýšené globální inflační tlaky. Vysoká inflace v letošním roce v kontextu zpříšňování měnových politik již odeznívá, ve většině zemí EU včetně České republiky se však stále nachází výrazně nad inflačním cílem. Intenzita dopadů těchto událostí napříč jednotlivými zeměmi eurozóny byla rozdílná, a dále tak zvýraznila ekonomickou různorodost eurozóny.

Těžištěm dokumentu „Analýzy sladění“ je část **Celkové vyznění analýz**, která shrnuje výsledky tradičně zpracovávaných analýz. Jejich grafické a tabulkové výstupy zobrazuje **Chartbook**. Poznatky, 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 pět **tematických kapitol**. První z nich podrobněji přibližuje aktuální institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii. Druhá zkoumá dopady změn kurzu koruny na konkurenceschopnost české ekonomiky. Třetí tematická kapitola se věnuje euroizaci české ekonomiky, konkrétně aktuálně zvýšenému eurovému

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>>.

³ Na země mohou být nově kladeny určité podmínky nejen během jejich členství, ale také již před jejich vstupem do ERM II. Vstup Chorvatska a Bulharska do ERM II byl poprvé doprovázen jejich současným vstupem do bankovní unie. Ačkoli formálně byl vstup obou zemí do bankovní unie jejich dobrovolným závazkem, fakticky byl podmínkou přistoupení k ERM II. Takový postup byl stranami ERM II navíc označen za precedenční pro další kandidáty na vstup do ERM II a lze předpokládat, že bude požadován po všech budoucích žadatelích o vstup do ERM II. Právo EU nicméně vstup do bankovní unie jako podmínku pro vstup do ERM II nestanovuje. ČR se necítí být postupem Chorvatska a Bulharska právně vázána a participaci v bankovní unii nepovažuje za nutnou podmínku pro případný vlastní vstup do ERM II.

financování českých podniků. Čtvrtá kapitola přináší podrobnější pohled na český trh práce. Poslední tematická kapitola popisuje různorodost vývoje inflace napříč zeměmi eurozóny v posledních letech.

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 se od ledna 2023 rozrostla o Chorvatsko, což se promítá i do zpracování statistických ukazatelů. Eurozóna tak je v tabulkách a grafech označena několika způsoby, které se odvíjejí od dostupnosti dat. Zkratkou EA označujeme agregát s proměnlivou strukturou reflektující skutečný počet členských eurozóny v každém období. Zkratky EA19 a EA20 značí agregáty s pevnou strukturou zahrnující 19, resp. 20 členských zemí eurozóny (tj. bez a s Chorvatskem), a to i zpětně v údajích za předchozí roky.

Země eurozóny označujeme následovně:




AT	Rakousko
BE	Belgie
CY	Kypr
DE	Německo
EE	Estonsko
EL	Řecko
ES	Španělsko
FI	Finsko
FR	Francie
HR	Chorvatsko
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 a části transakčních nákladů ve vztahu k eurozóně, a tím k zefektivnění zahraničního obchodu a investic.

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

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

Z hlediska vstupu do eurozóny lze analyzované dílčí charakteristiky české ekonomiky rozdělit do tří skupin:

Ukazatele naznačující relativně nízkou míru rizik spojených s případným přijetím eura v analyzované oblasti

Do této skupiny se dlouhodobě řadí velká obchodní i vlastnická provázanost české ekonomiky s eurozónou, které reprezentují předpoklady pro realizaci přínosů ze zavedení eura a zároveň přispívají ke sladěnosti hospodářského cyklu České republiky s eurozónou. Ta aktuálně dosahuje velmi vysokých hodnot, není však zřejmé, nakolik je její zvýšení pouze dočasným důsledkem obdobných dopadů silných globálních ekonomických šoků. Velká obchodní provázanost se promítá i do rostoucího podílu financování českých podniků v eurech, které navíc v loňském roce podpořil vysoký úrokový diferenciál mezi korunovými a eurovými úrokovými sazbami. Vývoj české koruny a eura vůči americkému dolaru zůstává sladěný, překážkou pro vstup do eurozóny nepředstavuje ani perzistence inflace, která je v ČR nadále relativně nízká. Na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky lze pozitivně hodnotit nízkou míru dlouhodobé nezaměstnanosti, která stále patří k nejnižším v Evropě. Příznivý je i vývoj domácího bankovního sektoru, který se vyznačuje robustní kapitálovou i likviditní pozicí, vysokou ziskovostí a nízkou mírou úvěrů se selháním. Jeho odolnost proti možným negativním šokům tak zůstává vysoká.

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 domácností či struktuře úvěrů na bydlení dle délky fixace úrokových sazeb, z hlediska přijetí eura to nelze označit za zásadní překážku. Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice relativně nízké, a nepředstavují tak potenciální zdroj systémového rizika. Neutrálně vyznívá také hodnocení sladěnosti finančního cyklu České republiky a eurozóny, která se v loňském roce výrazněji neměnila, a v delším pohledu i konvergence úrokových sazeb. Ta se při stabilitě domácích úrokových sazeb a zpříšňování měnové politiky ECB od druhé poloviny roku 2022 opětovně zvýšila. Riziko nepředstavuje ani volatilita kurzu české koruny, která při odeznívání energetické krize a zklidnění nejistoty na finančních trzích poklesla zpět na předkrizovou úroveň. Rovněž sladěnost finančních trhů České republiky a eurozóny se již vrací k hodnotám z minulé dekády. Neutrálně vyznívá i většina ukazatelů trhu práce. Zatímco geografická mobilita pracovní síly díky růstu podílu cizinců na populaci dále roste, ukazatele efektivity práce se příliš nemění. Nadále rovněž přetrvává nízké zapojení žen v nižším středním věku na trhu práce, které souvisí s dlouhou rodičovskou dovolenou a nízkým podílem částečných úvazků. Hodnocení konkurenceschopnosti české ekonomiky se mírně zlepšilo. Z hlediska rizik spojených s případným přijetím eura vyznívá neutrálně také hodnocení úrovně zadlužení sektoru vládních institucí, které se nicméně v loňském roce opět zvýšilo.

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

K těmto ukazatelům patří nedokončený proces ekonomické konvergence České republiky k eurozóně, zejména z pohledu cenové a mzdové úrovně. Jejich odstup od průměru eurozóny zůstává i přes loňské zrychlení konvergence výrazný, a to nejvíce u mezd a cen některých služeb. Riziko by v případě přijetí eura představovala poměrně nízká strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou spočívající v nadprůměrném podílu průmyslu

na tuzemském HDP. Na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky je problémem přetrvávající strukturální nerovnováha českých veřejných financí. V posledních letech došlo k přijetí několika opatření, která měla negativní vliv na dlouhodobou udržitelnost veřejných financí. V současné době však vláda usiluje o zlepšení fiskálních ukazatelů ať už z titulu konsolidace veřejných financí skrze tzv. ozdravný balíček či v oblasti změn důchodového systému. Z hlediska budoucího hladkého fungování České republiky v rámci eurozóny bude žádoucí se v průběhu příštích let přiblížit ke strukturálně zhruba vyrovnanému saldu hospodaření sektoru vládních institucí (pro země eurozóny platí zpravidla střednědobý fiskální cíl ve výši maximálně -0,5 % HDP), jak koneckonců předjímá stávající tuzemská legislativa.

CYKLIČKÁ 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 2022 mírně vzdálila od průměru eurozóny, zatímco konvergence cenové a mzdové hladiny zrychlila. Odstup od průměru eurozóny, zejména co se týče cenové a v ještě větší míře mzdové hladiny, však zůstává výrazný. 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 mírné přestřelování stávajícího 2% inflačního cíle. (Viz [Chartbook strana 34.](#))

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 letech se cyklická sladění těchto ekonomik dále prohloubila v důsledku pandemie a války na Ukrajině, což se projevilo jak ve vysoké korelaci dynamiky HDP České republiky a eurozóny, tak i v silné korelaci vývoje českého exportu s ekonomickým vývojem v eurozóně. Je však pravděpodobné, že toto zvýšení cyklické sladění je z velké míry pouze dočasným důsledkem společného působení silných globálních ekonomických šoků. (Viz [Chartbook strana 37.](#))

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. K výrazným změnám ve strukturální podobnosti ekonomik v posledních letech nedochází. Výzvou pro domácí ekonomiku i nadále zůstává například rychle rostoucí elektromobilita, jelikož právě automobilové odvětví je v domácím průmyslu zastoupeno z evropského pohledu silně nadprůměrně. (Viz [Chartbook strana 39.](#))

Jedním z dlouhodobě nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny zůstává velká obchodní a vlastnická provázanost. Přejít na euro by totiž znamenal odstranění kurzového rizika a snížení transakčních nákladů pro veškerý obchod se zeměmi eurozóny. Značná intenzita mezinárodních ekonomických vztahů včetně vysoké intenzity vnitroodvětvového obchodu zároveň vede k vyšší synchronizaci ekonomických šoků a cyklické sladění, a tedy k nižším nákladům spojeným se ztrátou samostatné měnové politiky. Sladění je podporována také velkou vlastnickou provázaností s eurozónou z pohledu investic zemí eurozóny v České republice. (Viz [Chartbook strana 40.](#))

Sladění finančního cyklu České republiky a eurozóny se v roce 2022 výrazněji neměnila a zůstává tedy pouze částečná. Významnému nárůstu sladění finančních cyklů nadále brání rozdílný vývoj jednotlivých složek zjednodušeného indikátoru.⁴ (Viz [Chartbook strana 42.](#))

Zpříšňování měnové politiky v eurozóně od druhé poloviny roku 2022 se při stabilitě domácích sazeb projevilo v poklesu úrokového rozpětí. Zvyšování sazeb ECB postupně dohánělo již dříve utáženou měnovou politiku ČNB, což vedlo ke zdatelnému poklesu úrokového diferenciálu v krátkých sazbách. Reakce v dlouhých sazbách byla také citelná a rozpětí mezi výnosy českých a německých vládních dluhopisů pokleslo na úroveň před pandemií. (Viz [Chartbook strana 43.](#))

⁴ 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.

Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro. Korelace kurzu české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru zůstává vysoká, i když se oproti druhé polovině loňského roku mírně snížila. Volatilita kurzu české měny vůči euru od poloviny roku 2022 klesala. Ke stabilizaci kurzu přispěl mimo jiné relativně mírný průběh recese v době energetické krize a zlepšení sentimentu na finančních trzích (po panice v první polovině roku 2022). Vliv měly též loňské devizové intervence ČNB proti oslabování koruny vůči euru, resp. deklarovaná připravenost ČNB bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny. (Viz [Chartbook strana 44.](#))

Výsledky analýz konvergence finančních trhů ukazují návrat k situaci před pandemií vlivem odeznívajících dopadů koronavirové a energetické krize a probíhajícího snižování inflace v kontextu globálního zpřísňování měnových politik. Sladěnost českého a německého trhu vládních dluhopisů korigovala své zhoršení z předchozích let, stejně jako sladěnost českého peněžního a devizového trhu s trhem eurozóny. Míra přenosu globálních zpráv na český trh vládních dluhopisů výrazně vzrostla, v případě peněžního trhu naopak mírně poklesla a na devizovém trhu zůstala na zvýšené úrovni. Celkově se tedy sladěnost finančních trhů zvýšila. (Viz [Chartbook strana 45.](#))

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 přítom – stejně jako v ostatních sledovaných zemích – v roce 2022 meziročně poklesla a nadále zůstává výrazně pod průměrem eurozóny. Relativně vysoké hodnoty pro eurozónu nicméně nepředstavují úroveň, k nimž by měl český finanční sektor směřovat, neboť nadměrná velikost finančního sektoru i vysoké zadlužení soukromého sektoru by mohly za určitých okolností představovat riziko prohloubení cyklického poklesu reálné ekonomiky v důsledku případného negativního šoku. Zadluženější ekonomické subjekty mohou být zároveň v prostředí zvýšené inflace a vysokých úrokových sazeb vystaveny rizikům souvisejícím s nárůstem dluhové služby. To se týká zejména nefinančních podniků, rizika však mohou být zvýšená i pro nadměrně zadlužené domácnosti převážně v zemích, kde převládají úvěry s variabilní úrokovou sazbou. V ČR je míra zadluženosti domácností relativně nízká a u úvěrů na bydlení převládá preference pětiletých fixací úrokových sazeb. (Viz [Chartbook strana 46.](#))

Podobnost struktury finančních pasiv českých podniků s podniky v eurozóně zůstala ve srovnání se sledovanými zeměmi relativně vysoká. V posledním roce se sice přechodně snížila v důsledku výrazného výkyvu finančních derivátů nakupovaných energetickými společnostmi, toto zakolísání však bylo zapříčiněné výjimečnou energetickou situací a nemělo stálý vliv na strukturální podobnost českých firem s těmi v eurozóně. Ke snížení strukturálního nesouladu v posledním roce přispěl nárůst podílů účastí a akcií na celkových pasivech českých firem. Dlouhodobě ke snížení strukturálního nesouladu přispívá pozvolný pokles ostatních závazků (zejména obchodních úvěrů a záloh)⁵ českých podniků, jejichž podíl na celkových pasivech tuzemské podnikové sféry býval výrazně vyšší než v zemích eurozóny. (Viz [Chartbook strana 47.](#))

Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává i přes pokračující nárůst nadále spíše 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. V posledním roce došlo v uvedených kategoriích ke sblížení, což vedlo ke zmírnění nesouladu ve struktuře aktiv. 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 47.](#))

Struktura úvěrů nefinančním podnikům dle délky fixace úrokové sazby v České republice a v eurozóně zůstává obdobná. V ČR i většině sledovaných zemí eurozóny je více než 86 % objemu úvěrů nefinančním podnikům čerpáno s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku. Takto vysoký podíl úvěrů s krátkodobou fixací přináší rychlou transmisí změn měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům. (Viz [Chartbook strana 48.](#))

Přenos změn měnověpolitických sazeb do klientských sazeb nefinančních podniků probíhá nejčastěji skrze tříměsíční sazbu PRIBOR. Přenos nárůstu měnověpolitických sazeb do klientských sazeb tak probíhá ve vysoké míře a s minimálním zpožděním. Obdobné platí i pro eurozónu. Samotné rozpětí klientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a tříměsíční sazby mezibankovního trhu (tzv. riziková prémie) se v první polovině tohoto roku v České republice pohybovalo okolo své dlouhodobé průměrné hodnoty (1,5 procentního bodu). Aktuálně je

⁵ Jedná se tedy o krátkodobé financování formou překlenutí časového období do splatnosti faktur.

rozpětí v České republice mírně vyšší než to v eurozóně a odráží nárůst bankami vnímané rizikovosti podniků v ČR a náhled bank na budoucí ekonomický vývoj. (Viz [Chartbook strana 48.](#))

U úvěrů na bydlení se ve většině sledovaných zemí otočil dosavadní trend volby dlouhodobějších fixací. Vlivem zvýšených tržních úrokových sazeb se domácnosti přiklínaly ke kratším fixacím častěji než v předchozích letech. V ČR to znamenalo – jak již bylo naznačeno výše – opětovný příklon k pětiletým fixacím, které nyní dominují. V eurozóně došlo k odklonu od fixací nad 10 let a nárůstu podílu flexibilní úrokové sazby či fixace do 1 roku. Úvěry domácnostem byly poskytovány za znatelně vyšší úrokové sazby, což kromě příklonu ke kratším či flexibilním fixacím přirozeně vedlo i ke snížení celkového objemu čerpaných úvěrů v ČR i eurozóně. Hlavní rozdíl mezi ČR a eurozónou ve struktuře fixací nadále spočívá v podílu fixací nad 10 let, který je v ČR zanedbatelný, zatímco v eurozóně (navzdory poklesu) dosahuje 50 %, a také v téměř čtvrtinovém podílu variabilních fixací či fixací do 1 roku v eurozóně jako celku oproti jejich zanedbatelnému podílu v ČR. Domácnosti v eurozóně s dlouhými fixacemi úrokových sazeb jsou přitom méně citlivé k výkyvům úrokových sazeb u úvěrů na bydlení. (Viz [Chartbook strana 49.](#))

Podniky zvýšily financování čerpané v cizí měně (především v eurech), byť pomalejším tempem než v předchozím období, zatímco u českých domácností zůstává podíl úvěrů i vkladů v cizí měně dlouhodobě velmi nízký. Podíl cizí měny na financování českých podniků od tuzemských bank a ze zahraničí prostřednictvím nadnárodních koncernů v rámci přímých zahraničních investic nebo přímo tuzemskými podniky v zahraničí překročil 60 %. Měnová politika tak prostřednictvím úrokového kanálu transmisního mechanismu ovlivňuje menší část dluhového financování podniků než v minulosti. (Podrobněji viz [tematická kapitola Eurové financování českých podniků](#)). Podíl úvěrů v cizí měně od tuzemských bank se v důsledku svého předchozího výrazného nárůstu spojeného s vysokým úrokovým diferenciálem domácích a zahraničních úrokových sazeb pohybuje stále nad dlouhodobým trendem a v posledním roce dosáhl nového historického maxima (v červnu 48 %). Intenzita jeho zvyšování však vlivem zužujícího se úrokového diferenciálu v posledním roce zvolnila. V některých odvětvích je již patrná stabilizace podílu eurových úvěrů, nicméně ve zpracovatelském průmyslu se tento podíl dále zvýšil, byť pomalejším tempem než v předchozím období. Lze předpokládat, že postupná euroizace u českých podniků nejprve vlivem dalšího uzavírání úrokového diferenciálu zvolní, následně pak bude pokračovat v souladu s dlouhodobým trendem, tedy nikoliv tak dynamicky jako v posledním období. Rostoucí trend euroizace je (vedle cyklické složky ovlivněné úrokovým diferenciálem) dlouhodobě důsledkem zejména vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahy podniků o přirozené zajišťování kurzového rizika. K méně dynamickému vývoji euroizace bude přispívat i očekávané oslabení koruny vůči euru, které zvyšuje korunovou hodnotu dluhu. Aktuálně vysoký podíl eurových úvěrů může představovat zvýšení kurzového rizika u některých podniků v případě výraznějšího oslabení koruny. Další zvýšení stupně euroizace u českých podniků může nastat v souvislosti se záměrem vlády umožnit firmám vedení účetnictví a daňové evidence v eurech. (Viz [Chartbook strana 49.](#))

PŘÍZPUSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

Fiskální politika

Nepříznivý ekonomický vývoj a fiskální stabilizační politika zaměřená na podporu domácností a firem vedla v České republice v letech 2020-2022 k výrazně schodkovému hospodaření sektoru vládních institucí. V roce 2022 sice vlivem vyprchání řady dočasných opatření přijatých během pandemie covid-19 schodek hospodaření poklesl, v souvislosti s přijetím nových opatření v reakci na uprchlickou a energetickou krizi však třetí rok v řadě setrval nad 3% referenční hodnotou maastrichtského konvergenčního kritéria pro deficit sektoru vládních institucí. Výrazně překročen byl i střednědobý rozpočtový cíl pro ČR (-0,75 % HDP pro strukturální saldo). S ohledem na aplikaci tzv. všeobecné únikové doložky Paktu o stabilitě a růstu (SGP) byl tento vývoj nadále v souladu s evropskou legislativou.

Strukturální nerovnováha českých veřejných financí však nesouvisí pouze s realizací dočasných fiskálních opatření přijatých s cílem stabilizovat českou ekonomiku v průběhu posledních krizových let. Zejména během pandemie covid-19 byla totiž přijata řada opatření s významnými trvalými fiskálními dopady,⁶ která s pandemií přímo nesouvisela, a vytvořila tak dodatečný tlak na české veřejné finance. Vzhledem k relativně

⁶ Jednalo se například o snížení zdanění příjmů fyzických osob, zrušení silniční daně či vyšší valorizaci penzí.

příznivé výchozí úrovni zadlužení sektoru vládních institucí však není ohroženo plnění dluhového maastrichtského kritéria a nedošlo ani k překročení národního dluhového limitu (tzv. dluhové brzdy).⁷

S ohledem na národní i evropské závazky v oblasti rozpočtové odpovědnosti přistupuje vláda ČR od roku 2024 ke konsolidaci českých veřejných financí. V květnu letošního roku představila soubor opatření představující první krok k nápravě nerovnováh,⁸ na který by měla navázat další opatření s cílem zajistit dlouhodobě udržitelné veřejné finance. Nastolením fiskální disciplíny a snížením nadměrných schodků se rozšíří prostor pro zmírňování cyklických výkyvů ekonomiky, který je zvláště potřebný v případě ztráty domácí měnové politiky po přijetí eura. Konsolidace veřejných financí je nezbytná též z důvodu stárnutí populace, které se negativně projeví mimo jiné v hospodaření veřejného penzijního a zdravotního systému. (Viz [Chartbook strana 53.](#))

Trh práce a produktů

Ukazatele českého trhu práce se v souhrnu po přechodném zhoršení postupně zlepšují a nacházejí se již poblíž předkoronavirových úrovní. Zaměstnanost stabilně roste, míra ekonomické aktivity populace se vyhoupla na historická maxima. Pozitivem stále zůstává také jedna z nejnižších měr dlouhodobé nezaměstnanosti v Evropě. K rostoucí flexibilitě trhu práce přispívá zvyšující se podíl cizinců na populaci, který byl navíc v loňském roce výrazně ovlivněn příchodem válečných uprchlíků z Ukrajiny. Některé dlouhotrvající problémy trhu práce však přetrvávají. Počet volných pracovních míst nadále převyšuje počet nezaměstnaných. Podíl částečných úvazků zůstává na nízkých hodnotách, v této oblasti tak výrazně zaostáváme za Německem a Rakouskem. Daňové změny v roce 2021 přispěly ke snížení celkového zdanění práce, což se projevilo i v poklesu rizika “pasti nízké mzdy”, která snižuje motivaci k hledání lépe placené práce. Mírně pokleslo také riziko “pasti nezaměstnanosti”, která snižuje motivaci k návratu do zaměstnání. V hodnocení celkové konkurenceschopnosti ekonomiky se Česká republika v rámci sledovaných zemí řadí mezi ty lépe hodnocené. (Viz [Chartbook strana 57.](#))

Bankovní sektor

Český bankovní sektor se v průběhu roku 2022 vyvíjel příznivě a udržel si vysokou odolnost proti možným negativním šokům. Jeho kapitálová vybavenost zůstala i díky kapitálovým rezervám a přebytku kapitálu nad regulačními požadavky robustní a v mezinárodním srovnání vysoká. Kapitálové rezervy vytvářejí příznivé předpoklady pro plynulé úvěrování reálné ekonomiky i pro absorpci případných zvýšených úvěrových ztrát. Odolnost bankovního sektoru pro případ krize posiluje i postupné naplňování minimálního požadavku na kapitál a způsobilé závazky.⁹ Ziskovost bankovního sektoru je v mezinárodním srovnání vysoká. Příznivě se vyvíjela zejména vlivem pomalejší transmise zpřísněné měnové politiky do klientských úrokových sazeb běžných a termínovaných účtů a relativně nízkých ztrát ze znehodnocení poskytnutých úvěrů. Likviditní pozice zůstává robustní díky dlouhodobě vysokému podílu likvidních aktiv a stabilních zdrojů financování. Míra selhání úvěrů navzdory prostředí zvýšené inflace a relativně vysokých úrokových sazeb téměř ve všech sledovaných zemích klesla, přičemž v ČR zůstala na historicky nejnižších úrovních nejen u úvěrů domácnostem, ale i nefinančním podnikům.¹⁰ Potenciální zhoršení kvality úvěrového portfolia, které může být vyvoláno déletrvajícím zvýšenou inflací či případnou hospodářskou recesí, však zůstává klíčovým rizikem. (Viz [Chartbook strana 64.](#))

⁷ 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.

⁸ Část navržených opatření vláda následně předložila v rámci návrhu zákona o konsolidaci veřejných rozpočtů (např. zvýšení sazeb u daně z příjmu právnických osob, znovuzavedení nemocenského pojištění, omezení a rušení daňových výjimek, navýšení spotřebních daní apod.), část opatření bude řešena samostatnými legislativními úpravami nebo nevyžaduje legislativní změny a bude řešena exekutivními nástroji v gesci vlády (např. pokles dotačních titulů ve státním rozpočtu, snížení provozních výdajů apod.). Účinnost zákona se předpokládá od 1. 1. 2024, vybraná ustanovení nabydou účinnosti k jinému datu (především během roku 2025).

⁹ Průběžný cíl požadavku na kapitál a způsobilé závazky (MREL) platí od 1. ledna 2022, konečný cíl od 1. ledna 2024. Smyslem MRELu je vytvořit na straně bank dostatečné zdroje pro absorbování ztrát a jejich následnou rekapitalizaci v případě řešení krize. Blíže Kahoun, T. (2019): Minimální požadavek na kapitál a způsobilé závazky (MREL): obecný přístup České národní banky. ČNB, Tematický článek o finanční stabilitě 4/2019.

¹⁰ Pro bližší informace k úvěrovému riziku viz ČNB, Zpráva o finanční stabilitě – jaro 2023, část III.2.2.: <https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/publikace-o-financni-stabilite>

SITUACE V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

Krátké období zlepšující se ekonomické situace po koronavirové krizi loni ukončil příchod krize energetické, kterou vyvolalo napadení Ukrajiny Ruskou federací. Intenzita dopadů těchto událostí však byla napříč jednotlivými zeměmi rozdílná, a tak dále zvýraznila již tak viditelnou ekonomickou různorodost eurozóny. Země platící eurem zaznamenaly na počátku roku 2022 obnovený hospodářský růst, který však následně v průběhu loňského i letošního roku výrazně zeslaboval, některé ekonomiky se dokonce ocitly v recesi. Fiskální pozice většiny zemí eurozóny je i nadále nelichotivá, rozpočtové deficity z koronavirové krize se daří snižovat jen pozvolně a úroveň dluhu je u některých zemí na hranici udržitelnosti. Obě fiskální kritéria – dluhu i deficitu – loni splnilo pouze šest zemí eurozóny, což je oproti roku 2021 jen zanedbatelné zlepšení. Souběh nabídkových (problémy v globálních výrobních řetězcích, strmý nárůst cen energií a komodit, změny v chování firem) a poptávkových faktorů (dozvuky odložené spotřeby domácností a fiskální stimuly vlád) vedl k silnému nárůstu inflace spotřebitelských a produkčních cen, která v eurozóně kulminovala v říjnu 2022 a nyní již viditelně zpomaluje. Za pozorovaným dezinflačním procesem stojí jak odeznívání výše uvedených proinflačních faktorů, tak restriktivní politika ECB (viz níže). Jádřová inflace však zatím výrazněji neklesá. Zvýšená hladina úrokových sazeb se již projevila ve snížené úvěrové dynamice podnikům i domácnostem, její efekty na trh práce jsou prozatím spíše nepatrné. (Viz [Chartbook strana 65.](#))

ECB od poloviny roku 2022 reagovala na vysokou míru inflace postupným zvyšováním úrokových sazeb v souhrnu o více než 4 procentní body. ECB rovněž nejprve dále omezila a později zcela ukončila program nákupu vládních a soukromých dluhopisů APP (tj. včetně ukončení reinvestic splatných jistin). V roce 2023 také snížila úročení povinných minimálních rezerv bank na 0 %. Nástroj nákupu vládních dluhopisů „na ochranu transmise“ měnové politiky (TPI) představený v roce 2022 nebyl dosud použit. V posledních letech realizované programy ECB na nákupy dluhopisů budou mít v kontextu zvyšování úrokových sazeb (a z něj plynoucího poklesu cen dluhopisů) nepříznivý dopad na ziskovost centrálních bank Eurosystemu v roce 2023 i v následujících letech.

Z hlediska institucionálního vývoje eurozóny lze za nejvýznamnější událost roku 2023 považovat její rozšíření o Chorvatsko, které se 1. ledna stalo jejím dvacátým členem. Významnou iniciativou, a to nejen pro eurozónu, je předložení legislativního balíčku k revizi rámce správy hospodářských záležitostí (EGR) včetně úpravy pravidel Paktu o stabilitě a růstu (SGP). Revize má za cíl racionalizovat fiskální pravidla a současně zlepšit jejich vymáhání. V oblasti bankovní unie pokračovala jednání o již dříve předložených návrzích, zejména o implementaci standardu Basilej III do práva EU. V souladu s prohlášením Euroskupiny z června 2022 se Evropská komise ohledně nových legislativních návrhů k bankovní unii omezila pouze na iniciativu ke krizovému řízení bank a pojištění vkladů v EU. Významný dopad může do budoucna mít též legislativní balíček k digitálnímu euru (vytvářející právní rámec pro jeho případné budoucí zavedení) a na ochranu eurové hotovosti coby zákonného platidla v eurozóně.

V souvislosti s řešením rostoucích nákladů na financování rozpočtu EU byla implementována reforma dluhového managementu zavádějící pro všechny dluhopisy EU jednotné označení „EU Bonds“. Ačkoli mají zmíněné společné dluhopisy alespoň formálně i nadále časově omezený a věcně specificky zaměřený charakter, snaha některých zemí a institucí prosadit alternativní přístup (např. permanentní fiskální kapacitu pro eurozónu či tržní uznání unijních dluhopisů jako vládních) zcela neustala. Evropská komise také předložila návrh na rozšíření vlastních zdrojů rozpočtu EU a na revizi víceletého finančního rámce, která by zahrnovala mj. prostředky pro zvláštní nástroj na podporu Ukrajiny. Celkově lze shrnout, že v roce 2023 nedošlo k podstatnému pokroku v oblasti prohlubování hospodářské a měnové unie ani integrace eurozóny, a to jak s ohledem na končící aktuální institucionální cyklus, tak zejména na přetrvávající zásadní názorové rozdíly mezi jednotlivými členskými státy ohledně konkrétní podoby této integrace.

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 podstatné závazky, které mohou do budoucna pro Českou republiku z přijetí eura potenciálně vyplývat. Případné rozhodování o načasování vstupu do měnové unie je tak stále doprovázeno významnými nejistotami.

II. TEMATICKÉ KAPITOLY

II.1 INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

Marek Benda, Jan Král, Marek Souček, Martin Vojta

Dění v EU a eurozóně v posledním roce probíhalo v kontextu pokračující války na Ukrajině a zpřísnování měnové politiky v reakci na vysokou míru inflace. V oblasti dalšího prohlubování hospodářské a měnové unie a integrace eurozóny nedošlo k zásadnímu pokroku. S koncem letošního roku by mělo dojít k vypršení všeobecné únikové doložky Paktu o stabilitě růstu (SGP). V současnosti probíhá projednávání návrhu nových pravidel správy ekonomických záležitostí (EGR). K dílčímu posunu došlo také v otázce dokončování bankovní unie, prohlubování unie kapitálových trhů a v projektu digitálního eura. Dvacátým členem eurozóny se letos v lednu stalo Chorvatsko.

Makroekonomický vývoj eurozóny i EU poznamenaly dopady ruské agrese proti Ukrajině a zvýšené inflace.

ECB pokračovala v postupném zpřísnování měnové politiky započatým v červenci 2022. Restriktivní měnovou politiku prováděly i centrální banky členských států EU mimo eurozónu. Utažení měnové politiky ovlivňovalo výhled hospodářského růstu a obecný sentiment v eurozóně a EU jako celku směrem dolů. K tomu přistupovala nadále vysoká míra nejistoty ve vnějším prostředí, ať už šlo o pokračující zpřísnování měnové politiky v USA či slabé hospodářské oživení v Číně. Výše zadlužení členských států v poměru vůči HDP se mírně zlepšovala, ve druhém čtvrtletí 2023 se nacházela na hodnotě 90,3 % HDP pro státy eurozóny a 83,1 % pro EU jako celek. Referenční hodnotu zadlužení do 60 % HDP dodržela jen mírně nadpoloviční většina členských států EU. I zde však výhled s ohledem na rostoucí náklady na dluhovou službu po zvýšení úrokových sazeb zůstává spíše nejistý. Současně Evropská komise (EK) a členské státy EU průběžně reagovaly na dopady ruské agrese proti Ukrajině, mj. přijímáním dalších sankčních balíčků vůči Rusku, Bělorusku a subjektům napomáhajícím obcházení dosud přijatých sankcí, poskytnutím další finanční a materiální podpory Ukrajině a zahájením diskuse o možném využití výnosů z imobilizovaných ruských aktiv v její prospěch.¹¹

Dne 1. ledna 2023 se novým, v pořadí dvacátým, členem eurozóny stalo Chorvatsko. Chorvatská národní banka (HNB) v souvislosti se vstupem do eurozóny splatila ECB zbývající část (68 mil. EUR) svého upsaného základního kapitálu dle příslušného klíče a převedla na ECB část svých devizových rezerv ve výši 640 mil. EUR.¹² Bulharsko jako další uchazeč o členství v měnové unii, které spolu s Chorvatskem vstoupilo v roce 2020 do mechanismu směnných kurzů ERM II, naopak své cílové datum vstupu z vnitropolitických důvodů i s ohledem na neplnění příslušných kritérií opětovně o jeden rok odložilo, aktuálně na 1. ledna 2025.

Rok 2023 nepřinesl významný posun v prohlubování hospodářské a měnové unie a integraci eurozóny.

Tuto skutečnost lze zčásti přičíst útlumu legislativní iniciativy v důsledku blížící se závěrečné fáze volebního a funkčního období Evropského parlamentu (EP) a EK. Klíčovým důvodem však zůstávají přetrvávající názorové rozdíly mezi jednotlivými členskými státy o konkrétní podobě hospodářské a měnové unie. Na jedné straně stojí státy tzv. jižního křídla eurozóny, které prosazují rychlejší integraci s výraznějším sdílením rizik a finančních prostředků, na straně druhé státy evropského „severu“, jež kladou důraz na individuální rozpočtovou odpovědnost jednotlivých zemí, fiskální stabilitu a na snižování rizik ve finančním sektoru EU. V tomto kontextu žádné zásadní impulzy pro další prohlubování integrace nepřinesla ani Konference o budoucnosti EU, jejíž podněty se (nad rámec aktivit, které byly již tak jako tak plánovány a diskutovány) v konkrétních legislativních či nelegislativních návrzích nijak významně neodrazily. V době končícího českého předsednictví v Radě proběhl dne 2. prosince 2022 v EP tzv. Feedback event,¹³ který patrně zůstane poslední akcí s Konferencí spojenou. EP pokračoval v dlouhodobějších snahách o změnu v některých významných institucionálních otázkách, jako jsou například získání zákonodárné iniciativy či zrušení jednomyslnosti a přechod k výlučnému hlasování kvalifikovanou většinou v Radě.¹⁴ S ohledem na volby do EP v červnu 2024 však nelze předpokládat, že by v těchto otázkách došlo v blízké době k výraznějšímu

¹¹ Viz shrnutí [FT „EU discusses plan to send profits from €196.6 of frozen Russian assets to Ukraine“](#) z 24. května 2023 a [bod 6. závěrů Evropské rady z 29. a 30. června 2023](#).

¹² Plně splacené podíly národních centrálních bank zemí eurozóny na základním kapitálu ECB tak činí necelých 8,9 mld. EUR. Celková výše devizových rezerv převedených na ECB od NCB eurozóny pak k 30. červnu 2023 činila přibližně 40,7 mld. EUR.

¹³ Viz [tisková zpráva EP](#) z 2. prosince 2022 a [audiovizuální záznam události](#).

¹⁴ Možné institucionální reformy EU jsou aktuálně předmětem jednání rovněž na úrovni Rady EU (Rady pro obecné záležitosti) a Evropské rady.

posunu. Signifikantní pro institucionální vývoj v EU je také aktuální diskuse mezi Radou a EP o změně rozhodování o sídlech decentralizovaných agentur,¹⁵ do něhož musí být napříště zapojen i EP, zatímco doposud se jednalo výlučně o rozhodnutí Rady.

Bankovní unie a unie kapitálových trhů

V případě dokončování bankovní unie pokračovaly diskuse o posilování jejich jednotlivých komponent.

Práce se řídily postupem stanoveným v prohlášení Euroskupiny v inkluzivním formátu (tj. za účasti i členských států EU mimo eurozónu) ze dne 16. června 2022, které reagovalo na skutečnost, že ani po několikaletém jednání nebyla dosažena shoda na jednotném evropském mechanismu pojištění vkladů (EDIS) a dalších opatřeních pro sdílení rizik v rámci bankovní unie.¹⁶ EK tak 18. dubna 2023 předložila pouze návrhy v oblasti krizového řízení bank a dílčí harmonizace systémů pojištění vkladů v EU (balíček CMDI), zatímco debata k ostatním oblastem (EDIS, přístup k rizikovosti suverénních expozic v portfoliích bank, stejně jako prohloubení přeshraniční integrace bank, jež má dopad na tzv. home-host rovnováhu¹⁷) byla odložena. Deklarovaným cílem balíčku CMDI je zejména rozšíření využití nástrojů řešení krize i na menší bankovní instituce v problémech, širší použití prostředků národních systémů pojištění vkladů v kontextu řešení krize a posílení harmonizace ochrany vkladů napříč EU, respektive její rozšíření i na dosud ne zcela pokryté subjekty vkladatelů a fondů. Za španělského předsednictví se podařilo dosáhnout společné pozice členských států k části balíčku CMDI, návrhu „Daisy Chains“, který přináší možnost regulačních úlev pro bankovní skupiny v oblasti minimálního požadavku na kapitál a způsobilé závazky (MREL).

S dokončováním bankovní unie souvisí rovněž implementace standardu Basilej III do práva EU, respektive do směrnice a nařízení o kapitálových požadavcích pro banky (CRD/CRR IV). Švédské předsednictví sice v červnu 2023 oznámilo dohodu v trialogu, včetně nalezení předběžné shody na nejkontroverznější otázce standardu Basilej III, tzv. výstupní prahu (output floor).¹⁸ Skupina 13 hostitelských (*host*) států bankovních skupin včetně České republiky se však s tímto závěrem neztotožnila kvůli zanesení mandátu pro EK vypracovat do roku 2028 analýzu celkového stavu bankovního sektoru na vnitřním trhu včetně dopadů aplikace výstupního prahu. To může dle zmíněných host států vést k faktickému přehodnocení přijaté regulace, odporovat politickému zadání z výše uvedeného prohlášení Euroskupiny z června 2022 a ohrožovat regulační rovnováhu mezi *home* a *host* státy. Jednání o dokončení balíčku dále pokračovala za španělského předsednictví. Koncem listopadu 2023 byl nalezen kompromis zahrnující zachování mandátu pro EK formulovaného způsobem přijatelným též pro *host* státy s tím, že tento kompromis by měl být formálně stvrzen do konce roku 2023.

Stále nedokončenou zůstala ratifikace novelizované smlouvy o Evropském stabilizačním mechanismu (ESM), kde se čeká na dokončení ratifikace v italském parlamentu, přičemž italská vláda usilovala o spojení ratifikace ESM s dosažením příslibu „změkčení“ navrhované modifikace pravidel pro správu hospodářských záležitostí (economic governance rules, EGR – viz níže).

V oblasti unie kapitálových trhů (CMU) bylo v roce 2023 uzavřeno či významně posunuto projednávání řady legislativních návrhů. Dokončen byl legislativní proces u revize nařízení o evropských fondech dlouhodobých investic (ELTIF), revize nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů (CSDs) a u návrhu směrnice a nařízení o zřízení Jednotného kontaktního místa pro informace o podnicích (ESAP). Jednotné kontaktní místo by mělo být spuštěno v polovině roku 2027 s postupným náběhem jednotlivých funkcionalit tak, aby bylo zajištěno jeho spolehlivé fungování. V trialogu byla dosažena předběžná politická dohoda na revizi nařízení a směrnice k trhům

¹⁵ Aktuální diskuse se týká nového evropského Orgánu pro boj proti praní peněz a financování terorismu (AMLA), avšak její výsledek bude pravděpodobně aplikován na všechna další rozhodnutí o sídlech agentur EU.

¹⁶ Viz [prohlášení Euroskupiny v rozšířeném formátu o budoucnosti bankovní unie](#) z 16. června 2022.

¹⁷ Problematika souvisí s riziky, která pro hostitelské země (tj. 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 odpovědnosti 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.

¹⁸ Výstupní práh (output floor) stanovuje dolní mez na kapitálové požadavky pro banky vypočtené pomocí jejich interních modelů. Rozhodnutí zavést takový výstupní práh vyplynulo z analýzy Basilejského výboru pro bankovní dohled, podle které při využití interních modelů existuje větší sklon k podceňování rizik a ke stanovení kapitálových požadavků v nedostatečné výši. Spor v EU o implementaci výstupního prahu tkví v tom, na jaké úrovni bude vypočítáván: zda na úrovni celé bankovní skupiny, nebo jednotlivých dcer. Dlouhodobou pozicí ČR je výstupní práh aplikovat na všechny úrovně konsolidace, tj. i na dceřiné subjekty v jednotlivých členských státech tak, aby byla zohledněna situace jednotlivých subjektů v rámci skupiny a nikoliv pouze jen skupiny jako celku.

finančních nástrojů (MiFIR/MiFID II). Španělské předsednictví hodlá dosáhnout shody s EP i na balíčku k revizi směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) včetně rámce k podnikání v kolektivním investování s převoditelnými cennými papíry (UCITS). Rada také v roce 2023 schválila mandát pro jednání v trialogu a dosáhla předběžné politické dohody s EP nad návrhem revize nařízení k úhradám a inkasům v eurech (SEPA), která zavádí okamžité eurové platby v celé EU a EHP. Politická dohoda Rady a EP mj. podrobněji stanoví lhůty, po jejichž uplynutí budou muset povinnosti dle nařízení plnit také poskytovatelé platebních služeb usazení v členských státech mimo eurozónu.¹⁹ Rada rovněž přijala mandát k návrhu směrnice a nařízení ke kótování podniků na burze (Listing Act), ke kterému byl koncem listopadu 2023 zahájen trialog s EP, a projednávala návrh balíčku ke clearingové infrastruktuře v EU (EMIR 3), který má mj. tuto infrastrukturu posílit, resp. snížit závislost klientů EU na clearingových domech ze třetích zemí (po brexitu zejména z UK).

EK v roce 2023 představila také nové iniciativy. Jedná se například o návrh nařízení o přístupu k finančním údajům klientů finančních institucí za účelem podpory inovací ve finančním sektoru (Open Finance Framework) a též o návrh legislativního balíčku na ochranu drobných investorů (Retail Investment Package).

Revize rámce správy hospodářských záležitostí

Evropská komise předložila dne 26. dubna 2023 návrh reformy pravidel EU pro správu ekonomických záležitostí (EGR).²⁰ Balíček reviduje relevantní normy s cílem účinněji konsolidovat veřejné rozpočty členských států a snížit jejich zadlužení, současně však též lépe zohlednit specifické podmínky konkrétních zemí tak, aby konsolidační úsilí nebránilo vládám v provádění potřebných reforem a investic.²¹ Balíček má přinést změny jak v preventivní, tak nápravné složce pravidel Paktu o stabilitě a růstu (SGP).

V preventivní složce by mělo dojít k posílení vymahatelnosti pravidel. Členské státy EU by měly předkládat EK víceleté tzv. fiskálně-strukturální plány. V případě překročení jedné ze dvou referenčních hodnot pro zadlužení (60 % HDP) či schodek (3 % HDP) by členské státy podléhaly čtyřletému (a v odůvodněných případech sedmiletému) monitoringu dynamiky zadlužování a vodítkům ze strany EK.

V nápravné složce návrh upravuje postup při nadměrném schodku, resp. při překročení referenční hodnoty pro poměr vládního dluhu k HPD, když nahrazuje dosavadní tzv. dvacetinové pravidlo pravidlem výdajovým.²² Silnější role by v procesu fiskální konsolidace a koordinace fiskálních politik měla připadnout nezávislým fiskálním institucím na úrovni EU (European Fiscal Board) i členských států. Posílit by měla také role Rady EU, která by nově schvalovala aktivaci a deaktivaci všeobecné únikové doložky nebo prodloužení období naplňování „technické trajektorie“ na sedm let na základě členským státem předložených návrhů reforem a investic.

Dle očekávání je dosavadní projednávání balíčku EGR v Radě složité a nese se ve znamení tradičního střetu mezi rozpočtově uměřenějšími státy severního křídla a státy křídla jižního prosazujícími větší flexibilitu konsolidačního úsilí, zejména v podobě zohlednění růst podporujících reforem a investic. To se podepsalo na vleklém projednávání balíčku EGR v Radě, přičemž včasné schválení návrhů je důležité s ohledem na vypršení všeobecné únikové doložky SGP s koncem roku 2023.²³

Financování rozpočtu EU a návrh revize víceletého finančního rámce

Rok 2023 stal prvním rokem implementace tzv. jednotného přístupu k financování rozpočtu EU na kapitálových trzích spočívajícího v emisi dluhopisů EU pod jednotnou značkou „EU Bonds“. Ta doplňuje již od září 2021 existující jednotný formát pro pokladniční poukázky „EU Bills“.²⁴ Nový dluhopisový formát nahradil

¹⁹ Jde o lhůty 36 měsíců od vstupu nařízení v platnost pro přijímání okamžitých plateb a 42 měsíců pro zaslání těchto plateb (tj. o 24, resp. 18 měsíců více, než činí lhůta pro poskytovatele v eurozóně).

²⁰ Viz [tisková zpráva](#) s odkazy na legislativní texty k EGR z 26. dubna 2023.

²¹ Předložení balíčku EGR předcházela již v loňském roce poměrně intenzivní diskuse ve veřejném prostoru, a to jak na úrovni členských států, tak například členů Evropské fiskální rady či v akademické sféře. Problematice byla věnována tematická kapitola v [Analýzách sladění 2022](#) (Diskuse o možné reformě pravidel Paktu o stabilitě a růstu).

²² „Dvacetinové“ pravidlo předpokládá pro státy se zadlužením přesahujícím 60 % HDP roční fiskální konsolidaci o 1/20 rozdílů mezi výší jejich zadlužení a referenční hodnotou 60 % HDP, což by u nejvíce zadlužených států eurozóny znamenalo roční konsolidaci v řádu jednotek procent HDP, a proto již v praxi ani nebylo vymáháno. Dle nového výdajového pravidla by se měl nárůst čistých rozpočtových výdajů nacházet vždy pod odhadem střednědobého hospodářského růstu.

²³ V případě neschválení balíčku do konce roku 2023 (a nebude-li prodloužena platnost všeobecné únikové doložky) by se měla EK vrátit k vymáhání existujících pravidel dle SGP.

²⁴ Viz [shrnutí](#) EK.

emitování dluhopisů pod hlavičkami jednotlivých programů EU a má umožnit větší flexibilitu v dluhovém managementu, přispět k homogenizaci trhu s unijními dluhopisy i ke snížení nákladů,²⁵ zejména v kontextu zvýšených úrokových sazeb ECB. Náklady z vyšších úrokových sazeb oproti původním očekáváním (např. při přípravě postpandemického Plánu obnovy – NGEU) zřejmě dlouhodobě prodraží dluhovou službu pro EU.²⁶ Na využití společných dluhopisů coby nástroje výjimečného a dočasného se sice ani po implementaci „jednotného přístupu“ formálně nic nemění, jeho zavedení ovšem může podpořit další úvahy o nakročení k fiskální unii s výraznými implikacemi pro rozpočtovou suverenitu členských států a meziinstitucionální rovnováhu zakotvenou v primárním právu EU. EK ostatně usiluje o to, aby se přístup EU co nejvíce podobal dluhovému managementu členských států, včetně snahy přesvědčit investory, aby k dluhopisům EU přistupovali nikoliv jako k dluhopisům mezinárodních organizací, ale jako ke standardním vládním dluhopisům.

V kontextu dluhového financování EU je relevantní rovněž návrh EK z 20. června 2023 na úpravu balíčku nových vlastních zdrojů rozpočtu EU. Ten by zavedl dočasný „statistický vlastní zdroj“ ze zisku finančních a nefinančních společností v EU.²⁷ V případě schválení by měl takový zdroj přivést do roku 2028 do rozpočtu EU kolem 24,5 mld. EUR ročně navíc (v cenách roku 2018), přičemž tyto prostředky by měly být využity také na splátky za společné půjčky EU na NGEU. Návrh dle očekávání vyvolal rozporuplné reakce a bude předmětem dalších složitých debat v Radě. Spolu s návrhem vlastních zdrojů předložila EK též návrh na revizi víceletého finančního rámce, která reflektuje mj. vyšší náklady na podporu Ukrajiny čelící ruské agresi či partnerství se třetími státy při regulaci migrace.

Výzvy k vytvoření stálé fiskální kapacity pro eurozónu zaznívaly i v roce 2023, zatím však jen na okraj diskusí o balíčku EGR. EK ani EP v tomto směru žádné konkrétní návrhy neformulovaly. Bez zajímavosti ovšem není, že se za požadavek stálé fiskální kapacity eurozóny přimlouvaly některé centrální banky včetně ECB.²⁸ Podporu tomuto konceptu s makrostabilizační funkcí – a to nejen pro eurozónu, ale „celou EU“ – opětovně vyjádřil také aparát Mezinárodního měnového fondu.²⁹ Téma stálé fiskální kapacity EU pro investice do oblastí definovaných jako veřejné statky rezonovalo také v diskusi na neformálním jednání Rady ECOFIN dne 16. září 2023 v Santiagu de Compostela.

Reakce na proces digitalizace v platebních službách: digitální euro

Potenciálně významnou iniciativu představuje návrh vytvořit základní právní rámec pro případné budoucí zavedení digitálních peněz centrální banky (CBDC) v podobě digitálního eura, a dále též pro ochranu eurové hotovosti coby zákonného platidla. Ten byl zveřejněn EK v rámci legislativního balíčku k jednotné měně (Single Currency Package) dne 28. června 2023. V souvislosti s projektem digitálního eura pak dne 18. října 2023 Rada guvernérů ECB schválila přechod od fáze prověřování k fázi přípravné a zkušební, která by měla trvat tři roky, přičemž definitivně by ECB o zavedení digitálního eura rozhodla až po schválení příslušné legislativy. Z hlediska České republiky je podstatné, že návrh nařízení k digitálnímu euru počítá – za předpokladu existence odpovídajícího právního rámce (včetně uzavření bilaterální smlouvy mezi ECB a národní centrální bankou daného státu) – s možností distribuce digitálního eura také do členských států EU mimo eurozónu. Přesné náležitosti těchto smluvních ujednání budou předmětem dalších diskusí, stejně jako rozsah pravomocí delegovaných na EK a ECB, k jehož šíři řada členských států vznáší určité výhrady. Pokud by byl projekt digitálního eura realizován a měl úspěch, mohl by mít významné dopady na míru euroizace v členských státech EU mimo eurozónu a ovlivnit tamní debaty o případném vstupu těchto států do eurozóny a o jeho načasování.³⁰ Co se týče ochrany eurové hotovosti, návrh je prvním závazným předpisem ve věci práva veřejnosti na hotovostní způsoby platby.³¹ Podobná úprava

²⁵ [Evropský účetní dvůr \(EÚD\) ve své zprávě ke spravování dluhu plynoucího z NGEU \(č. 16/2023\)](#) upozorňuje, že současně by měla být posílána kapacita EK v řízení dluhu a rizik, jakož i míra transparentnosti prostřednictvím průběžného podávání zpráv o plnění cílů řízení dluhu.

²⁶ Viz [výstupy z workshopu rozpočtového výboru \(BUDG\) Evropského parlamentu z 22. května 2023](#) k reformě dluhového managementu v kontextu snižování nákladů EU na tržní financování a analýza a další doporučení think-tanku Bruegel ze 30. května 2023 „[The rising cost of European Union borrowing and what to do about it](#)“.

²⁷ Tento zdroj bude mít podobu příspěvku placeného členskými státy, který má být kalkulován jako 0,5 % pomyslného základu zisku společností v EU dle Eurostatu.

²⁸ Viz [vystoupení guvernéra Banco de España Pabla Hernández de Cose](#) na College of Europe v Bruggách 28. února 2023 či [stanovisko ECB \(ECB Opinion\) k balíčku EGR](#) z 5. července 2023.

²⁹ Např. ve [zprávě k politikám eurozóny \(Euro Area Policies\)](#) projednané Výkonnou radou dne 12. července 2023.

³⁰ Viz článek člena bankovní rady J. Procházky a expertů ČNB pro Hospodářské noviny: Procházka, Jan; Schwarz, Jiří; Vodrážka Michal: [Digitální euro jako lakmusový papírek zájmu o společnou měnu?](#)

³¹ [Navržená úprava zohledňuje mj. judikát Soudního dvora EU \(velkého senátu\)](#) ze dne 26. ledna 2021.

doposud na evropské úrovni chyběla i s ohledem na rozdílné pohledy jednotlivých členských států na koncept zákonného platidla a jeho důsledky.

Aktivity Evropské centrální banky

V reakci na trvajícím vysokou inflaci v eurozóně pokračovala ECB v roce 2023 v postupném zvyšování úrokových sazeb. V únoru a březnu ECB zvýšila úrokové sazby vždy o 0,5 procentního bodu. V květnu, červnu, červenci a září došlo již k mírnějšímu zvyšování sazeb, a to vždy o 0,25 procentních bodů k aktuálnímu 4,50 % pro hlavní refinanční operace, 4,00 % pro vkladovou facilitu (která je v EA s přebytkem likvidity v bankovním sektoru fakticky nejdůležitější sazbou) a 4,75 % pro záůjčnou facilitu. Za účelem posílení transmise měnové politiky rozhodla Rada guvernérů ECB v červenci 2023 o snížení úročení povinných minimálních rezerv bank u ECB na 0 % s účinností od září letošního roku.³²

Nevyužit prozatím zůstal nástroj na ochranu transmise měnové politiky (Transmission Protection Instrument, TPI) představený v červenci 2022. Tento nástroj ECB umožňuje překročit k nákupu dluhopisů členských států eurozóny na sekundárním trhu v případě přílišného nárůstu rozpětí (spreadu) mezi výnosy dluhopisů jednotlivých členských států. TPI tak dosud úspěšně sehrál preventivní roli, když i přes zpřísnění měnové politiky ECB zatím nedochází k signifikantnímu nárůstu rozpětí dluhopisových výnosů u rizikových členských států zejména na „jižním křídle“ eurozóny.

Nástroj nákupu aktiv APP byl utlumen, zatímco pandemický PEPP pokračuje v reinvesticích splatných jistín. Historicky první program ECB na nákup vládních a soukromých dluhopisů (APP) byl zredukován počínaje březnem 2023 i v míře reinvestic splatných jistín. Zde nejprve reinvestice probíhaly pouze částečně, přičemž bilance aktiv v APP se rozhodnutím Rady guvernérů měla do června 2023 snižovat tempem až 15 mld. EUR měsíčně. Počínaje červencem 2023 pak byly reinvestice zcela utlumeny. Naopak k žádné změně nedošlo při utlumování programu pandemického nástroje pro nákup vládních dluhopisů (PEPP), v rámci nějž by mělo i nadále docházet alespoň do konce roku 2024 k reinvesticím splatných jistín takto pořízených cenných papírů.

S ohledem na předchozí zpřísnění měnové politiky ECB však programy nákupu nízkouročených dluhopisů budou mít i po svém utlumení nepříznivý dopad na hospodářský výsledek centrálních bank Euro systému. Některé z těchto centrálních bank kvůli zvýšeným výdajům na úložky komerčním bankám a nízký výnos dluhopisů ve svých bilancích již avizovaly ztrátu v dalších letech, respektive pozastavení vyplácení dividend do rozpočtů svých národních států.³³

Závěr

Obsah závazku přijmout euro, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU, se v posledních letech podstatným způsobem rozšířil. Nadále platí, že Česká republika bude muset tento vývoj pečlivě vyhodnocovat a zohledňovat ve svých úvahách o načasování vstupu do eurozóny. Hospodářská heterogenita mezi členskými státy měnové unie přetrvává, nebylo dosaženo žádného zásadního pokroku v prohlubování hospodářské a měnové unie, a architektura eurozóny tak zůstává nedokončená. V dalších letech nelze vyloučit ani pokračující tlaky na ustavení zvláštní rozpočtové kapacity pro eurozónu. V neposlední řadě zůstává nejisté i to, zda se předloženou reformou EGR, bude-li schválena, podaří zajistit robustnější rámec koordinace hospodářských politik, zvýšit dlouhodobě slabou vymahatelnost fiskálních pravidel a významně snížit přetrvávající vysoké veřejné zadlužení v eurozóně. Výše uvedené faktory činí budoucí vývoj měnové unie málo předvídatelným a na otázky vhodného načasování případného vstupu České republiky do eurozóny a dopadů takového kroku na Českou republiku tak lze zatím odpovědět pouze velmi obtížně.

³² Viz [tisková zpráva ECB](#) z 27. července 2023.

³³ Viz například [tisková konference prezidenta německé Bundesbanky J. Nagela](#) z 1. března 2023 či [rozhovor guvernéra Rakouské národní banky R. Holzmana a člena jejího vedení T. Steinera pro deník Die Presse](#) z 21. ledna 2023.

II.2 MĚNOVÝ KURZ JAKO DÍLČÍ INDIKÁTOR PRO (NE)PŘIJETÍ EURA

Jan Brůha, Luboš Komárek a Martin Motl

Měnový kurz je jedním ze stabilizačních mechanismů české ekonomiky, který může například pomoci domácímu hospodářství vyrovnávat se s dopady případného nepříznivého vnějšího vývoje. V tomto článku pomocí metody lokálních projekcí zkoumáme vliv kurzu na konkurenceschopnost. Pokud by oslabení měny (depreciační šok) přinášelo domácím ekonomickým subjektům ve střednědobém období prospěch v podobě zvýšení jejich konkurenceschopnosti, mohl by být tento poznatek jednou z potenciálních motivací pro ponechání vlastní měny. Výsledky analýzy tento přínos nepotvrzují, což je však nutné chápat pouze jako dílčí závěr, nikoli jako komplexní makroekonomickou analýzu výhodnosti zavedení jednotné měny.

Země EU by měla vstupovat do eurozóny v takové kondici, která zabezpečí její efektivní fungování v měnové unii. Tento předpoklad nejenže odráží základní závěry ekonomické teorie z oblasti optimálních měnových zón, ale je i pragmatickým zájmem jak stávajících, tak i nově vstupujících zemí měnové unie. Samotné splnění maastrichtských kritérií však není zárukou optimální kondice země pro vstup do eurozóny. Jedná se totiž pouze o nutná vstupní, nikoliv postačující kritéria pro následné přijetí politického rozhodnutí o vstupu do eurozóny, ani kritéria dlouhodobého hladkého fungování v rámci měnové unie. Za účelem vhodného načasování vstupu do měnové unie je nezbytné sledovat širší soubor ekonomických veličin.³⁴ Jedna z nich je však z povahy dosahování cenové konkurenceschopnosti a fungování měnové unie zásadní, a to měnový kurz. Kurz je pro analýzu přínosů a nákladů přijetí společné měny důležitý z více hledisek, mezi nimiž figuruje např. způsob cenové konvergence. Ta může probíhat jak cestou vyššího růstu cenové hladiny kandidátské země oproti jejímu vývoji v měnové unii, tak cestou zhodnocování kurzu měny eurokandidáta, resp. kombinací obojího.

Jedním z nákladů přijetí společné měny je ztráta měnového kurzu jako jednoho ze stabilizačních mechanismů. V ekonomice se samostatnou měnou může měnový kurz reagovat na makroekonomické obtíže oslabením a udržet tak dané zemi cenovou konkurenci. Michl (2016) v této souvislosti navrhl prozkoumat dopady depreciačního kurzu na cenovou konkurenceschopnost. Kompetitivní oslabení kurzu je totiž jedním z mechanismů, kterým ekonomika se samostatnou měnou může čelit nepříznivému makroekonomickému vývoji v období recese. To platí za předpokladu, že mzdové náklady zareagují na depreciační kurz mírněji než ceny produktů. Pokud ale na depreciační kurzový šok zareagují nominální mzdy obdobným či rychlejším růstem než ceny výrobců nebo ceny vývozců, povede depreciační kurz k růstu jednotkových nákladů práce (ULC) a konkurenční výhoda v podobě oslabení měny je ztracena.

Je tedy klíčové posoudit, jak na oslabení měnového kurzu reagují jednotlivé cenové okruhy, mzdové náklady či celkové ULC. Cílem této kapitoly je provést empirickou analýzu vztahu mezi kurzovými šoky a cenami výrobců (PPI), vývozců, mzdami a ULC pro případ české ekonomiky. Pokud se ukáže, že oslabení kurzu zrychlí růst mezd výrazněji, než jaké je zvýšení inflace cen vývozců, pak výše uvedený argument pro ponechání samostatné měny není relevantní.

Pro zodpovězení uvedené hypotézy jsme využili metodu lokálních projekcí, která slouží k odhadu odezvy veličin na makroekonomické šoky.³⁵ Tento moderní přístup v rámci analytických metod empirické makroekonomie přinesl Jordà (2005), pro účely tohoto článku jsme použili variantu popsanou v práci Barnichona a Brownleese (2019). Pro potřeby empirické analýzy je nutné nejprve identifikovat strukturální kurzové šoky – není možné použít pouze změny kurzu.³⁶ Tyto šoky jsme kvantifikovali prostřednictvím modelů rovnovážného reálného měnového

³⁴ Hodnocení širší skupiny ukazatelů pro vstup do eurozóny pro případ České republiky lze nalézt v pravidelně publikovaném společném dokumentu ČNB a MF ČR: „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou“ a podrobněji v dokumentu ČNB: „Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou“ (oba dokumenty jsou dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>>).

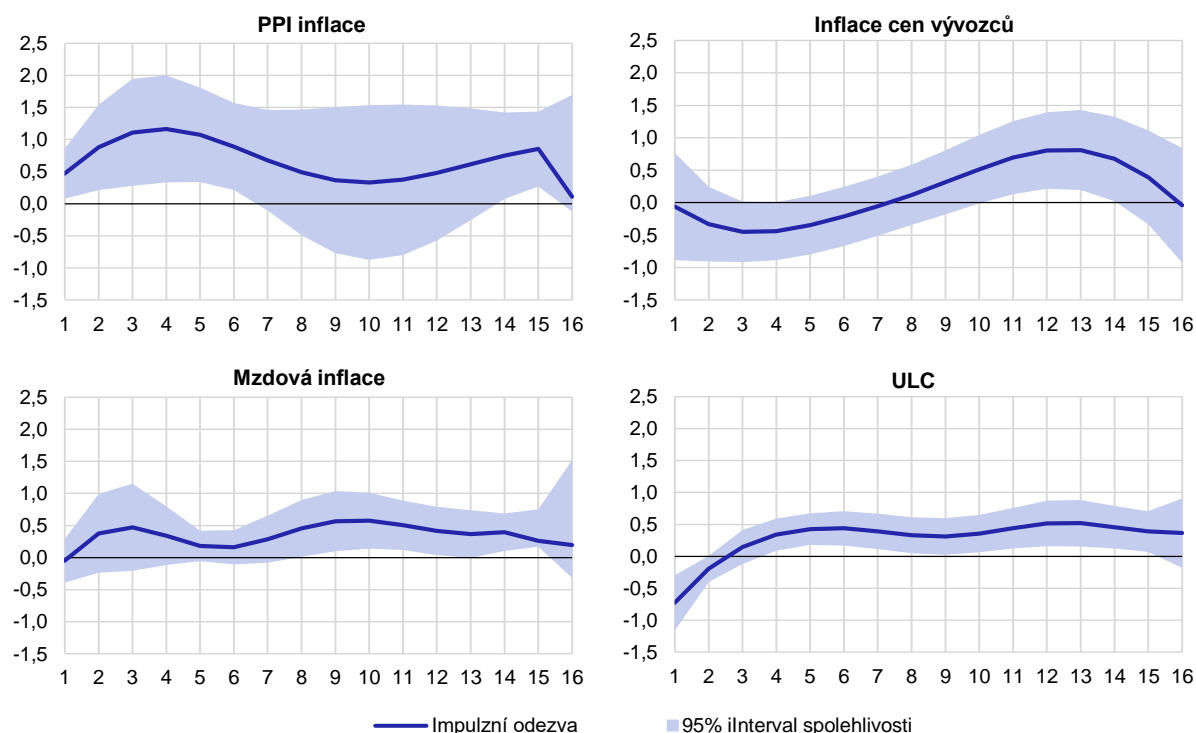
³⁵ K identifikaci kurzových šoků a odhadu příslušných impulzních odezev se v literatuře často využívají strukturální vektorové autoregresní modely. Výsledky těchto modelů jsou však závislé na použitých časových řadách, zvolené délce zpoždění, na zvoleném přístupu k identifikaci a mohou být negativně ovlivněny strukturálními změnami v ekonomice. Námí zvolený přístup identifikace na základě vlastního institucionálního odhadu rovnovážného kurzu má tu výhodu, že se jedná o dlouhodobě vyzkoušený a propracovaný model, který v sobě může zahrnovat mimo modelové a expertní informace. Z toho důvodu jej preferujeme k odhadu kurzových šoků a metoda lokálních projekcí je tedy přirozenou volbou. Výsledky jsou ovšem podmíněné naším přesvědčením o tom, že použitý model věrně zachycuje dynamiku rovnovážného kurzu.

³⁶ Změny kurzu totiž v sobě nad rámec kurzových šoků obsahují i minulý vliv makroekonomických proměnných. Použití kurzových změn namísto šoků by tak vedlo k nekonzistentním odhadům impulzních odezev, protože by se v impulzních odezvách míchal vliv kurzových šoků s vlivem minulých změn makroekonomických fundamentů.

kurzu. Nejprve jsme odhadli rovnovážný reálný kurz CZK/EUR jako průměr modelů BEER a FEER (Komárek a Motl, 2012) a následně vypočetli odchylku (nadhodnocení či podhodnocení) skutečného kurzu od kurzu rovnovážného. Strukturální kurzové šoky pak byly v dalším kroku získány jako šoky, které jsou hybatelem této kurzové odchylky.³⁷ Na základě regresní analýzy byla následně odhadnuta impulzní odezva zkoumaných veličin na strukturální šok.³⁸ Metoda byla aplikována na čtvrtletní časové řady od roku 2000 do současnosti.

Výsledky provedené analýzy ukazují, že v reakci na depreciační kurzový šok dochází k dočasné změně inflace cen výrobců, vývozců i mzdové inflace. Po zhruba šestnácti čtvrtletích se impulzní odezvy inflací i růstu mezd vrací do blízkosti nuly, což znamená, že po uplynutí této doby vliv kurzového šoku na dané veličiny vyprchá. Intervaly spolehlivosti jsou široké, takže prostým srovnáním impulzních odezev není možné říci, zda se šok ve směru oslabení měny projeví rychlejším růstem cen výrobců nebo rychlejším mzdovým růstem. Proto jsme separátně analyzovali také vliv kurzového šoku na ULC. (Všechny odezvy jsou znázorněny v Grafu 1.)

Graf 1: Impulzní odezvy na depreciační kurzový šok
(v procentních bodech)



Pozn.: Jedná se o impulzní odezvy do analýzovaných mezičtvrtletních růstů.

Na ose x je doba od okamžiku šoku ve čtvrtletích.

Zdroj: Výpočet ČNB

Při depreciačním kurzovém šoku dochází v delším období ke statisticky významnému kladnému impulzu do ULC, což znamená, že oslabení kurzu koruny *ceteris paribus* dlouhodobě nevede ke konkurenční výhodě. Odezva do ULC je statisticky signifikantně kladná v období 4 až 15 čtvrtletí od šoku. Pro první dvě čtvrtletí je odezva záporná, po patnáctém čtvrtletí se odezva nachází poblíž nuly. V krátkém období (první dvě čtvrtletí) tak dochází k záporné dynamice ULC,³⁹ což znamená, že krátkodobě může depreciační šok přinést úlevu ve formě

³⁷ Z technického hlediska jsme odhadli autoregresní model řádu 2 pro tuto odchylku, tj. model AR (2). Tento model je dostatečně flexibilní, aby umožnil realistickou (hump-shape) impulzní odezvu odchylky kurzu na šok, navíc volbu tohoto řádu favorizují formální statistická kritéria (Bayesian Information Criterion, BIC). Vzhledem k tomu, že rovnovážný kurz v sobě odráží vliv relevantních makroekonomických veličin (fundamentů), považujeme takto získané šoky za strukturální, tedy nekorelované s minulými fundamenty.

³⁸ Odhady metody lokálních proměnných je možné učinit statisticky vydatnějšími, pokud jsou při odhadu impulzních odezev použity kontrolní proměnné. Ty jsme vybrali z následující množiny: zahraniční PPI inflace, zahraniční HDP, zpožděné domácí proměnné (PPI inflace a HDP), zpožděné endogenní proměnné a vývoj světových cen komodit. Specifické kontrolní proměnné pro konkrétní impulzní odezvu byly z této množiny vybrány pomocí automatické selekce proměnných na základě BIC kritéria.

³⁹ Při realistickém předpokladu, že mzdy jsou více strnulé než ceny, je tento profil impulzní odezvy očekávaný.

dočasné konkurenční výhody. V dlouhém období však argument konkurenční výhody skrze depreciaci kurzu pro českou ekonomiku neplatí.

V rámci ekonometrické analýzy jsme následně provedli řadu citlivostních analýz, výše uvedené závěry nicméně zůstávají v platnosti. Citlivostní analýzy se týkaly rozdílné délky datového souboru (vyloučili jsme období pandemie, rozdělili jsme vzorek na dvě období (před a po roce 2012), odhadli jsme impulzní odezvy bez kontrolních proměnných a použili jsme jinou identifikaci kurzových šoků.⁴⁰ Nic z toho však nezvrátilo předchozí výsledky.

Závěr

Provedená analýza ukázala, že šok ve směru oslabení měny nepřináší české ekonomice ve střednědobém horizontu konkurenční výhodu. V reakci na depreciační kurzový šok dochází k dočasné změně inflace cen výrobců, vývozců i mzdové inflace, ale vzhledem k širokým intervalům spolehlivosti není možné jednoznačně říci, zda dochází k rychlejšímu růstu cen výrobců nebo mezd. Impulzní odezva jednotkových nákladů práce nicméně ukazuje, že úleva v podobě jejich poklesu je po depreciačním šoku jen krátkodobá, a v delším období tak oslabení koruny ke konkurenční výhodě nevede.

Na závěr je potřeba upozornit, že jsme zkoumali pouze jeden specifický aspekt nákladů přijetí eura – zda kurzový šok přinese konkurenční výhodu. Makroekonomické náklady a přínosy eura jsou vícedimenzionální problematika, která se nedá redukovat pouze na jedno, byť významné, kritérium. Naše analýza tedy přináší jeden z mnoha pohledů na posouzení nákladů a přínosů přijetí eura, bez ambice poskytnout konečné doporučení.

⁴⁰ Konkrétně jsme použili „řídový“ filtr navržený Andriem a Brúhou (2023).

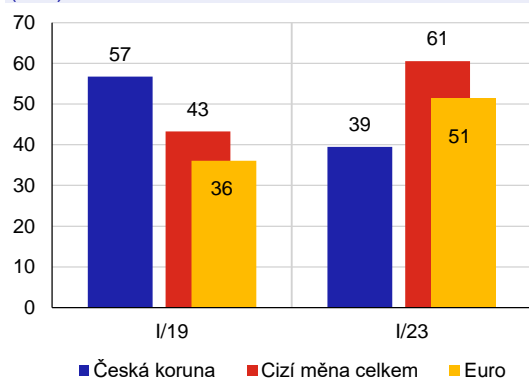
II.3 EUROVÉ FINANCOVÁNÍ ČESKÝCH PODNIKŮ

Jakub Grossmann, Renata Pašaličová

Nárůst úrokového diferenciálu domácích a zahraničních úrokových sazeb v souvislosti se zpřísněním měnové politiky ČNB byl doprovázen zvýšením podílu cizoměnového financování českých podniků čerpaného zejména v eurech. Vyšší podíl cizoměnového financování v ekonomice, *ceteris paribus*, oslabuje transmisní mechanismus měnové politiky. Tato kapitola se zabývá měnovou strukturou financování podniků od tuzemských bank a ze zahraničí, vztahem podílu eurových úvěrů a úrokového diferenciálu a euroizací české ekonomiky.

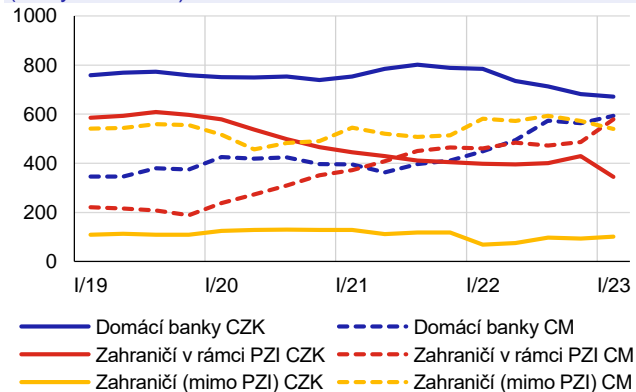
Eurové financování českých podniků od tuzemských bank a ze zahraničí se v posledním období zvýšilo. Podíl celkového financování v eurech se v prvním čtvrtletí 2023 pohyboval na úrovni 51 %, u cizí měny celkem dosáhl 61 % (Graf 1). V souvislosti se zpřísněním měnové politiky ČNB od poloviny roku 2021 vzrostl objem eurových úvěrů podniků čerpaných od domácích bank (Graf 2). Domácí měnová politika tak prostřednictvím úrokového kanálu transmisního mechanismu v současnosti ovlivňuje menší část dluhového financování podniků než v minulosti. Podniky s přístupem k úvěrům v cizí měně jsou obvykle méně citlivé na změny domácích úrokových sazeb, což *ceteris paribus* oslabuje dopad měnové politiky na ekonomiku. Od roku 2019 se zvýšilo i eurové financování podniků pod zahraniční kontrolou ze zahraničí prostřednictvím úvěrů a dalších zdrojů od nadnárodních (mateřských) firem v rámci přímých zahraničních investic (PZI, podíl eura dosahuje 46 % a cizí měny celkem 63 %). U ostatních forem financování ze zahraničí se eurové financování zásadněji nezměnilo (podíl eura činí 71 % a cizí měny celkem 84 %).⁴¹ I tyto zdroje zahraničního financování ovlivňují transmisní měnové politiky, neboť, jak ukazujeme níže, průsak měnověpolitických sazeb je tam slabší i v případě, že financování probíhá v českých korunách.

Graf 1: Podíly financování podniků v cizí měně (v %)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 2: Struktura financování podniků (stavy v mld. Kč)



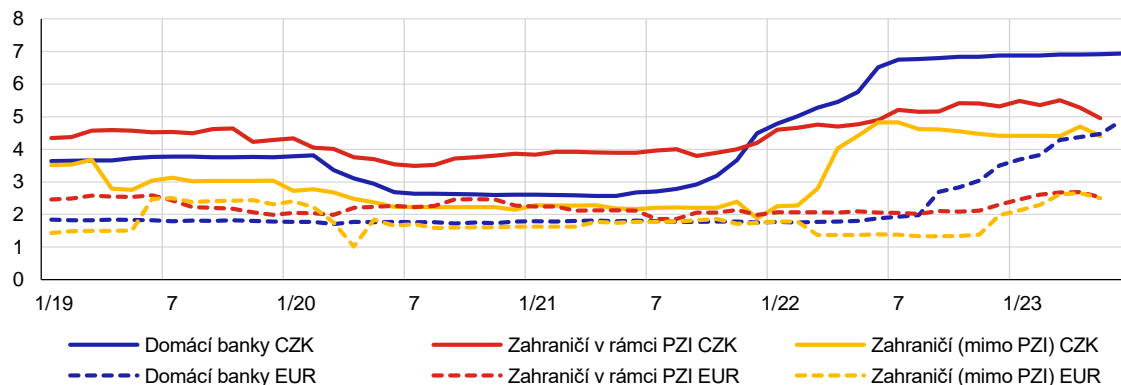
Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

V posledním období nedocházelo k přesunům financování od domácích bank do zahraničí. Podíly celkového financování podniků ze zahraničí a od tuzemských bank zůstávají poměrně stabilní. Podíl u úvěrů od tuzemských bank letos dosahuje 45 %, u financování ze zahraničí v rámci nadnárodních společností 32 % a u ostatních forem zahraničního financování 23 %. Jinými slovy růst podílu cizoměnového financování českých podniků nevedl k významnějšímu nárůstu jejich zahraničních pasiv.

Úrokové sazby z podnikových úvěrů čerpaných v zahraničí v rámci nadnárodních společností a ostatních forem zahraničního financování se pohybují na nižší úrovni oproti sazbám z úvěrů od domácích bank (bez ohledu na měnu, v níž je financování denominováno, Graf 3). Za tím stojí dva hlavní důvody. Za prvé, k zahraničnímu financování mají přístup zpravidla větší podniky s nižší rizikovostí, vyšší vyjednávací silou a tedy nižší úrokovou marží. Naopak u domácích bank si eurové úvěry v poslední době braly nejen velké, ale i menší podniky. Za druhé, v případě zahraničního financování dominují delší fixace. Přirozeně se u nich tedy zpřísnění měnové politiky projevuje pozvolněji než v případě úvěrů od tuzemských bank, kde převládají úvěry s pohyblivou sazbou.

⁴¹ Financování ze zahraničí prostřednictvím nadnárodních korporací v rámci přímých zahraničních investic či přímo tuzemskými podniky v zahraničí (např. od zahraničních bank) zahrnuje všechny formy dluhových a ostatních nástrojů v cizí a domácí měně.

Graf 3: Úrokové sazby z úvěrů podnikům od tuzemských bank a ze zahraničí
(v %, sazby ze stavů úvěrů se splatností nad jeden rok)

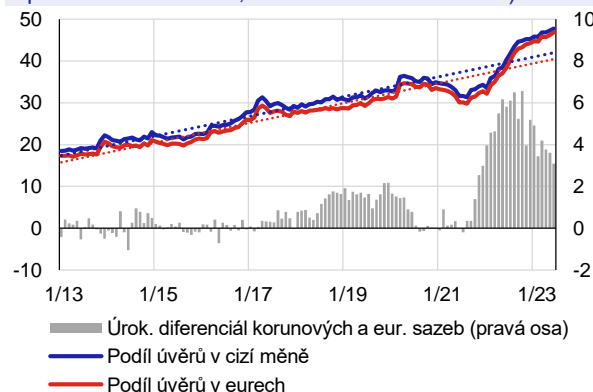


Pozn.: Graf zachycuje úrokové sazby ze stavů úvěrů nefinančním podnikům od tuzemských bank a ze zahraničí. Úrokové sazby z úvěrů ze zahraničí vycházejí z výběrového šetření v rámci externích statistik ČNB. Toto šetření poskytuje informace o úvěrech od určité limitní hranice se splatností nad jeden rok a jejich úrokových sazbách. Obdobně byly propočteny úrokové sazby z úvěrů se splatností nad jeden rok poskytnuté tuzemskými bankami.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

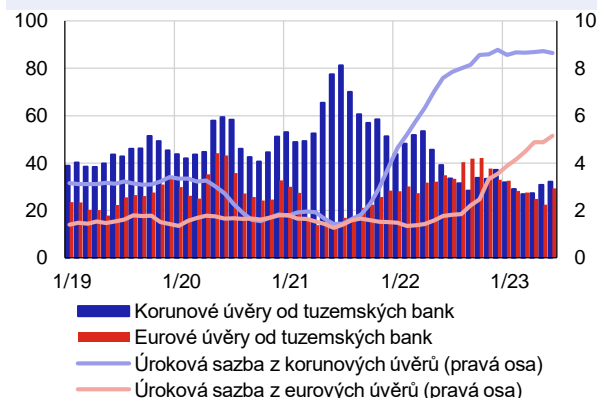
Podíl úvěrů v eurech na celkových úvěrech podnikům poskytnutých tuzemskými bankami se v posledním roce pohybuje nad dlouhodobým trendem a dosahuje historického maxima (Graf 4). V září tento podíl dosáhl 48 %, u celkových úvěrů v cizí měně se pohyboval na úrovni 49 %. V dlouhodobě rostoucím podílu eurových úvěrů se setrvale projevuje vysoká obchodní provázanost zejména zpracovatelského průmyslu České republiky s eurozónou a snaha podniků o přirozené zajištění kurzového rizika. Od poloviny roku 2021 byl tento nárůst navíc výrazně urychlen zvýšením úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb v souvislosti se zpřísněním měnové politiky ČNB.⁴² Po zahájení zvyšování úrokových sazeb ECB v červenci 2022 se úrokový diferenciál začal postupně snižovat, z historického pohledu je však stále poměrně vysoký. V důsledku snižování úrokového diferenciálu v posledních měsících se intenzita předchozího výrazného růstu podílu eurových úvěrů začala zmírňovat.⁴³ K tomu přispělo i loňské zpřísnění úvěrových standardů bank v tomto segmentu úvěrového trhu podpořené obezřetným dohledem ČNB. Roční míra růstu úvěrů v cizí měně je sice stále relativně vysoká, nedosahuje však vrcholu zaznamenaného v srpnu 2022. V uvedeném vývoji se projevuje snížení objemu nových eurových úvěrů (Graf 5).

Graf 4: Podíl úvěrů podniků v cizí měně od tuzemských bank
(podíl v %, úrokový diferenciál u nových úvěrů v procentních bodech, lineární trend tečkovaně)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 5: Nové úvěry podniků od bank a úrokové sazby
(měsíční objemy v mld. Kč, úrokové sazby v %)



Pozn.: Tříměsíční klouzavé průměry

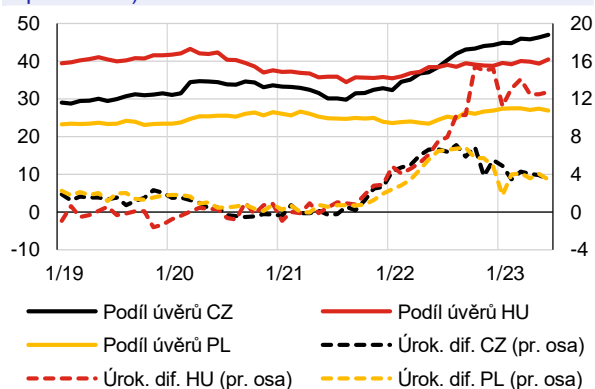
Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

⁴² Zvýšení podílu eurových úvěrů vytvářelo v uplynulém období tlak na posílení kurzu koruny v důsledku směny vypůjčených eur na koruny na devizovém trhu ze strany podniků.

⁴³ V současnosti využívá úvěry v eurech okolo 10 % tuzemských nefinančních podniků financujících se u domácích bank, zatímco v roce 2021 to byla dle údajů z šetření AnaCredit ČNB necelých 5 %.

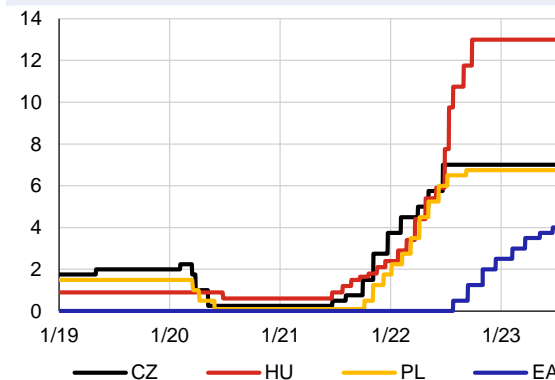
Nárůst podílu eurových úvěrů byl v České republice výraznější než v ostatních středoevropských zemích s vlastní měnou. Zpříšňování měnové politiky centrálních bank v České republice, Polsku a Maďarsku započaté okolo poloviny roku 2021 bylo doprovázeno zvýšením podílu podnikových eurových úvěrů ve všech těchto zemích (Graf 6 a 7). Nejvýraznější nárůst tohoto podílu byl však zaznamenán v České republice, kde je aktuálně podíl úvěrů v eurech na rozdíl od minulosti na vyšší úrovni než v Polsku a Maďarsku. Česká republika má tento podíl vyšší i ve srovnání s jinými evropskými zeměmi mimo eurozónu (Bulharsko, Rumunsko a Švédsko).

Graf 6: Podíl eurových úvěrů ve vybraných zemích
(podíl v %, úrokový diferenciál v procentních bodech – pravá osa)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

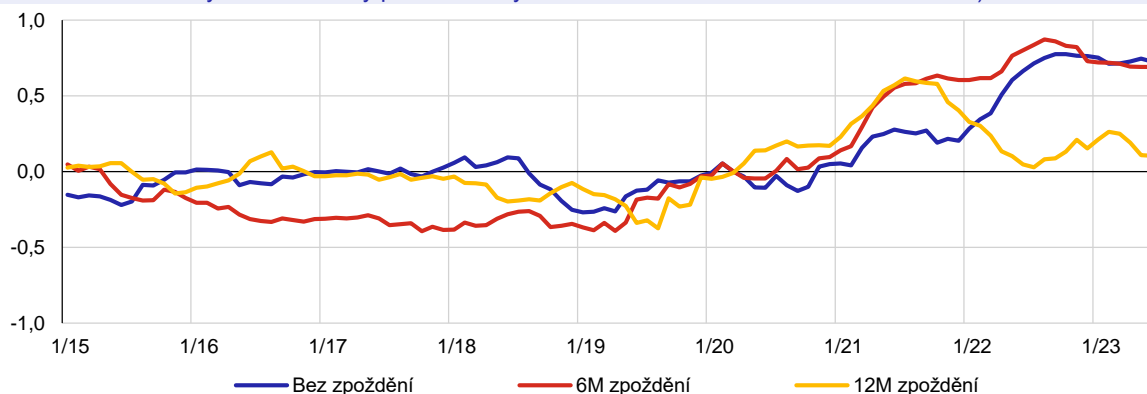
Graf 7: Měnověpolitické úrokové sazby
(v %)



Zdroj: ČNB, ECB

Mezi změnou podílu eurových úvěrů a úrokového diferenciálu je v posledním období patrná poměrně silná pozitivní korelace. Graf 8 ukazuje sílu vztahu mezi změnou podílu eurových úvěrů a úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb z nových podnikových úvěrů. Klouzavá korelace mezi uvedenými veličinami je v čase proměnlivá s tím, že nejsilnější vztah je na pozorované historii zaznamenán od roku 2021. Poměrně vysoký korelační koeficient je jak u reakce podílu eurových úvěrů na změnu úrokového diferenciálu zpožděné o šest měsíců, tak i u reakce bez zpoždění. Uvedený vývoj je dán zejména výrazným nárůstem úrokového diferenciálu v návaznosti na zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB. Podnikům se tak značně zvýšily náklady z korunových úvěrů, což se projevilo v rostoucím zájmu o levnější eurové úvěry. Naproti tomu v letech 2015 až 2019 není patrná uvedená korelace, když změny úrokového diferenciálu byly malé. Nárůst podílu eurových úvěrů v letech 2015 až 2017 totiž souvisel zejména s režimem kurzového závazku, očekávaným posílením kurzu koruny po jeho ukončení a rolí tzv. bilančního zajištění kurzového rizika, kterou eurové úvěry začaly ve zvýšené míře podnikům v této situaci poskytovat. Lze tedy shrnout, že zvýšená poptávka po eurových úvěrech následkem rozšířeného úrokového diferenciálu je fenoménem pouze posledních let, a v dřívějších obdobích tento vztah nebyl pozorován.

Graf 8: Korelace podílu eurových úvěrů podniků a úrokového diferenciálu
(korelační koeficienty reakce změny podílu eurových úvěrů na změnu úrokového diferenciálu)

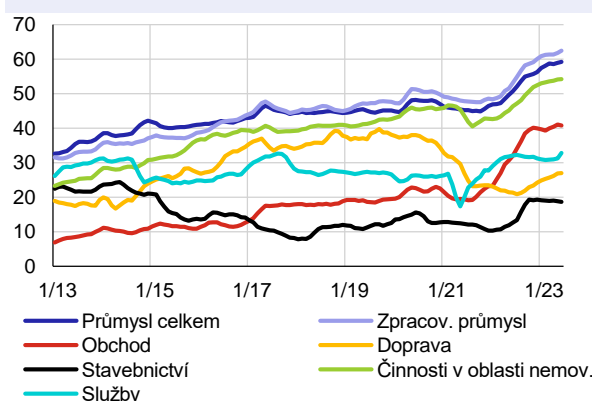


Pozn.: Graf ukazuje korelace meziročních změn podílu nových eurových úvěrů nefinančním podnikům a meziročních změn úrokového diferenciálu klientských sazeb z nových korunových a eurových úvěrů podnikům. Vstupními daty jsou měsíční pozorování, zobrazené korelace jsou počítány pro tříletá pohyblivá okna, tzv. moving windows. Graf ukazuje korelace se stejným načasováním a s posunem změn úrokového diferenciálu o 6 a 12 měsíců nazpět.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Postupné snižování úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb bude přispívat ke stabilizaci podílu eurových úvěrů v následujícím období a návratu na dlouhodobý trend (v září se nacházel cca 7 procentních bodů nad ním). Poté lze předpokládat, že postupná euroizace české ekonomiky bude pokračovat v souladu s trendem (Graf 4). To naznačuje i vývoj odvětvové struktury eurových úvěrů (Graf 9). V podmínkách zpřísněných úvěrových podmínek a růstu eurových úrokových sazeb se v některých odvětvích předchodí výrazný nárůst podílu eurových úvěrů do určité míry stabilizoval (například v odvětví obchodu). Nicméně v odvětvích, která se vyznačují tržbami v eurech a která se významně podílejí na dlouhodobě rostoucím trendu podílu eurových úvěrů v důsledku přirozeného zajišťování proti kurzovému riziku (průmysl či odvětví činností v oblasti nemovitostí), se podíl eurových úvěrů dále zvyšuje, byť již pomalejším tempem. Úrokový diferenciál korunových a eurových úvěrů podniků je navíc stále zvýšený ve všech odvětvích ekonomiky, i když v posledním období poklesl (Graf 10).⁴⁴ To nadále motivuje zejména podniky s eurovými tržbami k čerpání úvěrů v eurech.

Graf 9: Podíl eurových úvěrů ve vybraných odvětvích
(v %)

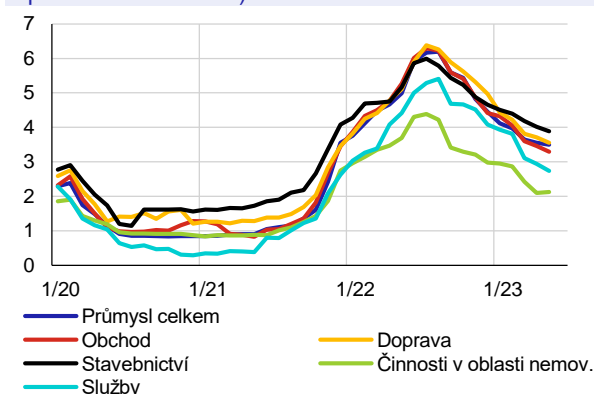


Pozn.: Tříměsíční klouzavé průměry

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 10: Úrokový diferenciál ve vybraných odvětvích

(z úrokových sazeb korunových a eurových úvěrů, v procentních bodech)



Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

Závěr

Podíl eura na úvěrech podniků od tuzemských bank a na financování ze zahraničí se v posledním období zvýšil, domácí měnová politika tak ovlivňuje menší část firemního dluhu než v minulosti. Ke zvýšení podílu eurových úvěrů přispěl nárůst úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb zaznamenaný od roku 2021. Měnová politika tak prostřednictvím úrokového kanálu transmisního mechanismu ovlivňuje v současnosti skrze náklady spojené s obsluhou dluhu menší část dluhového financování podniků ve srovnání s minulým obdobím. Podíl eurových úvěrů na celkových úvěrech podniků od tuzemských bank se pohybuje nad dlouhodobým trendem a je na nejvyšší úrovni ve srovnání se zeměmi mimo eurozónu ve středoevropském regionu. Analýza ukazuje silný vztah vývoje podílu eurového financování a úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb od poloviny roku 2021, v dřívějších obdobích přitom tento vztah patrný nebyl. V důsledku snižování úrokového diferenciálu v posledních měsících se intenzita předchozího výrazného růstu podílu eurových úvěrů začala zmírňovat. Lze předpokládat, že postupná euroizace u českých podniků bude v následujícím období pokračovat v souladu s dlouhodobým trendem, tedy nikoliv tak dynamicky, jako tomu bylo v posledních dvou letech.

⁴⁴ Úroveň úrokového diferenciálu je v některých odvětvích ekonomiky rozdílná, což souvisí zejména s formou jejich financování. Nejvyšší hodnota úrokového diferenciálu ve stavebnictví je dána převahou financování v domácí měně, přičemž úroková sazba z korunových úvěrů je v současnosti nejvyšší ze všech odvětví. Naproti tomu nízká úroveň úrokového diferenciálu u podniků v odvětví činností s nemovitostmi (např. nemovitostní firmy, které inkasují nájemné v eurech) souvisí mimo jiné s financováním tohoto odvětví v cizí měně. Firmy s přístupem k eurovému financování mohou korunové úvěry s vysokou úrokovou sazbou substituovat eurovými úvěry a ponechat si jen úvěry v domácí měně s pro ně příznivou sazbou.

II.4 TRH PRÁCE POD LUPOU

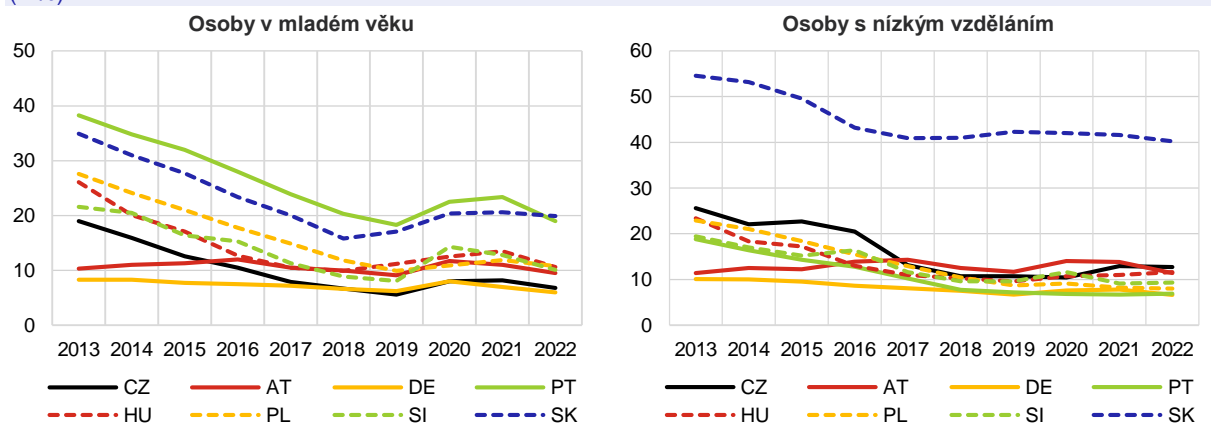
Kamil Galuščák

Česká republika dlouhodobě vykazuje velmi nízkou míru nezaměstnanosti, v posledních letech dokonce nejnižší mezi zeměmi EU, a také vysokou míru ekonomické aktivity. Hlubší vhled do oblasti trhu práce (nad rámec ukazatelů pravidelně sledovaných v tomto dokumentu) nicméně ukazuje, že v některých věkových a vzdělanostních skupinách české populace je situace méně příznivá.

Regulace trhu práce ovlivňuje makroekonomické ukazatele,⁴⁵ schopnost ekonomiky vstřebávat asymetrické šoky a v případě novějších členských zemí EU také jejich konvergenční proces. Tato opatření, zahrnující například minimální mzdu, náklady na propouštění a nastavení daní a sociálních dávek, však dopadají nerovnoměrně na různé demografické skupiny obyvatel. Větší dopady lze předpokládat u osob s nižším vzděláním, u mladých lidí, kteří mají krátkou pracovní zkušenost a vyšší pracovní fluktuaci, a také u žen s dětmi. V České republice se v minulých letech zvyšoval podíl minimální a průměrné mzdy (ze 32,6 % v roce 2013 na 40,0 % v roce 2022). Z dostupné literatury je nicméně patrné, že zvyšování minimální mzdy nemělo v ČR, Maďarsku, Polsku a na Slovensku v období 2003-2016 negativní dopad na zaměstnanost mladých osob (Fialová a Misíková, 2021). Zanedbatelný dopad do zaměstnanosti nízkopříjmových pracovníků v ČR v období 2012-2017 nachází Grossmann (2021).

Podrobnější pohled na míru nezaměstnanosti v České republice ukazuje značné rozdíly mezi jednotlivými vzdělanostními a věkovými skupinami. Ačkolí celková nezaměstnanost byla loni v ČR na úrovni 2,2 %, mezi mladými do 24 let byla přibližně třikrát vyšší (6,8 %) a ve skupině osob s nízkým vzděláním dosáhla až na hodnotu 12,7 %. Ve srovnání s dalšími sledovanými zeměmi je však míra nezaměstnanosti mladých v ČR velmi nízká, výrazně vyšší je v Portugalsku a na Slovensku (Graf 1 vlevo). Míra nezaměstnanosti osob s nižším vzděláním (Graf 1 vpravo) je na mírně vyšší úrovni než v ostatních sledovaných zemích kromě Slovenska, kde je dlouhodobě velmi vysoká. V letech 2021 a 2022 v ČR mírně narostla, ale nadále se nachází (podobně jako v jiných zemích) pod úrovní roku 2013.⁴⁶

Graf 1: Míra nezaměstnanosti vybraných skupin (v %)



Pozn.: Osoby ve věku 15-24 let (v % pracovní síly).
Zdroj: Eurostat

Pozn.: Osoby ve věku 15-74 let s dosaženým vzděláním nižší sekundární a nižší.
Zdroj: Eurostat

⁴⁵ Hutter a kol. (2019) ukazují, že k dlouhodobému a výraznému oživení na německém trhu práce do roku 2018 přispěly větší efektivita zaplňování volných pracovních míst, větší intenzita tvorby a zániku pracovních míst a růst pracovní síly, částečně v souvislosti s Hartzovými reformami trhu práce z let 2003-2005.

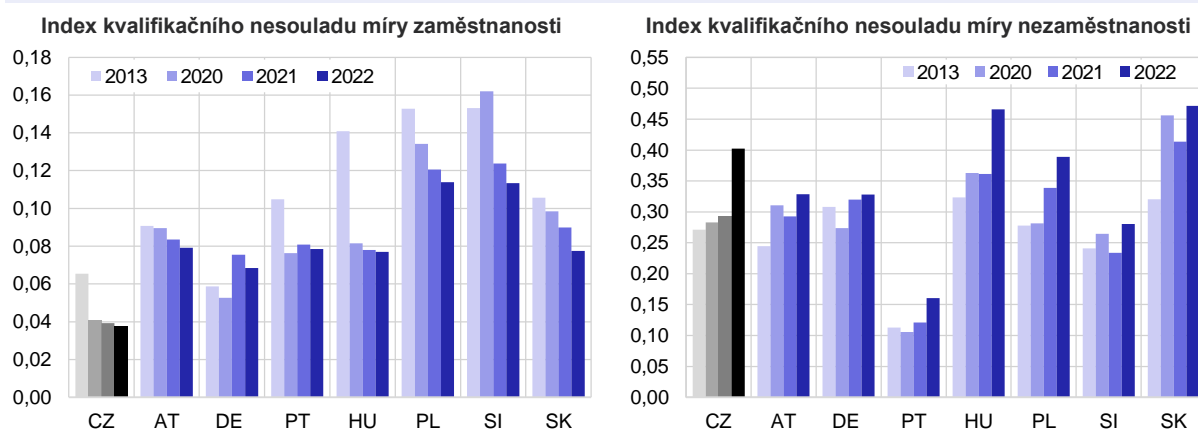
⁴⁶ Rozdíly v nezaměstnanosti osob s nižším vzděláním jsou do určité míry dány odlišnou strukturou ekonomik. Podle dat Eurostatu byl v roce 2022 podíl zaměstnaných osob s nižším vzděláním na celkové zaměstnanosti v ČR (4,0 %) mírně vyšší než na Slovensku (2,7 %). Výrazně vyšší byl v Portugalsku (33,3 %) a Německu (14,5 %), přičemž v těchto dvou zemích byla míra nezaměstnanosti osob s nízkým vzděláním nejnižší.

Vyšší míra nezaměstnanosti osob s nízkým vzděláním oproti celkové míře nezaměstnanosti může poukazovat na kvalifikační nesoulad na trhu práce, ten je ale v ČR oproti jiným srovnávaným zemím nízký. Kvalifikační nesoulad lze vyjádřit indexem vyjadřujícím relativní rozptyl míry zaměstnanosti podle vzdělání (Kiss a Vandeplas, 2015):

$$SMI_{E-RD} = \frac{1}{e_T} \sum_i \left| \frac{P_i}{P_T} (e_i - e_T) \right| = \sum_i \left| \frac{E_i}{E_T} - \frac{P_i}{P_T} \right|,$$

kde e je míra zaměstnanosti, E počet zaměstnaných a P populace v kvalifikační skupině i a celkem (T). Index představuje podíl váženého součtu absolutních rozdílů mezi mírou zaměstnanosti ve skupině i a celkovou mírou zaměstnanosti a celkové míry zaměstnanosti. Obdobný index definujeme pro relativní rozptyl míry nezaměstnanosti, kde vystupuje míra nezaměstnanosti, počet nezaměstnaných a pracovní síla. Tyto indikátory vyjadřují mezeru mezi kvalifikační strukturou obyvatel a kvalifikacemi poptávanými v ekonomice. Jejich vyšší hodnota signalizuje větší problémy osob s nízkou kvalifikací při uplatnění na trhu práce. Kvalifikační nesoulad vyjádřený rozptylem míry zaměstnanosti je v ČR ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi nejnižší (Graf 2 vlevo). Kvalifikační nesoulad zachycený rozptylem míry nezaměstnanosti se v ČR v posledních třech letech pohybuje okolo průměru za sledované země (Graf 2 vpravo). Zatímco přehřátý trh práce snižuje rozdíly v míře zaměstnanosti podle vzdělání, nezaměstnaní s nižší kvalifikací mohou mít větší potíže s uplatněním. OECD (2023) tedy doporučuje modernizovat odborné vzdělávání a rozšířit programy rekvalifikací nezaměstnaných.

Graf 2: Kvalifikační nesoulad na trhu práce



Pozn.: Relativní rozptyl míry zaměstnanosti a nezaměstnanosti podle vzdělání (nižší střední a nižší, vyšší střední a navazující mimo terciární, terciární), věková skupina 20-64 let. Vyšší hodnoty rozptylu naznačují vyšší kvalifikační nesoulad.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

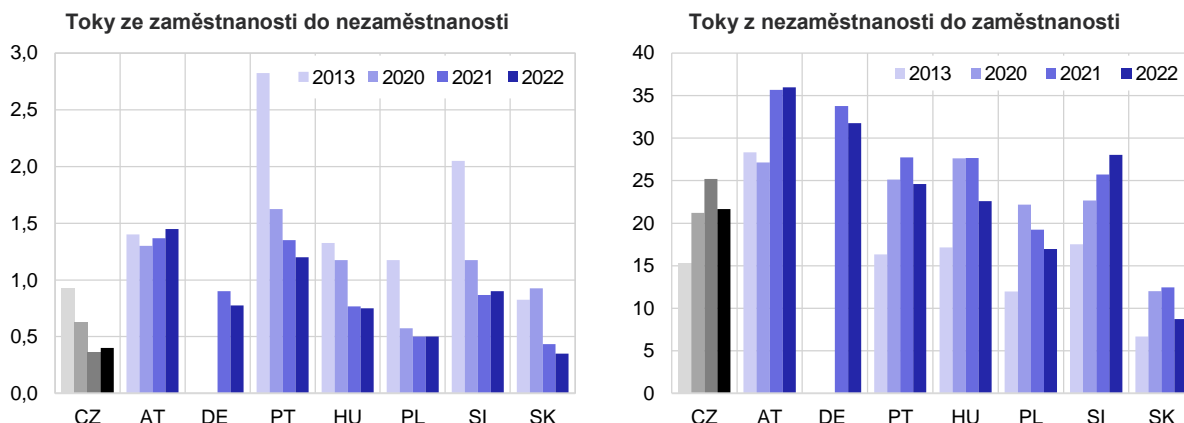
Český trh práce se vyznačuje relativně nízkou fluktací osob. Toky ze zaměstnanosti do nezaměstnanosti a obráceně patří mezi srovnávanými zeměmi k nejnižším (Graf 3; viz též Causa a kol., 2021).⁴⁷ Nízké toky ze zaměstnanosti do nezaměstnanosti mohou být projevem opatrnosti podniků při propouštění v souvislosti s napjatým trhem práce a jejich předchozí zkušenosti s obtížným hledáním a udržením zaměstnanců. Toky z nezaměstnanosti do zaměstnanosti v ČR v posledních pěti letech setrvávají na přibližně stejných hodnotách. To naznačuje, že během koronavirové pandemie nedošlo k výraznějšímu zchlazení trhu práce.⁴⁸ Fluktaci osob na českém trhu práce oproti jiným zemím pravděpodobně snižují vyšší náklady na propouštění (Flek a kol., 2022).⁴⁹

⁴⁷ Nízké jsou také toky mezi ekonomickou aktivitou a neaktivitou. Na českém a polském trhu práce vysvětlují malou, ale nikoli zanedbatelnou část cyklických odezev zaměstnanosti a nezaměstnanosti (Galuščák a kol., 2021).

⁴⁸ Toky z nezaměstnanosti do zaměstnanosti aproximují míru nalézání práce. Jejich cyklická složka je ukazatelem napětí trhu práce, který vysvětluje mzdové a inflační tlaky v ČR (Galuščák a kol., 2023).

⁴⁹ Relativně přísné legislativní podmínky pro propouštění zaměstnanců ze stálých zaměstnání v ČR naznačuje Index ochrany zaměstnanosti (EPL), viz Analýzy sladění 2022.

Graf 3: Toky na trhu práce
(v % z výchozího stavu)

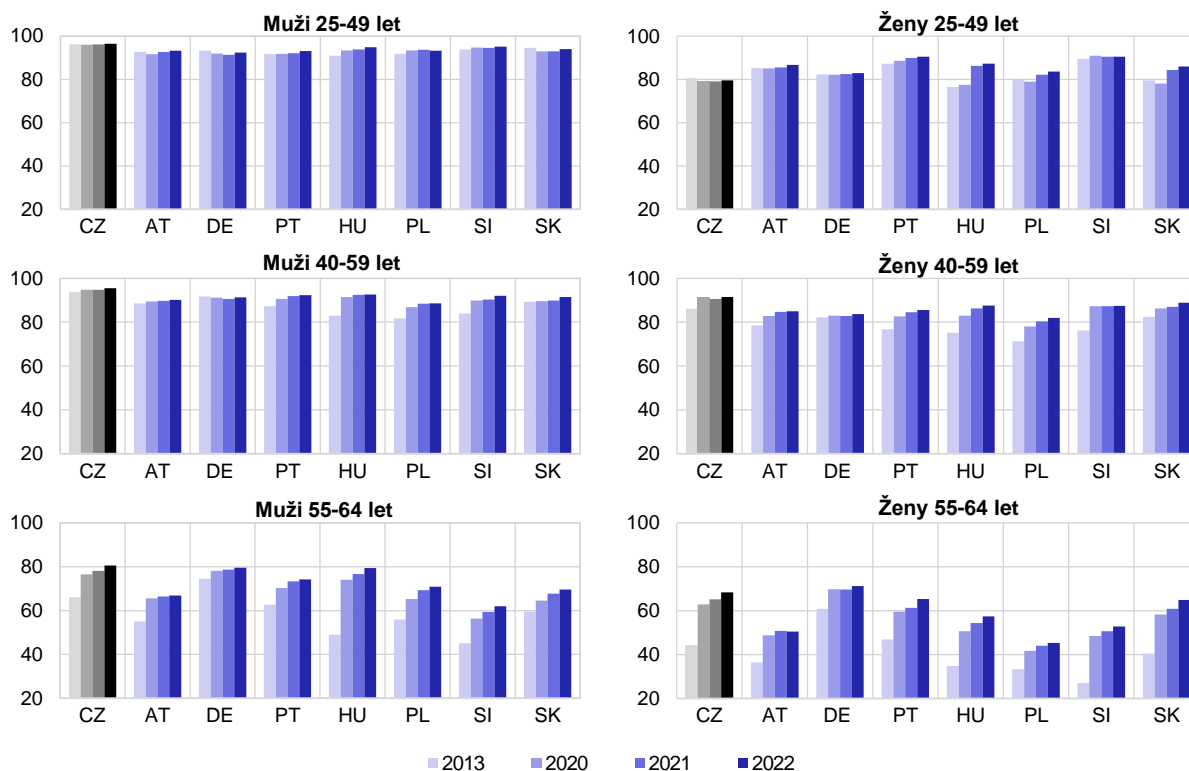


Pozn.: Pravděpodobnost přechodu mezi dvěma po sobě jdoucími čtvrtletími ze zaměstnání do nezaměstnanosti (vlevo) a z nezaměstnanosti do zaměstnání (vpravo). Roční průměry sezonně očištěných čtvrtletních údajů, věková skupina 15-74 let. Starší údaje za Německo nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Za vysokou mírou ekonomické aktivity v ČR (viz Chartbook strana 58) se skrývají rozdíly podle věkových skupin a pohlaví. Velmi vysoká a mezi srovnávanými zeměmi nejvyšší je u mužů ve věku 25-59 let a u žen v kategorii 40-59 let (Graf 4). Míra participace žen v nižším středním věku je naopak nejnižší patrně vlivem dlouhé rodičovské dovolené. Na vysoký rozdíl mezi zaměstnaností žen s malými dětmi a bez dětí a na potřebu zvýšit nabídku předškolních zařízení, snížit neadresné sociální dávky rodinám a postupně snížit délku rodičovské dovolené upozorňuje OECD (2023). Ve věkové skupině 55-64 let se do výrazného růstu ekonomické aktivity promítalo zvyšování důchodového věku, nárůst oproti roku 2013 je výrazný zejména u žen.

Graf 4: Míra ekonomické aktivity mužů a žen ve věkových skupinách
(v % z populace)



Pozn.: Členění vychází z dat Eurostatu, v nichž se věkové skupiny překrývají.

Zdroj: Eurostat

Závěr

Český trh práce se ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi jeví jako relativně pružný, má však také svá slabší místa. Na jejich odstraňování by se měla zaměřit strukturální politika státu, především na řešení nedostatku pracovníků, vysokých nákladů na propouštění ze stálých zaměstnání a nízké míry ekonomické aktivity žen s dětmi. Pružnost trhu práce totiž celkově zvyšuje růstový potenciál země a současně pomáhá ekonomice vyrovnávat se s ekonomickými šoky. Tento druhý mechanismus je důležitý zejména pro země měnové unie, které nemohou čelit asymetrickým šokům prostřednictvím vlastní měnové politiky.

II.5 HETEROGENITA INFLACE A JEJÍ VLIV NA KONVERGENCI CENOVÝCH HLADIN V ZEMÍCH EUROZÓNY: VŠECHNO ZLÉ JE PRO NĚCO DOBRÉ

Filip Novotný, Michaela Ryšavá

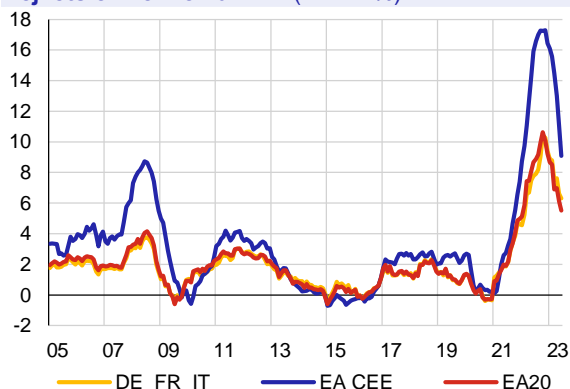
Během nedávné postcovidové a energetické krize jsme byli svědky nárůstu inflace, který byl napříč zeměmi eurozóny značně nerovnoměrný. Nejvýrazněji rostly ceny v menších novějších členských zemích, které však – vzhledem ke své malé váze – celkovou inflaci v eurozóně výrazně neovlivňují. Heterogenní vývoj především celkové inflace (v důsledku cen energií a potravin) nicméně přispěl ke konvergenci cenových hladin těchto menších a zpravidla méně vyspělých zemí k průměru eurozóny. Mezi jednotlivými zeměmi jsou přirozeně menší rozdíly v cenách spotřebitelského zboží než v cenách služeb. Při bližším pohledu konvergovaly během posledních několika let zejména ceny potravin a nápojů, kde dokonce došlo k většímu sblížení cen než v odvětvích odívání a obuvi a vybavení domácností.

Inflace sledovaná Evropskou centrální bankou

Za účelem provádění jednotné měnové politiky Evropská centrální banka (ECB) sleduje a vyhodnocuje inflaci a další ekonomické ukazatele za eurozónu jako celek, situace v jednotlivých členských zemích přitom může být značně různorodá. To představuje komplikaci pro měnovou politiku, kterou je třeba nastavit v závislosti na vývoji eurozóny jako celku, ačkoli pro inflační vývoj v některých konkrétních zemích může být takové nastavení silně suboptimální. Z hlediska dlouhodobé udržitelnosti jednotné měnové oblasti je však vedle samotné různorodosti (heterogenity) inflace důležité i to, zda dochází ke sblížování (konvergenci) ekonomických ukazatelů napříč zeměmi eurozóny. Rozdílná dynamika růstu cen v členských zemích⁵⁰ s nestejnými cenovými hladinami je přirozeným projevem ekonomické konvergence a je třeba s ní z dlouhodobého pohledu v jisté míře v měnové unii počítat.⁵¹ Heterogenita inflace by naopak byla zvláště problematická v případě, pokud by zároveň vedla ke vzdalování ekonomických ukazatelů jednotlivých zemí, tedy ekonomické divergenci.

Vývoj inflace v eurozóně je de facto určován vývojem inflace ve třech největších členských zemích – Německu, Francii a Itálii. Tyto země mají dohromady 64% podíl na celkové eurozóně.⁵² Inflace ve zbývajících zemích je buď silně korelována s těmito největšími zeměmi, nebo – vzhledem ke své malé váze – celkovou inflaci v eurozóně příliš neovlivňuje (Grafy 1 a 2).⁵³

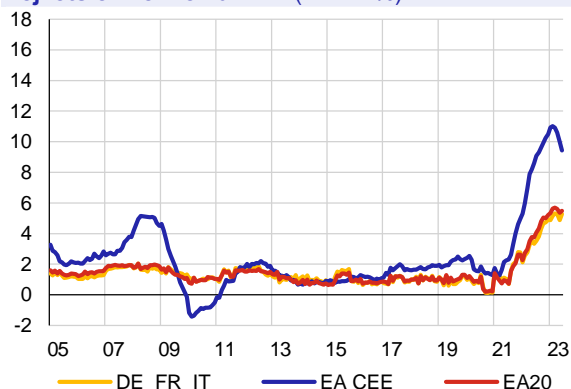
Graf 1: Celková inflace v eurozóně, jejích třech největších zemích a CEE (mzr. v %)



Pozn.: Zeměmi CEE zde jsou: Estonsko, Litva, Lotyšsko, Slovinsko a Slovensko. Jedná se o inflaci měřenou HICP.

Zdroj: Eurostat

Graf 2: Jádrová inflace v eurozóně, jejích třech největších zemích a CEE (mzr. v %)



Pozn.: Zeměmi CEE zde jsou: Estonsko, Litva, Lotyšsko, Slovinsko a Slovensko. Jedná se o inflaci měřenou HICP.

Zdroj: Eurostat

⁵⁰ Plošnost a intenzitu české inflace v evropském kontextu popisoval [Box](#) ve Zprávě o měnové politice – léto 2022.

⁵¹ Z tohoto pohledu se maastrichtské konvergenční kritérium cenové stability jeví jako vhodné spíše pro země s podobnou cenovou hladinou.

⁵² Jde o součet vah těchto zemí na celkové inflaci v eurozóně, které zveřejňuje Eurostat. Ten váží jednotlivé členské země eurozóny do souhrnného ukazatele podle ekonomické velikosti zemí.

⁵³ Korelační koeficient meziměsíčních změn celkové inflace eurozóny a inflace v agregátu složeného pouze z Německa, Francie a Itálie dosahuje od roku 2005 hodnoty 0,98. V případě zemí střední a východní Evropy je to pouze 0,5. Pro jádrovou inflaci dosahují hodnoty korelačního koeficientu 0,98, resp. 0,65.

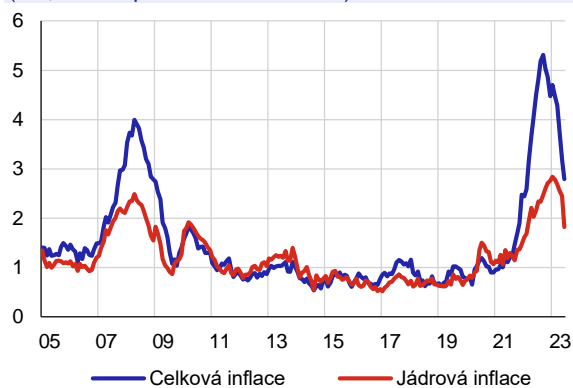
Rozdílný vývoj celkové a jádrové inflace oproti agregátu eurozóny je na první pohled patrný v případě později přistoupivších zemí střední a východní Evropy (CEE: Estonsko, Litva, Lotyšsko, Slovinsko a Slovensko).⁵⁴ Ty tak jsou (při své pouze 3% váze na celkové eurozóně) příjemci společné měnové politiky ECB, která je zaměřená na celkovou inflaci determinovanou největšími zeměmi.⁵⁵

Nárůst heterogenity inflace mezi zeměmi eurozóny

Inflace v eurozóně po odeznění pandemie covid-19 prudce vzrostla a stále se nachází na zvýšených hodnotách, mezi jednotlivými členskými zeměmi však existují znatelné rozdíly. Meziroční inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP) ve druhé polovině roku 2021 v eurozóně překročila 2% cíl ECB a dále prudce rostla až do maxima 10,6 %, kterého dosáhla v říjnu loňského roku. Růst spotřebitelských cen byl obecně vyšší v zemích s nižší cenovou hladinou, tedy zejména v později přistoupivších zemích střední a východní Evropy.⁵⁶ Konvergence cenové hladiny v těchto zemích k váženému průměru zemí eurozóny může – po faktickém zafixování jejich měnového kurzu vstupem do eurozóny – probíhat právě pouze prostřednictvím rychlejšího růstu jejich domácích cen vůči cenám v jádrových zemích eurozóny. Oproti tomu České republice a dalším zemím mimo eurozónu zůstává ještě kanál posilujícího nominálního měnového kurzu, i když od globální finanční krize jeho síla značně poklesla.

Heterogenita celkové inflace v zemích eurozóny je v postcovidovém období vyšší než v době velké finanční krize. Pro její hodnocení, tedy při pohledu na různorodost inflace mezi zeměmi eurozóny, lze využít směrodatnou odchylku. Její vyšší hodnota značí větší rozptýlení inflace kolem průměru. Graf 3 znázorňuje neváženou směrodatnou odchylku celkové a jádrové inflace, tedy všechny státy eurozóny mají při výpočtu stejnou váhu. Lze vidět, že heterogenita celkové spotřebitelské inflace dosáhla v loňském roce historických maxim (hodnota směrodatné odchylky se pohybovala až okolo 5 procentních bodů) a nadále zůstává vysoká. Pro jádrovou inflaci, která je očištěna od vlivu volatilitních cen energií a potravin, je sice heterogenita též vysoká, ale v porovnání s celkovou inflací je znatelně nižší a navíc srovnatelná s rokem 2008, kdy také došlo k výraznému (ačkoliv o něco menšímu) růstu cen.

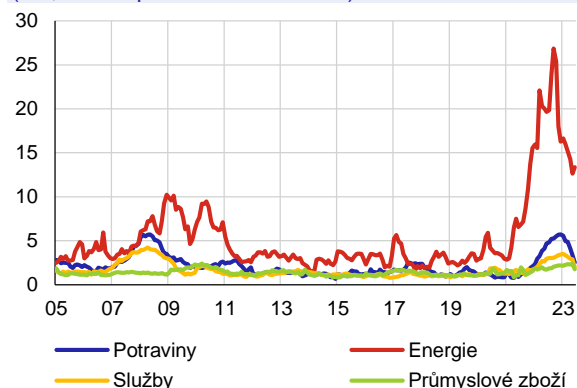
Graf 3: Nevážená směrodatná odchylka celkové a jádrové inflace v eurozóně
(EA, mzr. v procentních bodech)



Pozn.: Jedná se o inflaci měřenou HICP.

Zdroj: Eurostat

Graf 4: Nevážená směrodatná odchylka jednotlivých složek inflace v eurozóně
(EA, mzr. v procentních bodech)



Pozn.: Jedná se o inflaci měřenou HICP.

Zdroj: Eurostat

Také vážená směrodatná odchylka ukazuje na vyšší heterogenitu celkové inflace oproti té jádrové.⁵⁷ Heterogenita celkové inflace je oproti roku 2008 výrazně vyšší (hodnota vážené směrodatné odchylky se loni pohybovala až okolo 3 procentních bodů). Heterogenita jádrové inflace byla donedávna relativně umírněná

⁵⁴ Rozdílný vývoj inflace oproti eurozóně s výjimkou let 2013 až 2016 zaznamenaly také země regionu CEE mimo eurozónu (Česká republika, Maďarsko, Polsko).

⁵⁵ Dalo by se říci, že je to v kontrastu se složením Rady guvernérů ECB, kde každou zemi zastupuje jeden zástupce bez ohledu na míru schopnosti této země ovlivnit ekonomický vývoj v eurozóně.

⁵⁶ Například ve zmíněném říjnu 2022 se inflace v pobaltských zemích pohybovala nad 20 %, zatímco ve Francii či Španělsku dosahovala „jen“ něco málo přes 7 %.

⁵⁷ Výpočet přisuzuje jednotlivým zemím jejich váhu na úrovni eurozóny. Zatímco Německo má váhu téměř 30 % a Francie či Itálie se blíží k 20 %, Malta či Kypr mají zanedbatelnou váhu, která nedosahuje ani 0,5 %.

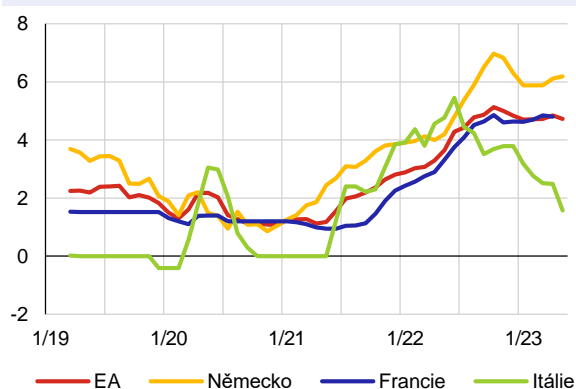
a nedosahovala historicky nadstandardních hodnot, ovšem pomalu začíná šplhat na vyšší úroveň. Obecně nižší hodnoty vážené směrodatné odchylky ve srovnání s odchylkou neváženou potvrzují, že za zvýšenou heterogenitou spotřebitelské inflace stojí zejména menší země eurozóny s nižší váhou.

Při pohledu na jednotlivé složky heterogenita celkové inflace v eurozóně pramení primárně z rozdílných růstů cen energií a v menší míře i cen potravin (Graf 4). Zatímco nevážená směrodatná odchylka potravinové složky inflace se na vrcholu současné inflační vlny pohybovala na podobné úrovni jako během velké finanční krize, hodnoty u energetické složky dosáhly při současném šoku několikanásobných úrovní. K odlišnému vývoji zde mimo jiné přispívají rozdílné národní politiky v reakci na vysoké ceny energií a potravin. Při velkých šocích typu pandemie či války na Ukrajině hrají roli také odlišné struktury ekonomik jednotlivých států, především rozdílné váhy jednotlivých složek na celkové inflaci. Pobaltí má například mnohem vyšší váhu obou zmíněných složek oproti zbytku eurozóny (platby domácností za energie se podílejí na celkových spotřebitelských výdajích téměř z pětiny a potraviny ze třetiny) a inflace se tak v těchto zemích v souvislosti s krizí vyvolanou válkou na Ukrajině zvýšila výrazněji.

Poslední měsíce však přinesly v eurozóně zpomalení inflace z jejích maxim a zmírnila se i její heterogenita, především vlivem zklidnění válkou eskalované energetické krize. Rychle klesající heterogenita energetické složky snižuje i heterogenitu celkové inflace, která nicméně stále zůstává vysoká. Vzhledem k tomu, že zvýšenou různorodost vykázala i jádrová inflace (byť v menším měřítku oproti celkové inflaci), zdroje rozdílů v cenovém růstu států eurozóny mohou teoreticky pocházet i z vývoje mezd či cen služeb, na které měla pandemie různý dopad.

Riziko silné mzdové reakce v důsledku vysoké inflace se však prozatím nenaplnuje. Růst mezd v eurozóně napříč jejími členy byl sice od poloviny roku 2021 silný, avšak v posledním čtvrtletí loňského roku začal zpomalovat, což mimo jiné snížilo obavy ze mzdově-inflační spirály. Tento vývoj dokládá nedávné sledování pohybu mezd na základě údajů z online nabídek práce, které zachycuje Graf 5. Mzdy jsou tedy celkem zdrženlivé, což zřejmě částečně odráží vládní podpůrné balíčky v souvislosti s energetickou krizí vyvolanou válkou na Ukrajině (zmírnění nákladů snížilo potřebu požadovat výraznější nárůst mzdy), ale též upřednostnění udržení si práce před požadavky na zvýšení mzdy. Při pohledu na heterogenitu růstu nominálních mezd v Grafu 6 lze vidět, že ačkoliv se směrodatná odchylka dostala v průběhu roku 2019 především kvůli růstu úrovně minimální mzdy v některých zemích (zejména ve Španělsku) na hodnoty z období velké finanční krize, od roku 2021 se stabilizovala, a tudíž není důvodem vysoké heterogenity celkové či jádrové inflace v současné době.

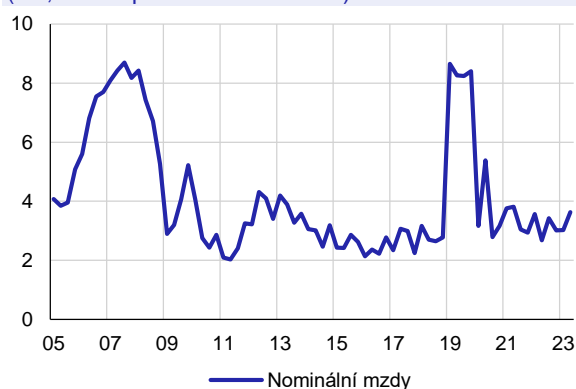
Graf 5: Růst mezd dle „Indeed Wage Tracker“⁵⁸
(mzr. v %)



Pozn.: Tříměsíční klouzavé průměry.

Zdroj: Adrjan a Lydon (2022)

Graf 6: Nevážená směrodatná odchylka růstu nominálních mezd v eurozóně
(EA, mzr. v procentních bodech)



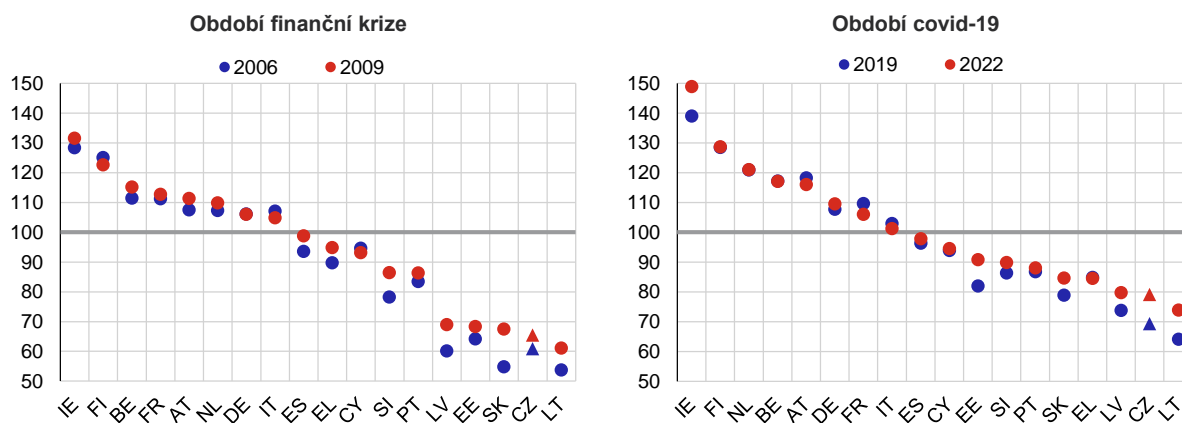
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁵⁸ Jedná se o ukazatel, který měří růst mezd inzerovaných v pracovních nabídkách na portálu Indeed pro pochopení mzdových trendů v šesti vybraných zemích eurozóny, které společně představují více než 80 % zaměstnanosti v eurozóně.

Vliv rozdílné dynamiky inflace na cenovou konvergenci zemí eurozóny

I přes volný pohyb zboží, služeb, kapitálu a osob existují mezi zeměmi eurozóny dlouhodobé cenové rozdíly. Na agregátní makroekonomické úrovni potom hovoříme o rozdílných cenových hladinách. Graf 7 nicméně ukazuje, jak se v obdobích zvýšené heterogenity inflace (konkrétně během globální finanční krize, resp. covidové krize) posunuly cenové hladiny v jednotlivých zemích eurozóny (pro srovnání je zahrnuta též Česká republika). Působení globální finanční krize z let 2008-2009 se odrazilo v posunu cenových hladin směrem nahoru k průměru u některých zemí jižního křídla a také u konvergujících zemí střední a východní Evropy. Opačným směrem působil cenový vývoj zejména v Itálii a ve Finsku. V případě covidové krize došlo (až na dvě výjimky) k ještě výraznějšímu sblížení cenových úrovní. Cenová konvergence byla nejvýraznější právě v případě zemí střední a východní Evropy, které jsou charakteristické procesem dohánění a nižší výchozí cenovou hladinou ve srovnání s průměrem eurozóny. U některých vyspělejších zemí, jejichž cenová hladina se nacházela nad průměrem eurozóny, naopak došlo k mírnému přiblížení cenové hladiny seshora (Francie, Rakousko). Některé země nedoznaly výraznějšího posunu cenové hladiny vzhledem k průměru eurozóny. Za pozornost pak stojí případ Irska, které zřetelně diverguje od jádra eurozóny.

Graf 7: Posun cenových hladin celkového spotřebního koše
(EA19 = 100 v každém zobrazeném roce)

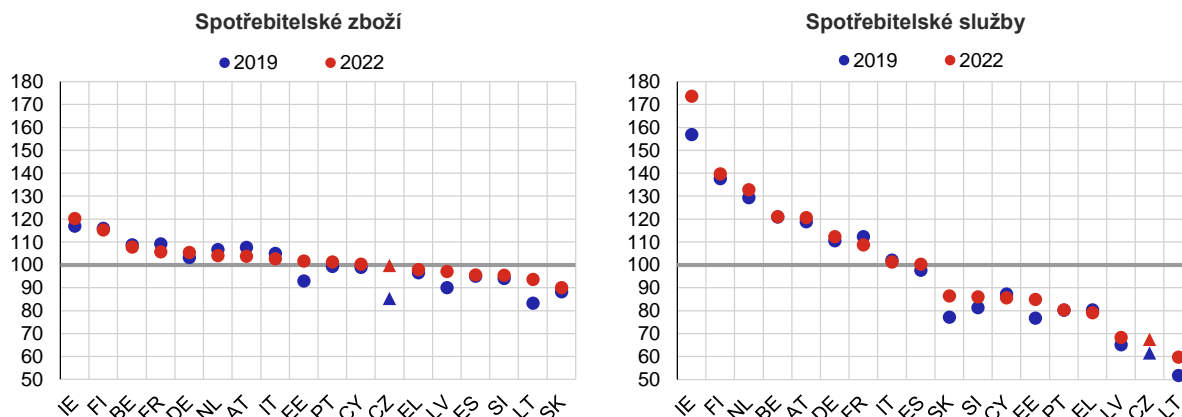


Pozn.: Lucembursko a Malta nejsou v grafech uvedeny z důvodu mnoha specifických ekonomik. Pro porovnání je naopak přidána Česká republika.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Větší rozdíly v cenových hladinách panují přirozeně v cenách služeb, zatímco ceny zboží již bezmála zkonvergovaly. Zbývající rozdíly v cenách zboží (Graf 8 vlevo) mohou být dány např. různou velikostí trhů a s ní spojenou rozdílnou tržní strukturou, odlišnými národními spotřebitelskými zvyklostmi a dalšími faktory. V případě zemí s relativně vyšší cenovou hladinou došlo od roku 2019 většinou k jejímu snížení oproti průměru a naopak tomu bylo v případě zemí s relativně nižší cenovou hladinou, včetně ČR. Právě v případě ČR došlo u cen spotřebitelského zboží během posledních několika let k výraznému posunu až na hladinu průměru eurozóny. Diametrálně odlišná situace panuje v případě cen služeb (Graf 8 vpravo), které jsou těsněji spjaté s úrovní stále výrazně rozdílných mzdových nákladů mezi jádrem a periferií eurozóny. Mezi členskými zeměmi tak v ocenění služeb i přes postupné sblížování existují stále obrovské rozdíly. Mezi Irskem na jedné straně a Pobaltskými zeměmi či ČR, na straně druhé je rozdíl propastný: například ve srovnání s Litvou jsou v Irsku ceny služeb dvakrát vyšší. Naproti tomu se v posledních pár letech výrazně přiblížily k průměru eurozóny ceny služeb na Slovensku a v Estonsku.

Graf 8: Posun cenových hladin zboží a služeb
(EA = 100 v každém zobrazeném roce)



Pozn.: Lucembursko a Malta nejsou v grafech uvedeny z důvodu mnoha specifík tamních ekonomik. Pro porovnání je naopak přidána Česká republika.

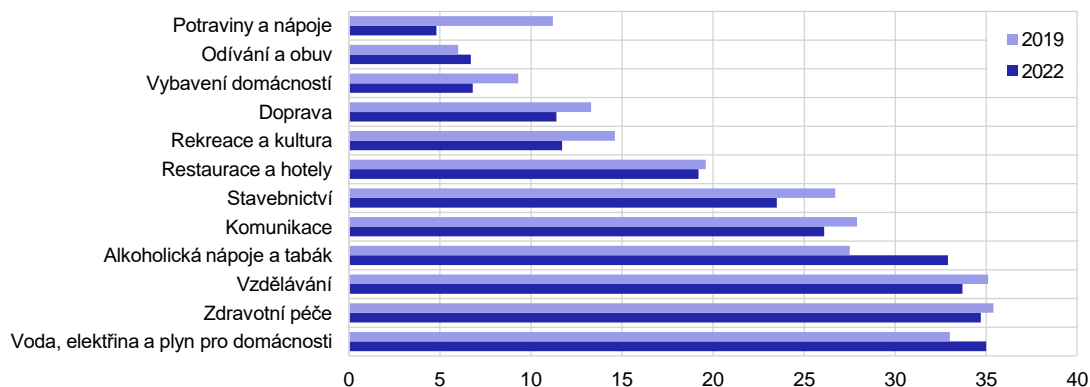
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Z hlediska jednotlivých výdajových skupin existují nejmenší cenové rozdíly v případě cen potravin a nápojů. U nich došlo k významné cenové konvergenci právě během let 2019 až 2022. K největšímu sblížení cenové hladiny u cen potravin a nápojů s průměrem eurozóny zdola došlo v Litvě a v ČR. Naopak seshora se k průměru eurozóny výrazně přiblížily ceny potravin a nápojů v Rakousku. Druhou významně zkonvergovanou zbožovou skupinou je odívání a obuv. Za povšimnutí ale stojí, že zejména v případě ČR došlo k výraznému poodskočení cen odívání a obuvi směrem nahoru od průměru eurozóny. ČR tak má společně s Estonskem druhou nejvyšší reportovanou cenovou hladinu v této zbožové skupině hned za Finskem. Relativně nízké cenové rozdíly mezi zeměmi existují také v případě vybavení domácností.

Největší cenové rozdíly jsou patrné v případě cen elektřiny a plynu pro domácnosti. V této skupině některé země v rozmezí let 2019 až 2022 od průměru eurozóny divergovaly, jiné naopak konvergovaly (Graf 9). Silný vliv na tento vývoj přitom zřejmě měla rozdílná vládní opatření k zamezení dopadu vysokých cen energií na domácnosti. K největšímu zvýšení cenové hladiny v této kategorii došlo v ČR, a to až na úroveň 28 % nad průměr eurozóny. Vyšší ceny elektřiny a plynu už má pouze Irsko a Belgie, které se také cenově vzdálily od jádra eurozóny směrem nahoru. Výrazné rozdíly, které se navíc od roku 2019 dále prohloubily, pozorujeme rovněž v cenách alkoholických nápojů a tabáku.

Podobně vysoké cenové rozdíly přetrvávají mezi sledovanými zeměmi i v případě cen některých služeb. Konkrétně v případě výdajů za zdravotní péči a za vzdělávání. Výrazné cenové rozdíly také stále panují v cenách komunikačních služeb, což je ale dáno jejich vyššími cenami pouze ve třech sledovaných zemích, konkrétně v Belgii, Řecku a Irsku. Podobně vysoké cenové rozdíly jsou typické také pro oblast stavebnictví, v jehož cenách dominuje Německo a Finsko, naopak výrazně levněji se staví v Řecku, Slovinsku a Portugalsku. Znatelné rozdíly v cenách přetrvávají v restaurátérství a hoteliérství, kde je nejdráže ve Finsku a Irsku a naopak nejlevněji v Česku a Portugalsku. Menší rozdíly mezi zeměmi jsou u cen dopravy, rekreací a kultury, které v období 2019 až 2022 dále konvergovaly.

Graf 9: Směrodatná odchylka (různorodost) cenových hladin v rámci eurozóny pro jednotlivé skupiny zboží a služeb spotřebního koše
(v procentních bodech)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB













Závěr

Vlivem heterogenního vývoje inflace v nedávné době došlo ke konvergenci cenových hladin mezi členskými státy eurozóny. Postcovidová éra přinesla silný nárůst heterogenity inflace v eurozóně, jehož příčinou byl především diferencovaný růst cen energií, ale v menší míře i potravin. Nadprůměrně vysoký nárůst cen přitom zaznamenaly především nově přistoupivší menší země eurozóny. Velká různorodost inflace napříč eurozónou na jedné straně komplikuje nastavení jednotné měnové politiky ECB pro všechny členské země, na druhé straně však v posledních letech přinesla ve výsledku většinové sblížení cenových hladin. To proběhlo nejrazantněji u menších zemí eurozóny především ze střední a východní Evropy, jejichž cenová hladina je nižší než průměr eurozóny a které dlouhodobě dohání cenovou hladinu vyspělejších zemí jádra eurozóny. Ceny zboží již v rámci eurozóny téměř zkonvergovaly, zatímco u cen služeb jsou rozdíly v cenových hladinách stále významné. Z hlediska výdajových skupin pozorujeme nejmenší rozdíly mezi zeměmi v kategorii cen potravin a nápojů či cen odívání a obuvi. Naopak největší rozdíly přetrvávají u cen elektřiny a plynu pro domácnosti, cen zdravotní péče a cen vzdělávání. K obdobnému vývoji jako u členských zemí eurozóny ze střední a východní Evropy došlo i v případě České republiky.

III. CHARTBOOK

III.1 CYKlickÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

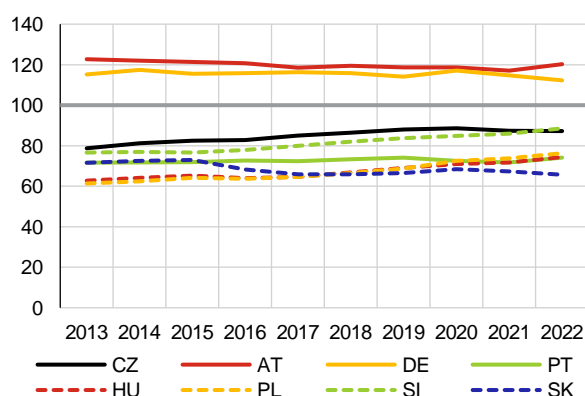
III.1.1 Přímé ukazatele sladěnosti

-  Reálná ekonomická konvergence⁵⁹
-  Konvergence cenových hladin a mezd
-  Sladěnost cyklického vývoje ekonomické aktivity ČR a eurozóny
-  Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
-  Obchodní provázanost s eurozónou
-  Intenzita vnitrodvětvového 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 Slovensko, Maďarsko i Polsko, odstup od vyspělejších zemí eurozóny ale zůstává značný. V loňském roce se navíc mírně vzdálil od průměru eurozóny.

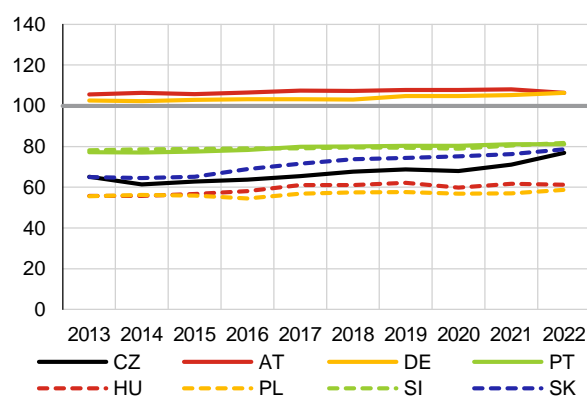
HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS)
(EA19=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

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

Cenová hladina HDP
(EA19=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁵⁹ Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Úvodu tohoto dokumentu.

Posílení reálného kurzu koruny vůči euru bylo v roce 2022 nejsilnější od roku 2008. Průměrné roční tempo zhodnocování reálného kurzu koruny za posledních deset let dosahuje 1,5 %.

Reálný kurz vůči euru na bázi HICP

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	97,8	92,3	93,2	94,4	97,8	100,6	101,9	100,7	105,9	117,0
AT	101,6	102,7	103,3	104,1	104,8	105,2	105,5	105,4	106,8	107,1
DE	99,7	100,0	100,5	100,6	100,8	101,0	101,1	100,1	101,8	102,1
PT	100,2	99,6	99,9	100,3	100,3	99,7	98,9	97,4	96,9	96,7
HU	97,1	93,0	92,5	92,3	93,7	91,9	92,1	86,9	88,3	86,1
PL	96,9	96,8	96,0	91,6	94,0	93,4	93,4	92,3	93,3	94,9
SI	100,2	100,2	99,2	98,8	98,9	99,0	99,5	97,9	98,5	99,3
SK	102,7	102,1	101,6	100,9	100,7	101,5	103,1	103,7	105,1	108,7

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálné úrokové sazby v ČR zůstaly v roce 2022 výrazně záporné, stejně jako ve všech sledovaných zemích.

Reálné tříměsíční úrokové sazby

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-2,0	-0,7	-0,5	-2,4	-2,4	-7,4
AT	-1,9	-1,2	-0,8	-1,2	-2,5	-2,4	-1,8	-1,8	-3,2	-7,6
DE	-1,4	-0,6	-0,7	-0,6	-2,0	-2,2	-1,7	-0,8	-3,6	-7,7
PT	-0,2	0,4	-0,5	-0,9	-1,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	-7,2
HU	2,4	2,5	1,5	0,5	-2,2	-2,7	-3,1	-2,6	-4,1	-4,6
PL	2,2	2,5	2,5	1,9	0,1	0,5	-0,4	-2,8	-4,7	-6,4
SI	-1,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,9	-2,2	-2,0	-0,1	-2,5	-8,2
SK	-1,2	0,3	0,3	0,2	-1,7	-2,8	-3,0	-2,4	-3,2	-10,5

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

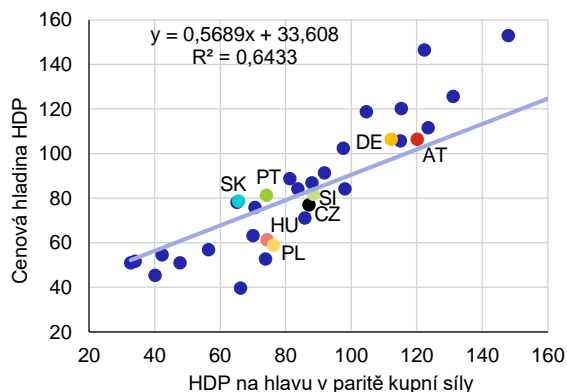
(EA=100)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	41,5	39,7	40,8	42,3	45,8	49,7	52,1	52,3	54,5	57,5
AT	112,7	113,3	114,0	115,2	115,1	116,0	116,7	119,2	117,9	117,9
DE	101,9	103,5	105,0	106,0	107,0	107,7	109,1	109,7	108,9	108,6
PT	54,8	53,2	52,6	52,6	52,9	53,8	55,1	56,2	56,2	57,1
HU	31,8	30,4	30,5	30,7	32,5	32,9	33,7	32,3	33,1	33,4
PL	32,7	33,2	33,5	33,3	35,4	37,3	39,3	40,1	39,4	41,4
SI	65,0	65,0	65,1	66,3	67,1	68,3	70,1	72,7	75,5	75,4
SK	39,5	39,7	40,7	41,1	42,4	44,0	46,0	48,0	49,3	50,0

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

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

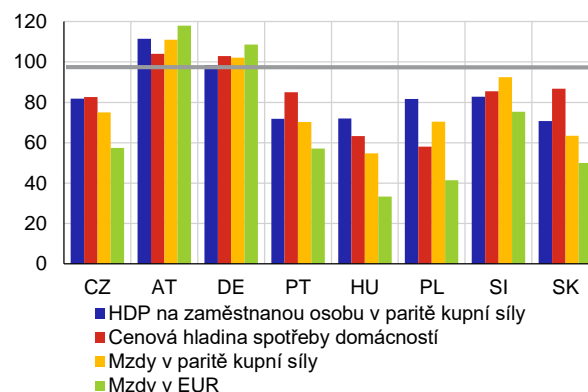
HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina
(2022, EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Mzdy v paritě kupní síly v ČR dosahují zhruba 75 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí pouze 57 %.

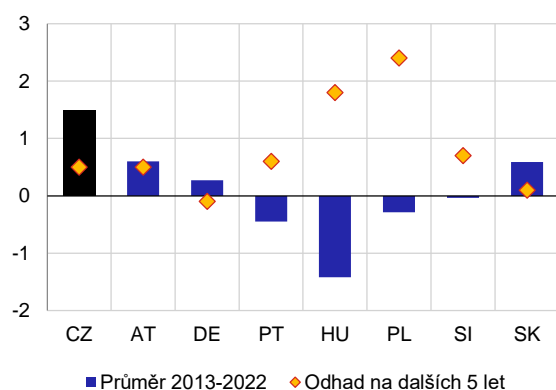
Další ukazatele dlouhodobé konvergence
(2022, EA=100)



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

Reálný kurz koruny v posledním desetiletí v průměru posílil o 1,5 % za rok. Do budoucna je odhadované roční tempo jeho rovnovážného posilování polovina procenta.

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

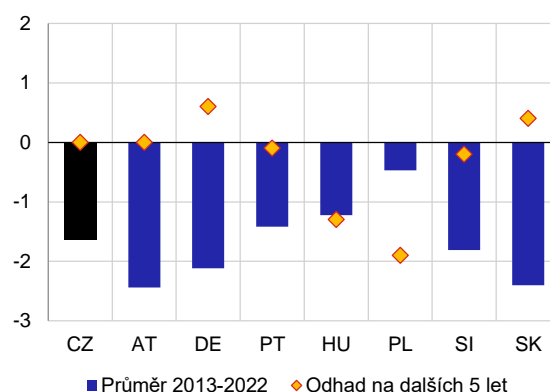


Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za roky 2013-2022. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě panelové regrese vztahující cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálné úrokové sazby v ČR by se po přijetí eura pravděpodobně pohybovaly kolem nuly. Za posledních deset let se v průměru pohybovaly nad úrovní -2 %.

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 2013-2022 je prostý aritmetický průměr. Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby na dalších pět let při hypotetickém přijetí eura je odvozený z odhadu tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně ve výši 0,5 %.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

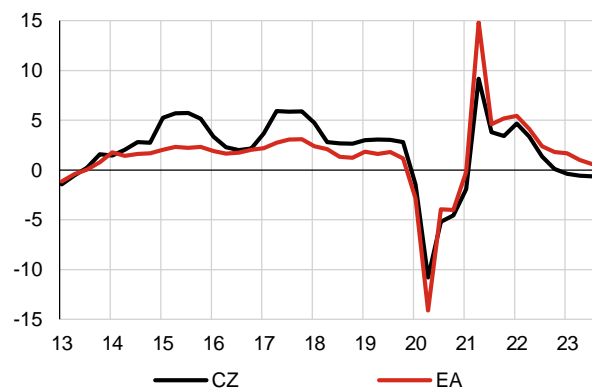
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

Tempo růstu české ekonomiky v posledních třech letech zaostává za tempem růstu ekonomiky eurozóny, rozdíl se prohloubil zejména v minulém roce.

Reálný HDP

(mzr. v %)

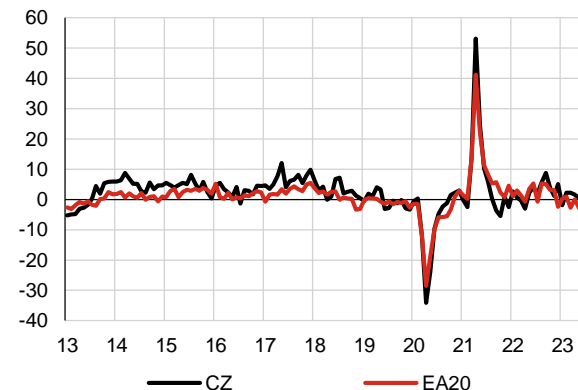


Zdroj: Eurostat

Naopak růst průmyslové produkce se v tomto roce nachází mírně nad průměrem eurozóny.

Index průmyslové produkce

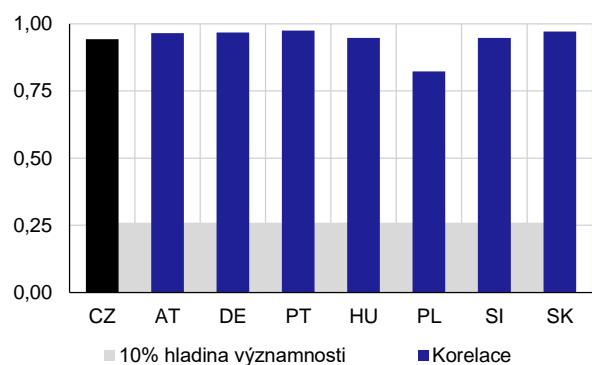
(mzr. v %)



Zdroj: Eurostat

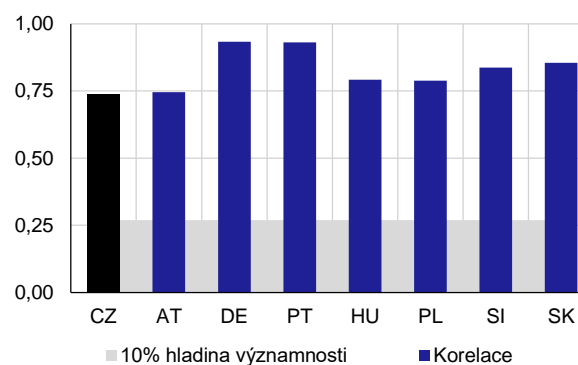
Ekonomické dopady společných externích šoků v posledních třech letech přispívají k vysoké míře naměřené korelace téměř u všech srovnávaných zemí.

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

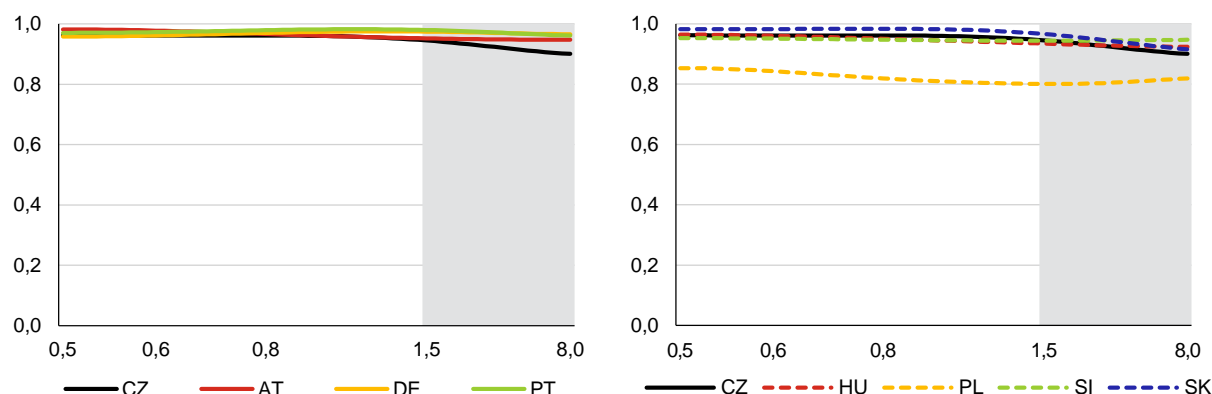


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezonně očištěných dat z období 2013Q1-2023Q1. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé oblasti grafu (tzn. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti). Pro eurozónu byl použit agregát EA.

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

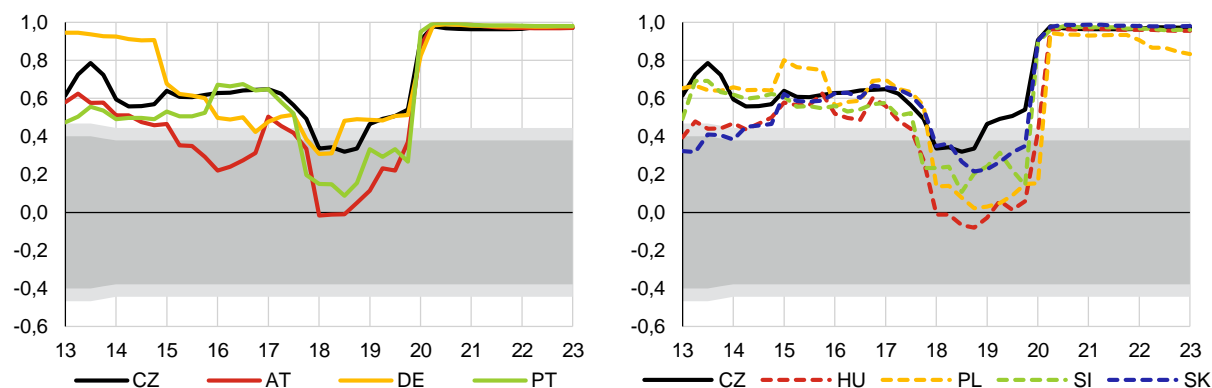


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezónně očištěných dat. Osa x je délka cyklu v letech. Šedá plocha vyznačuje sledované pásmo 1,5 až 8 let, kam svou časovou délkou zpravidla spadá typický hospodářský cyklus. Pro eurozónu byl použit agregát EA.

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.

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

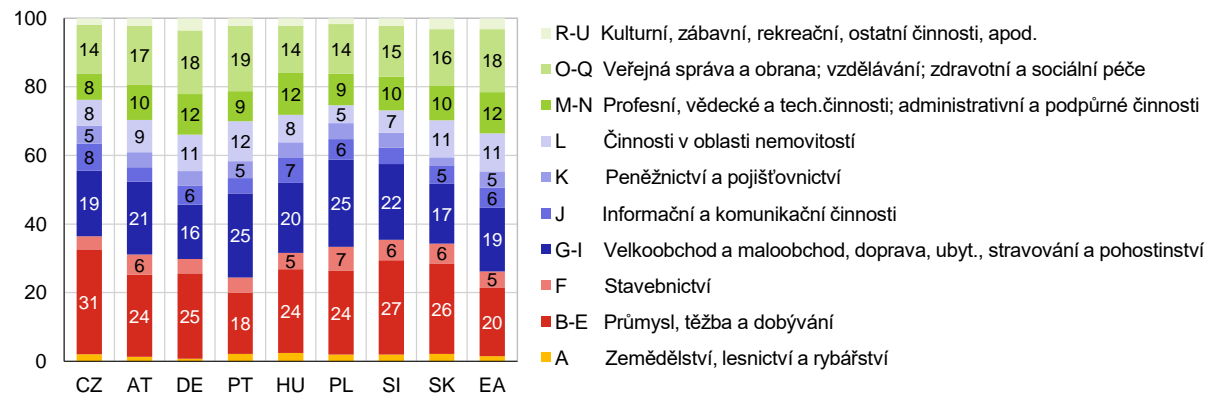
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

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

Podíly ekonomických odvětví na HDP

(2022, v %)

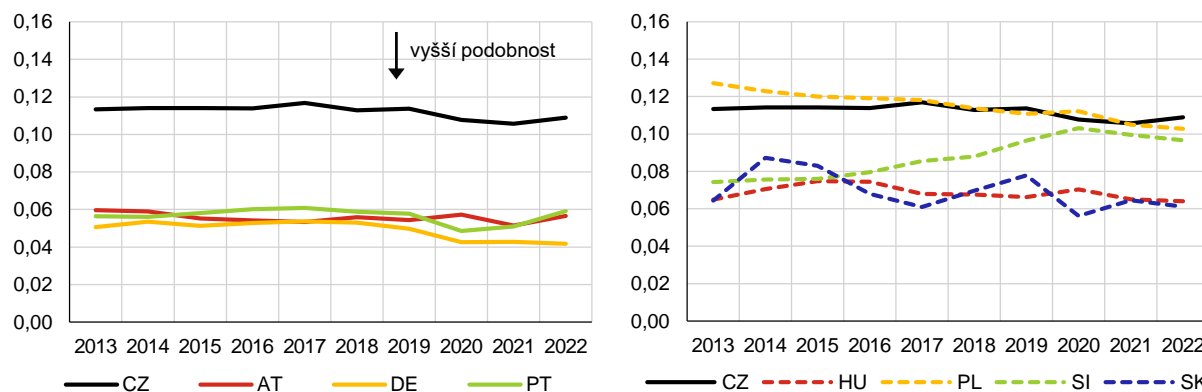


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odišná 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.

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

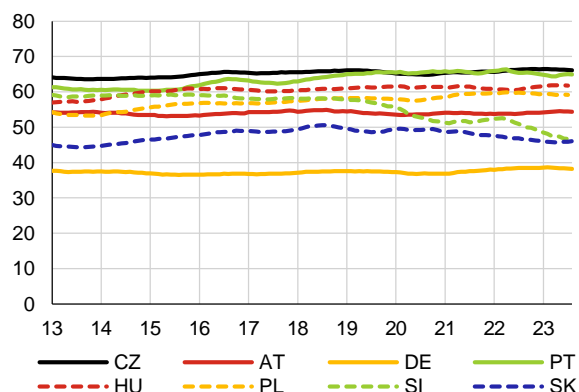
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

OBCHODNÍ A VLASTNICKÁ PROVÁZANOST EKONOMIK

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě ČR dlouhodobě vysokých hodnot, které se stabilně pohybují nad úrovní většiny sledovaných zemí.

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu (v %)

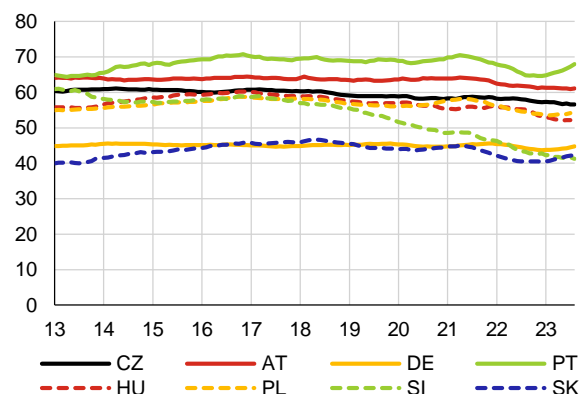


Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.
Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu do ČR je o něco nižší než v případě vývozu a v posledních letech navíc mírně klesá, nicméně stále převyšuje podíl eurozóny na dovozu do ostatních členských zemí EU střední a východní Evropy.

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu (v %)

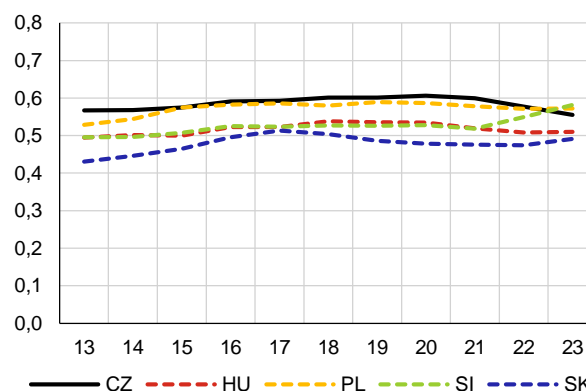
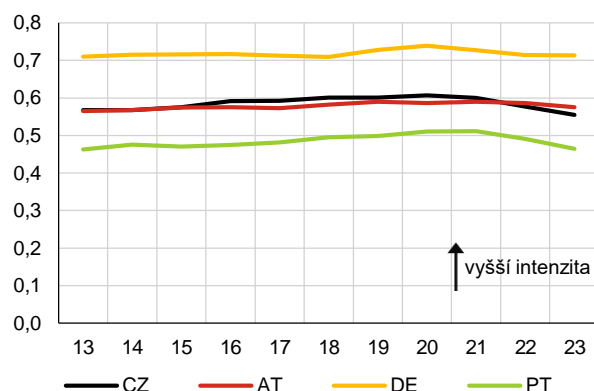


Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.
Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Vysoká intenzita vzájemného vnitroodvětvového obchodu ČR s eurozónou přispívá k podobné reakci obou měnových zón na ekonomické šoky. Její hodnota však v posledních letech poklesla.

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 obratu zahraničního obchodu s eurozónou. Hodnota za rok 2023 odpovídá prvním šesti měsícům roku.

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také vlastnickou provázaností, která je v případě investic z eurozóny v poměru k HDP v ČR i přes loňský pokles rovněž relativně vysoká.

Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP

(v %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	58,6	61,2	62,0	63,1	64,4	63,4	62,3	66,3	67,2	60,5
AT	35,2	36,6	44,5	35,1	39,3	39,8	34,2	36,2	35,9	32,4
DE	27,0	26,3	26,3	26,6	26,7	28,9	29,0	31,0	30,3	29,6
PT	64,6	65,0	63,3	63,3	65,0	61,1	63,2	65,8	65,3	61,0
HU	56,4	56,2	57,2	50,1	46,0	46,4	42,2	42,5	41,2	40,0
PL	39,8	40,0	37,1	39,6	39,8	37,8	37,4	37,5	39,0	34,8
SI	19,6	21,9	23,7	25,6	26,1	27,0	27,0	28,9	27,6	28,6
SK	46,9	44,4	44,9	51,1	49,1	48,3	47,2	47,4	44,2	42,4

Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

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

Investice zemí EU střední a východní Evropy v ekonomikách eurozóny dosahují stále nízkých hodnot, ČR 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 %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	16,5	17,3	18,5	18,0	21,4	20,4	20,6	21,3	21,0	20,2
AT	26,1	30,0	26,1	30,3	31,2	30,4	31,5	25,9	26,3	25,4
DE	27,4	27,7	28,6	29,3	30,7	33,4	35,4	38,7	38,5	38,7
PT	32,2	28,7	28,6	29,3	27,9	25,6	27,0	27,7	25,8	25,1
HU	13,2	14,1	11,1	12,0	11,0	10,7	10,5	13,1	13,4	13,2
PL	8,7	8,6	8,8	8,7	7,3	7,1	6,6	7,0	7,0	6,5
SI	3,7	4,2	4,3	4,7	5,3	5,6	6,5	6,4	6,0	10,7
SK	7,1	6,7	7,8	11,4	8,8	8,5	8,3	10,5	10,4	9,6

Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

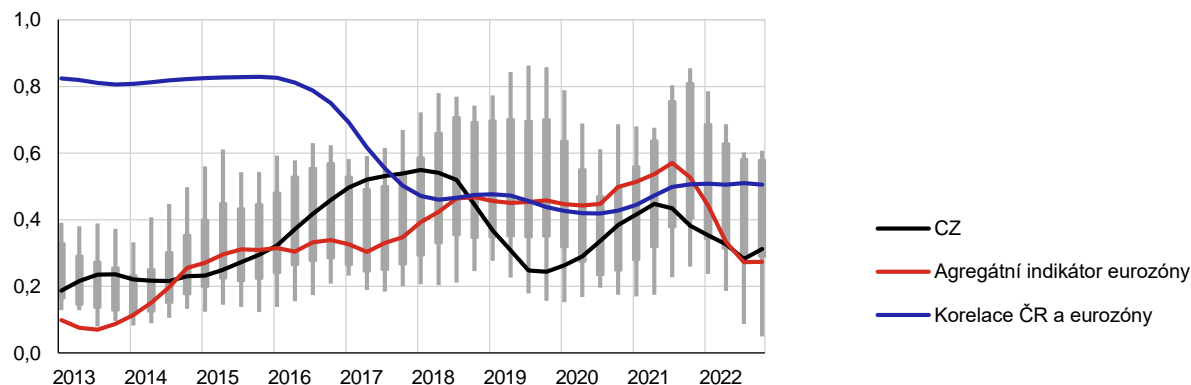
Zdroj: Eurostat, pro Maďarsko národní centrální banka, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SLADĚNOST FINANČNÍHO CYKLU ČR A EUROZÓNY

Pozice eurozóny se ve finančním cyklu snížila obdobně jako pro ČR a korelace jejich pohybu se významně nezměnila.

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.

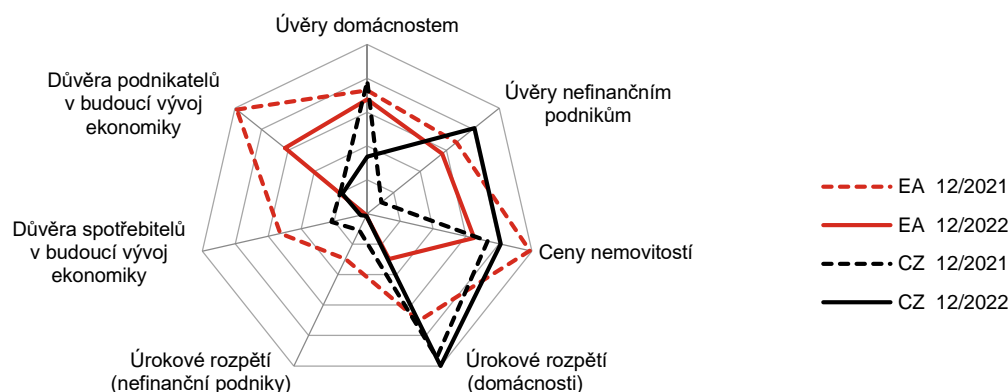
Hodnoty indikátorů od hodnot z dřívějších vydání této publikace se liší z důvodu provedených datových revizí.

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

Jednotlivé proměnné vstupující do indikátoru finančního cyklu vykazují odlišnou dynamiku a brání tak významnému nárůstu ve sladěnosti finančních cyklů.

Jednotlivé příspěvky zjednodušeného indikátoru finančního cyklu



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

Zdroj: ECB, Eurostat, BIS, výpočet ČNB

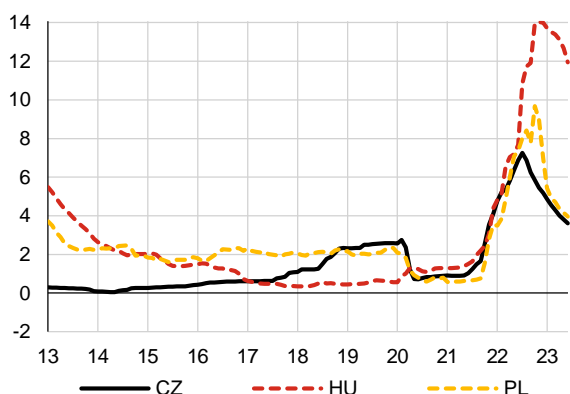
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB K EUROZÓNĚ

Diferenciál mezi krátkodobými sazbami v ČR a eurozóně se od druhé poloviny loňského roku snižoval vlivem razantního zpřísnování měnové politiky ECB. V závěru roku 2022 začala klesat krátkodobá úroková rozpětí i v případě Maďarska a Polska.

Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči 3M EURIBOR

(v procentních bodech)

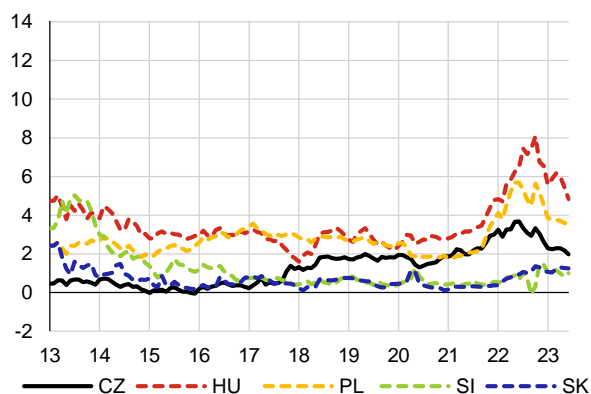


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Snížilo se rovněž rozpětí u dlouhodobých sazeb, a to až na podobnou úroveň jako v roce 2019. Ze tří středoevropských ekonomik s vlastní měnou je dlouhodobý diferenciál ČR vůči eurozóně nejnižší.

Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu

(diferenciál výnosu desetiletého vládního dluhopisu v procentních bodech)

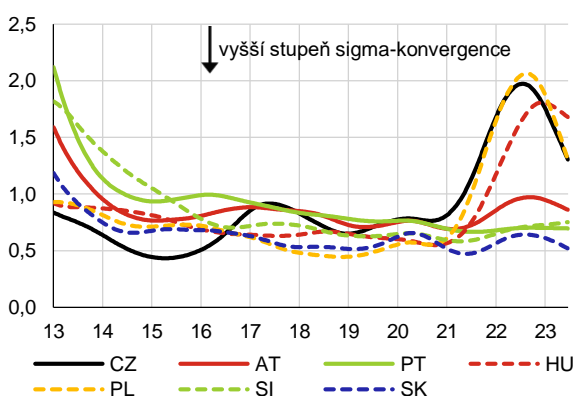


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem se v roce 2023 po předchozím zhoršení navracela směrem k úrovním z minulé dekády.

Stupeň dosažené konvergence vládních dluhopisů ve srovnání s Německem

(sigma-konvergence)



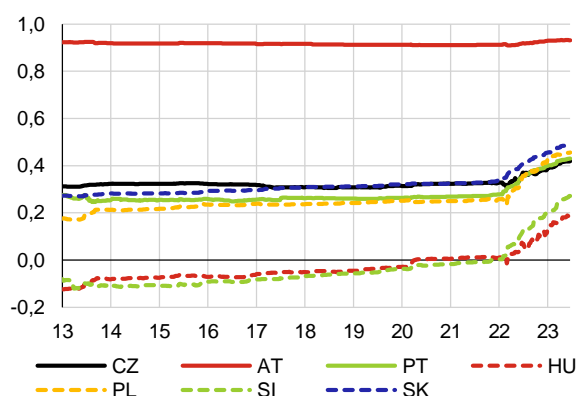
Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na trh vládních dluhopisů zůstává v ČR při srovnání s Německem relativně vysoká a na konci sledovaného období se podobně jako v ostatních 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.

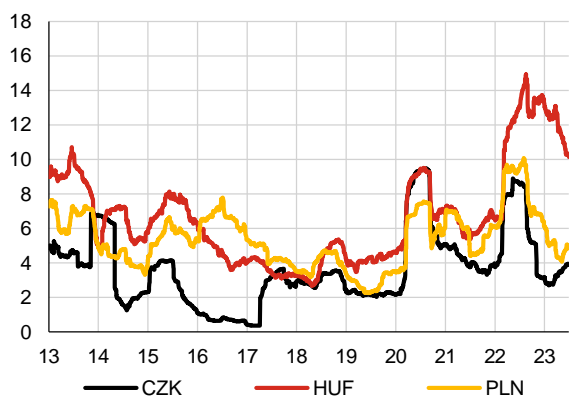
Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ

Uklidnění na finančních trzích a relativní odolnost evropských ekonomik v prvním roce bez dodávek plynu z Ruska přispěly ke stabilizaci kurzů středoevropských měn, a tedy i k poklesu jejich historické volatility.

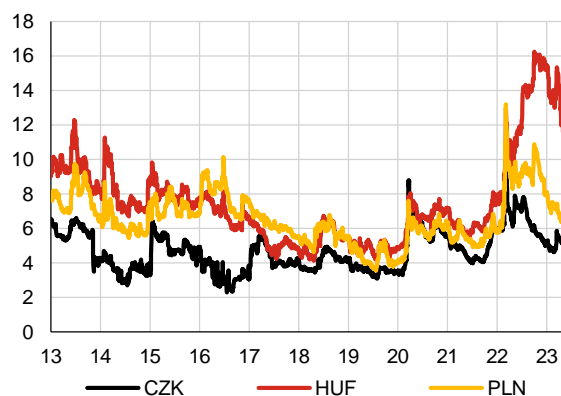
Historická volatilita měnových kurzů k euru
(v %)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Rovněž implikovaná volatilita české koruny zaznamenala korekci a ze středoevropských měn zůstává nejnižší. Oporou koruně byl i intervenční režim ČNB zavedený v květnu 2022.

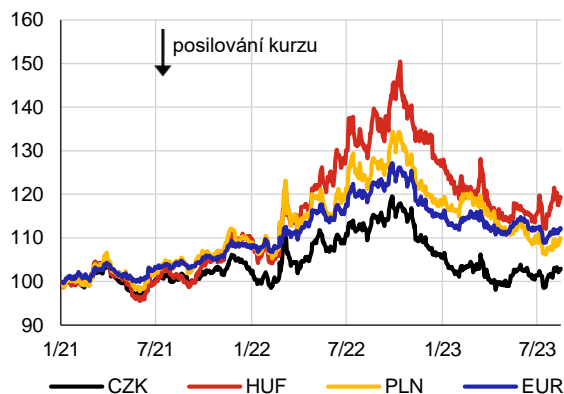
Implikovaná volatilita měnových kurzů k euru
(denní data, očekávaná volatilita kurzů národních měn daná cenami opcí na jednotlivé měny, v %)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

V prvním pololetí 2023 sledované měny vůči dolaru převážně posilovaly.

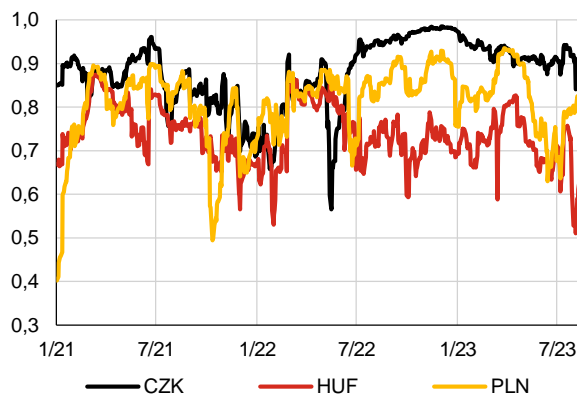
Vývoj kurzů k americkému dolaru
(index, 1. ledna 2021 = 100)



Zdroj: Refinitiv

I přes mírné snížení zůstává korelace vývoje české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru nejvyšší ze sledovaných středoevropských měn. K loňským vysokým hodnotám přispěly intervence ČNB proti oslabování koruny vůči euru.

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.

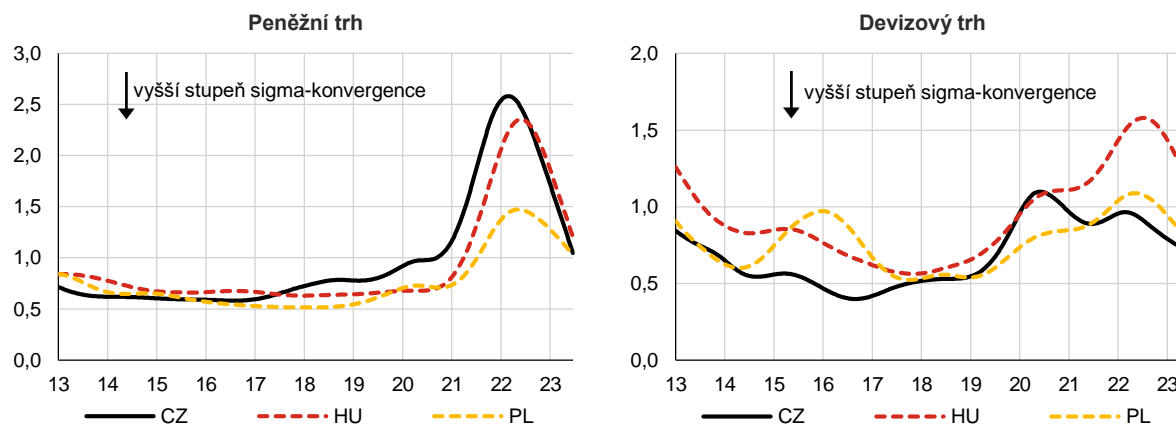
Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SLADĚNOST FINANČNÍCH TRHŮ

Po odeznění koronavirové krize a zklidnění válkou na Ukrajině vyvolané energetické krize došlo k návratu konvergence českého peněžního a devizového trhu s benchmarkovým eurovým trhem.

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

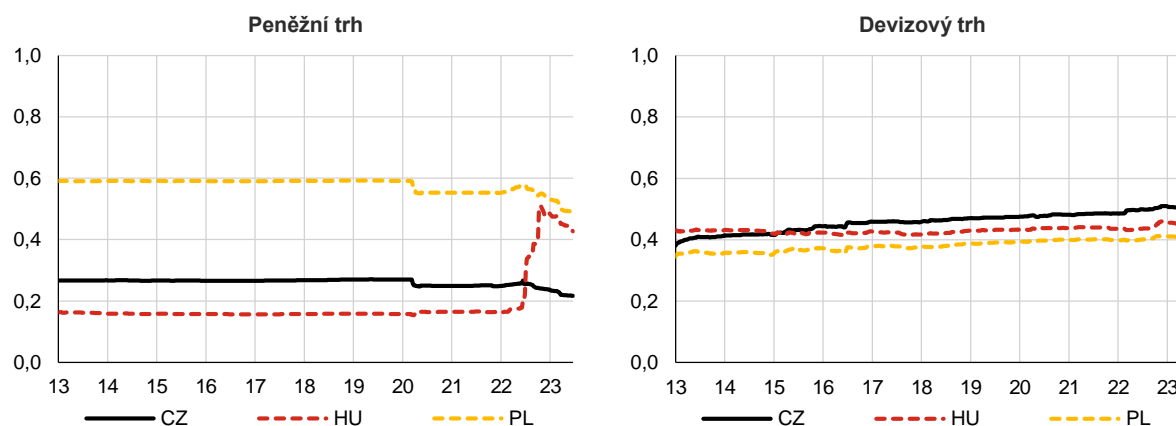


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na peněžní trh v ČR se při srovnání s eurozónou mírně snížila, zatímco v případě devizového trhu se po předchozím mírném zvýšení stabilizovala.

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](#)

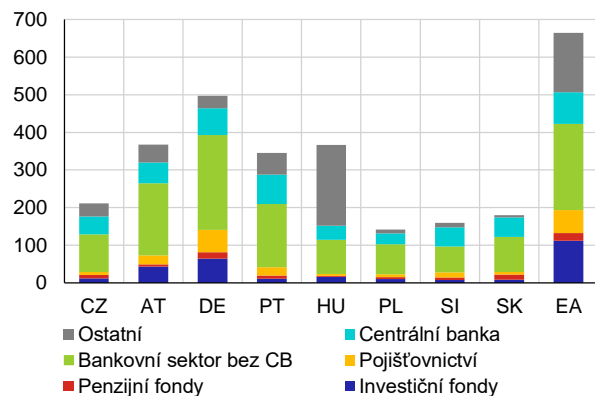
III.1.2 Podobnost transmise měnové politiky

-  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 ČR patří mezi srovnávanými zeměmi spíše k těm menším. Mezi lety 2021 a 2022 se ve všech sledovaných zemích snížila.

Hloubka finančního zprostředkování
(2022, aktiva finančních institucí v % HDP)

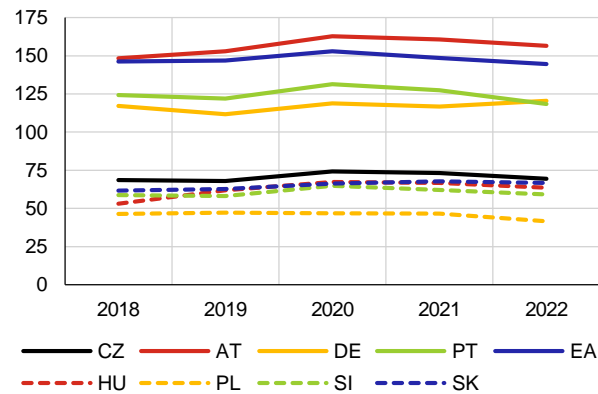


Pozn.: Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Lucemburska, Irska, Nizozemí a Francie jak ve vztahu k jejich HDP, tak v porovnání s celkovými finančními aktivy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

Zdroj: ECB, Eurostat

Zadlužení soukromého sektoru je v ČR oproti průměru eurozóny významně nižší.

Zadlužení soukromého sektoru
(v % HDP)



Pozn.: Jde o úvěry a dluhové cenné papíry nakoupené místními bankami vůči neveřejnému sektoru (bez centrálních bank a vládních institucí).

Zdroj: ECB DWS, Eurostat

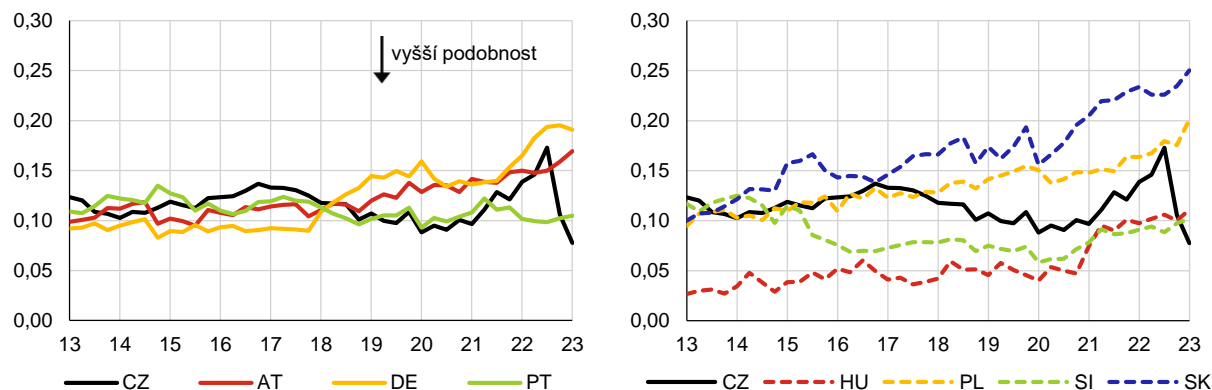
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV A PASIV PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

Podobnost struktury finančních pasiv českých podniků s podniky v eurozóně zůstala ve srovnání se sledovanými zeměmi relativně vysoká. V posledním roce se přechodně snížila v důsledku výrazného výkyvu finančních derivátů nakupovaných energetickými společnostmi, toto zakolísání však bylo bez stálého vlivu na strukturální podobnost českých firem s těmi v eurozóně.

Podobnost struktury finančních pasiv nefinančních podniků s podniky v eurozóně

(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.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

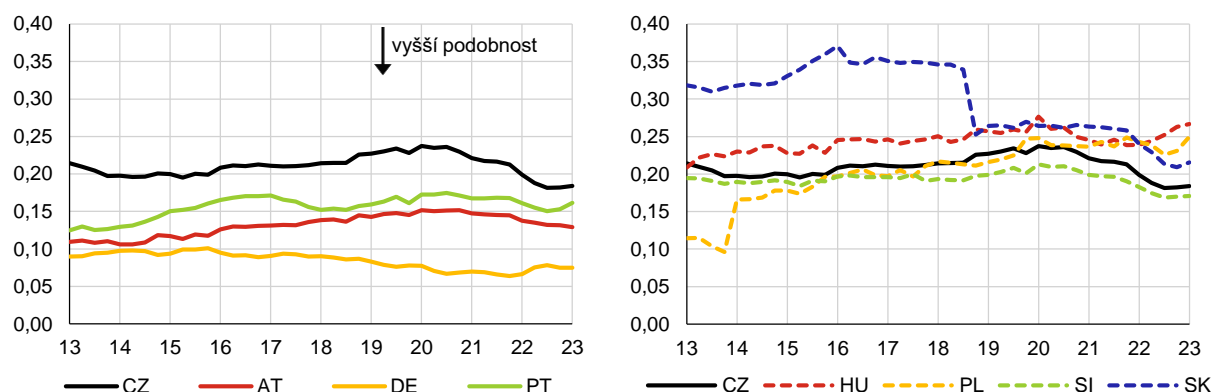
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává i přes pokračující nárůst nadále spíše nízká. Přetrvávající nesoulad spočívá v tom, že české domácnosti preferují držbu hotovosti a vkladů spolu s držbou podílových listů a akcií, zatímco domácnosti v EA investovaly významnou část rozvahy do pojistných a penzijních programů. V posledním roce však podíl účasti a akcií rostl v ČR rychleji než v EA, zatímco podíl pojistných a penzijních programů se v rozvaze domácností EA snížil (při jeho stagnaci u českých domácností), což vedlo k jistému zmírnění nesouladu ve struktuře aktiv domácností.

Podobnost struktury finančních aktiv domácností s domácnostmi eurozóny

(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.

Skok u SK je způsoben metodickou změnou a zpětnou revizí dat pouze do roku 2019.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

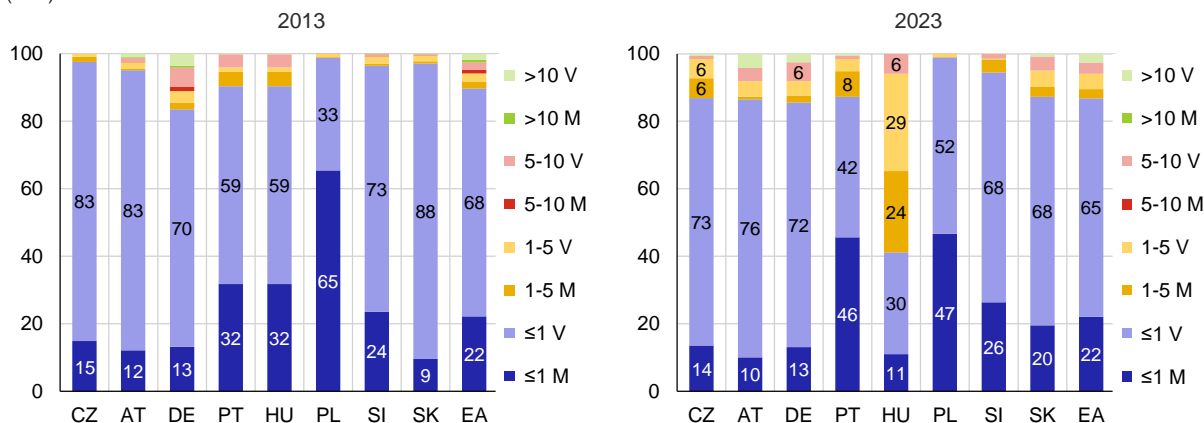
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Struktura úvěrů nefinančním podnikům dle délky fixace úrokové sazby v ČR a v eurozóně zůstává obdobná. V ČR i většině sledovaných zemí eurozóny je většina objemu úvěrů nefinančním podnikům čerpána s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší rychlou transmisí změn měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům.

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. Údaje za rok 2023 jsou k červnu.

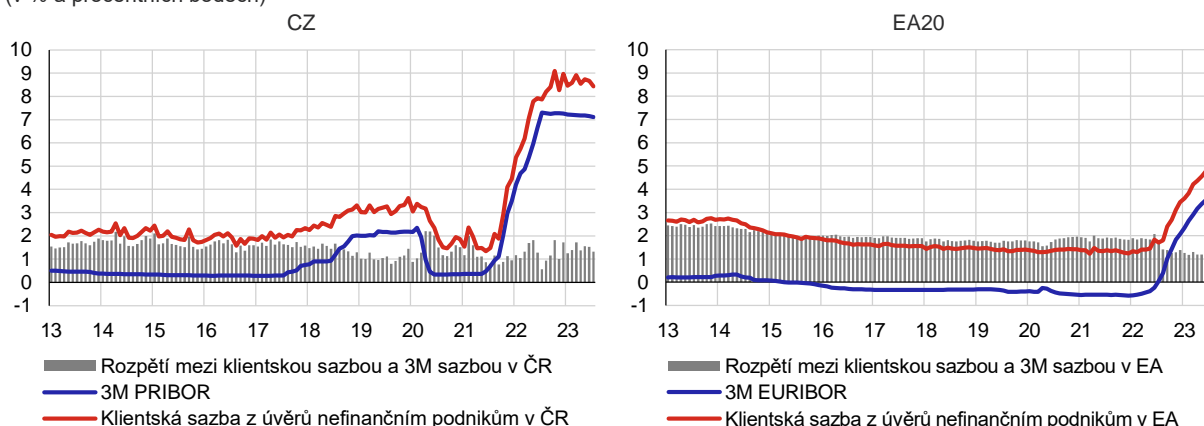
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

Přenos nárůstu měnověpolitických sazeb do clientských sazeb probíhá v ČR i eurozóně nejčastěji skrze tříměsíční sazbu mezibankovního trhu. Přenos nárůstu měnověpolitických sazeb do clientských sazeb tak probíhá ve vysoké míře a s minimálním zpožděním.

Rozpětí clientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a tříměsíční sazby mezibankovního trhu

(v % a procentních bodech)



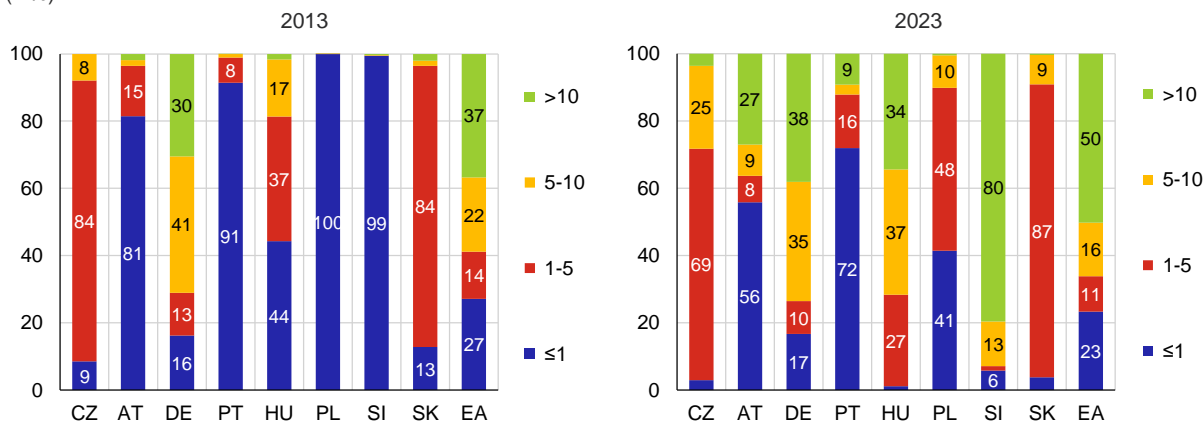
Pozn.: Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

U úvěrů na bydlení se ve většině sledovaných zemí otočil dosavadní trend volby dlouhodobějších fixací. Vlivem zvýšených tržních úrokových sazeb se domácnosti přiklíněly ke kratším fixacím než v předchozích letech. V ČR to znamenalo opětovný příklon k pětiletým fixacím, které nyní dominují. V Rakousku, Německu a eurozóně jako celku to byl odklon od fixací nad 10 let a nárůst podílu flexibilní úrokové sazby či fixace do 1 roku.

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
Údaje za rok 2023 jsou k červnu.

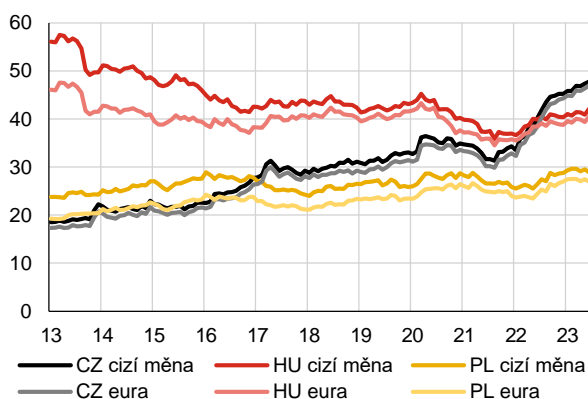
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

SPONTÁNNÍ EUROIZACE

Podíl úvěrů v cizí měně je u českých podniků vyšší než v Polsku a Maďarsku. Intenzita jeho růstu však v posledním roce zvolnila.

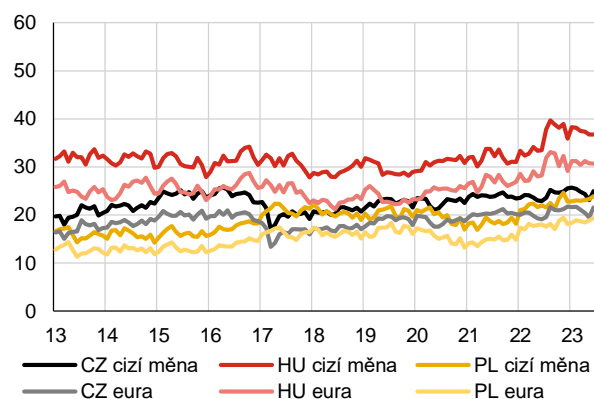
Úvěry nefinančních podniků v cizí měně (podíly na celkových úvěrech podniků u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Podíl vkladů podniků v cizí měně v ČR setrvává poblíž své dlouhodobé úrovně.

Vklady nefinančních podniků v cizí měně (podíly na celkových vkladech podniků u domácích bank, v %)

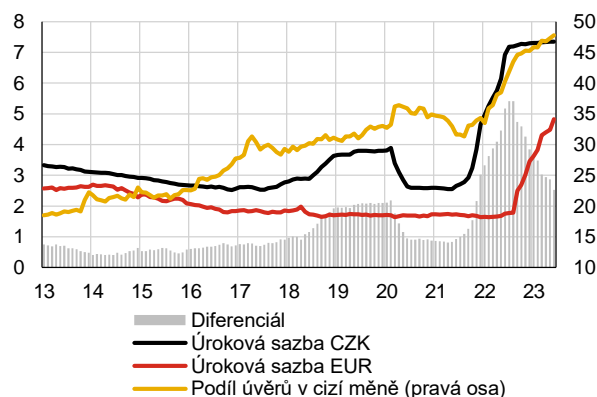


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Ke zmírnění intenzity růstu podílu eurových úvěrů českých podniků přispělo snížení úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb.

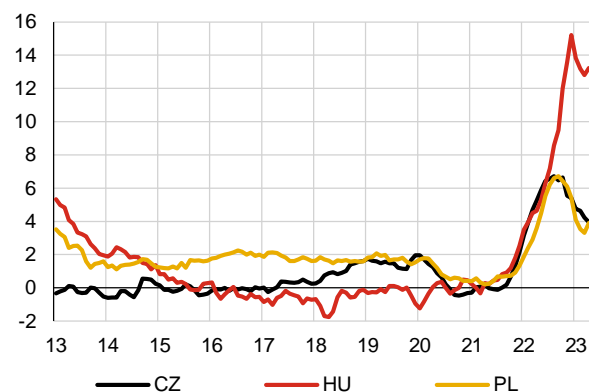
Pokles úrokového diferenciálu byl v průběhu letošního roku zaznamenán ve všech zemích středoevropského regionu mimo eurozónu.

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



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Úrokové diferenciály z úvěrů podniků v domácí měně a eurech (v procentních bodech)



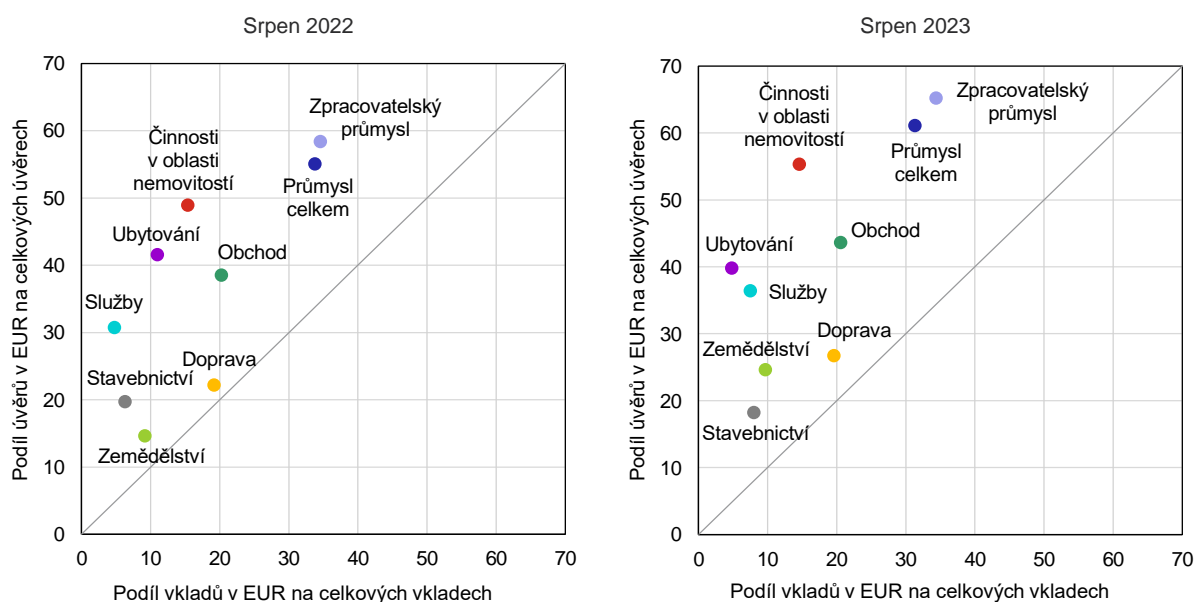
Pozn.: 3M klouzavý průměr. Údaje se týkají nových úvěrů s objemem nad 1 milion EUR s fixací úrokové sazby do 1 roku.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Euroizace české ekonomiky je asymetrická z hlediska úvěrů a vkladů. Vysoký podíl eurových úvěrů je ve zpracovatelském průmyslu (65%) a u činností v oblasti nemovitostí (např. činnosti spojené s nákupními centry, kde jsou nájemní placeny v eurech). Oproti loňskému roku se podíl eurových úvěrů v uvedených odvětvích dále zvýšil, jeho tempo růstu se však zmírnilo. V některých odvětvích se podíl eurových úvěrů po předchozím nárůstu stabilizoval (např. odvětví obchodu).

Úvěry a vklady v eurech dle vybraných odvětví

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



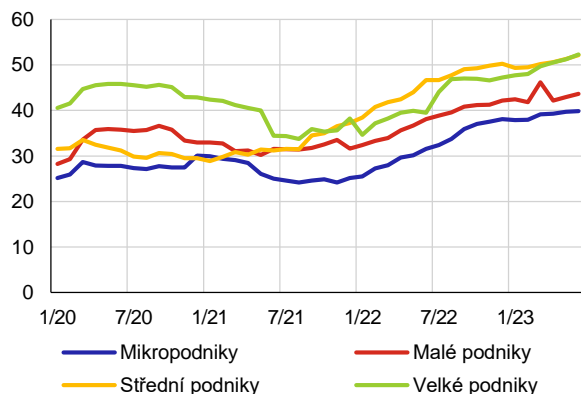
Pozn.: Graf ukazuje vývoj podílů eurových úvěrů v jednotlivých odvětvích v srpnu roku 2023 ve srovnání se srpnem 2022, po němž intenzita zvyšování podílu zvolnila.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Úvěry v eurech nejvíce čerpají velké a střední podniky.

Úvěry v eurech dle velikosti podniků

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

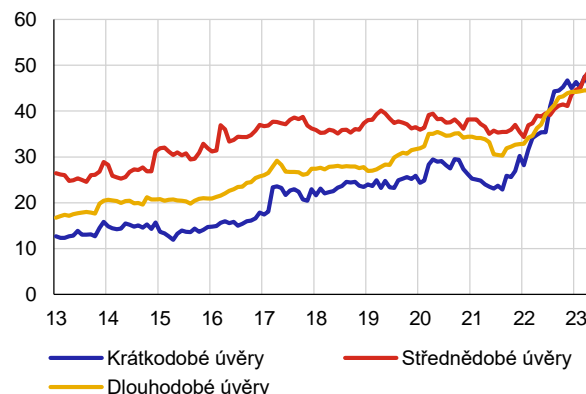


Zdroj: Anacredit ČNB, výpočty ČNB

Z hlediska splatnosti se zmínil růst podílu krátkodobých a dlouhodobých úvěrů v eurech, naopak podíl střednědobých úvěrů se dále zvýšil.

Úvěry podniků v eurech dle splatnosti

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

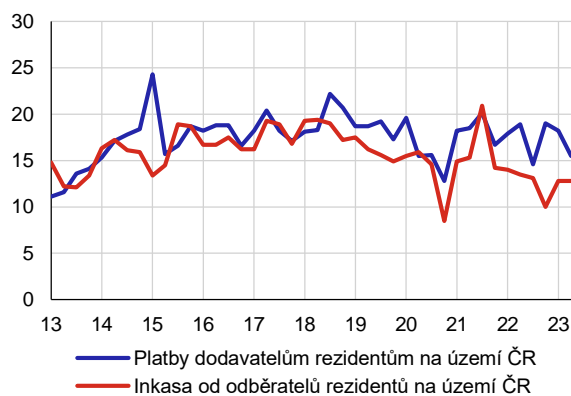


Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Podíl plateb v eurech mezi českými podniky ve vybraných odvětvích setrvává v blízkosti své dlouhodobé úrovně.

Podíly eurových plateb mezi českými podniky

(v %)

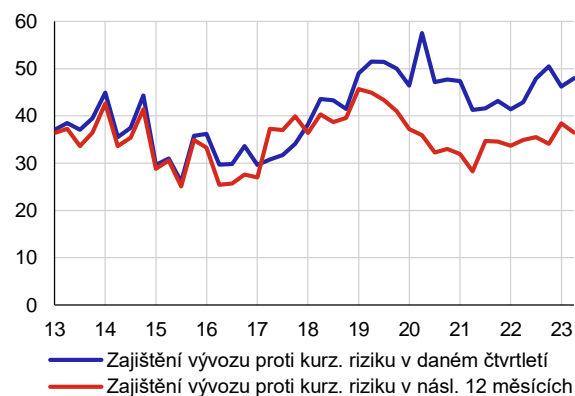


Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Zajištění vývozu proti kurzovému riziku na finančním trhu se za poslední rok zvýšilo. V ročním horizontu je zajištěno zhruba 37 % vývozu a v daném čtvrtletí téměř polovina.

Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku

(v %)

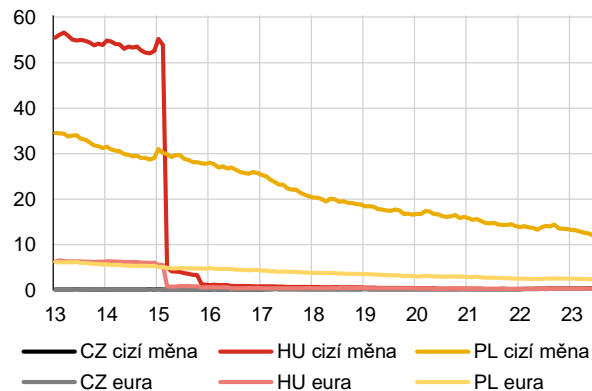


Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Euroizace domácností je v ČR dlouhodobě na velmi nízké úrovni: podíl úvěrů v cizí měně dosahuje 0,4 % a podíl cizoměnových vkladů i přes mírné zvýšení nepřekročil 5 %.

Úvěry domácností v cizí měně

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

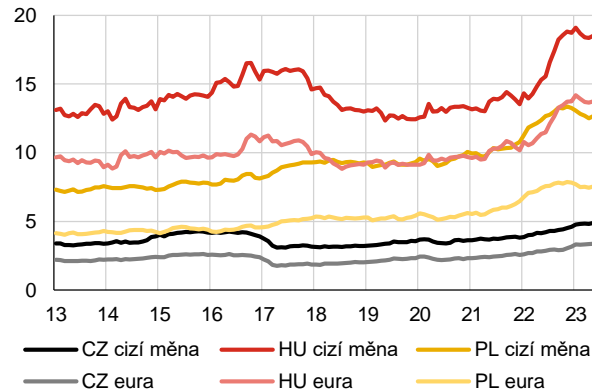


Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 propadl podíl cizoměnových úvěrů až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Vklady domácností v cizí měně

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



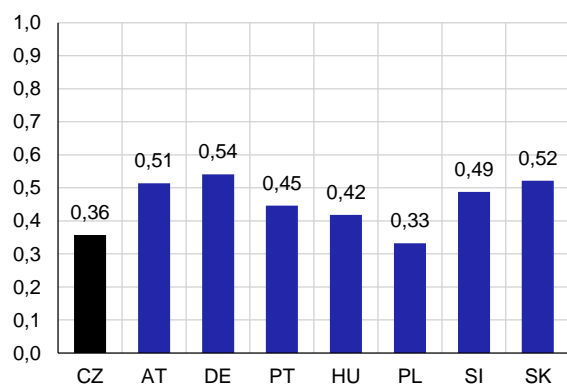
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

INFLAČNÍ PERZISTENCE

Perzistence inflace se ve všech sledovaných zemích snížila, v ČR nadále patří k nejnižším. Rozdíl oproti zemím eurozóny však není výrazný, společná měnová politika by tak měla v tomto ohledu obdobně dopady na inflaci.

Odhad perzistence inflace







Pozn.: Výpočet za období 2013Q1-2023Q2.

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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

III.2 PŘIZPŮSOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

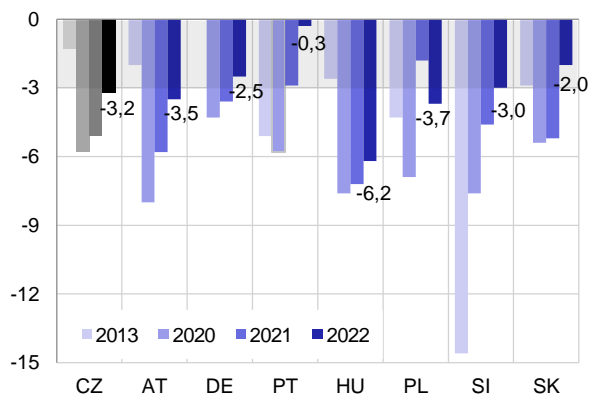
III.2.1 Fiskální politika

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

V souvislosti s odezněním dopadů pandemie se ve většině sledovaných zemí v loňském roce snížil deficit sektoru vládních institucí. V případě ČR schodek přesto překročil hodnotu 3% maastrichtského kritéria. Rychlejší pokles schodku byl zbrzděn přijetím nových opatření souvisejících s energetickou a uprchlickou krizí.

Všechny sledované země s výjimkou ČR v loňském roce zaznamenaly pokles dluhu vládních institucí v poměru k HDP. Výše dluhu v ČR se nicméně nadále drží významně pod úrovní dluhové brzdy i dluhového maastrichtského kritéria.

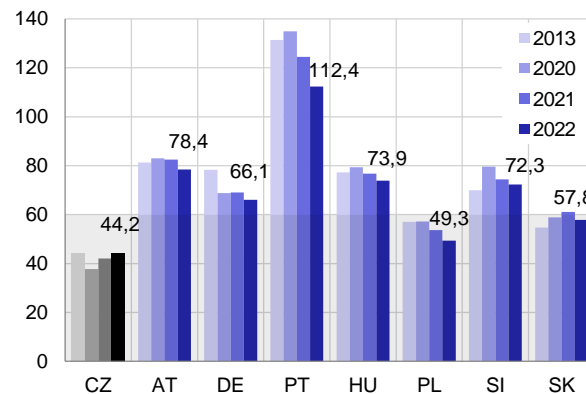
Saldo sektoru vládních institucí
(v % HDP)



Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování maastrichtského kritéria (resp. Paktu o stabilitě a růstu).

Zdroj: Eurostat

Dluh sektoru vládních institucí
(v % HDP)



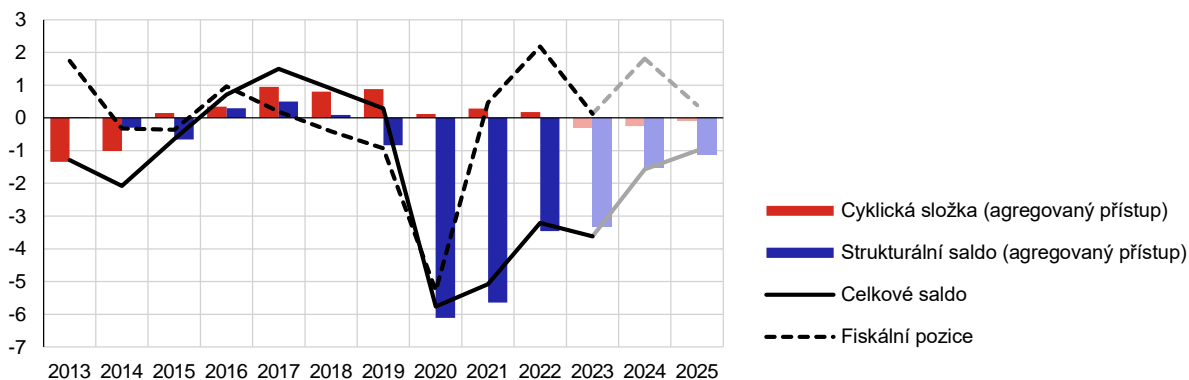
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování maastrichtského kritéria, resp. Paktu o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

Realizace fiskální stabilizační politiky s cílem podpořit domácnosti a firmy v době pandemie covid-19 vedla ke skokovému prohloubení strukturálního schodku českých veřejných financí. Následné přijetí nových fiskálních opatření v souvislosti s uprchlickou a energetickou krizí, stejně jako trvalý nepříznivý efekt některých opatření přijatých v posledních letech, omezilo prostor pro rychlejší návrat strukturálního salda ke střednědobému cíli (MTO).

Saldo sektoru vládních institucí ČR, jeho cyklická a strukturální část a fiskální pozice

(v % HDP a v procentních bodech)



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 (2013-2022), výpočet ČNB (prognóza 2023-2025, rozklad na cyklickou složku a strukturální saldo na celém časovém horizontu)

Celkový deficit hospodaření sektoru vládních institucí po odeznění fiskálních nákladů pandemie a v souvislosti s oživením ekonomiky v roce 2022 téměř ve všech sledovaných zemích včetně ČR významně poklesl, v případě cyklicky očištěného salda nebyl pokles tak výrazný.

Saldo sektoru vládních institucí, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	Celkové saldo						Cyklicky očištěné saldo					
	2013	2021	2022	2023	2024	2025	2013	2021	2022	2023	2024	2025
CZ	-1,3	-5,1	-3,2	-3,8	-2,4	-1,8	-0,2	-4,8	-3,1	-2,9	-1,5	-1,5
AT	-2,0	-5,8	-3,5	-2,6	-2,4	-2,2	-1,4	-4,5	-4,2	-2,3	-2,1	-2,1
DE	0,0	-3,6	-2,5	-2,2	-1,6	-1,3	0,5	-3,1	-2,6	-1,7	-1,1	-1,0
PT	-5,1	-2,9	-0,3	0,8	0,1	0,0	-2,8	-1,1	-1,0	0,0	-0,3	-0,3
HU	-2,6	-7,2	-6,2	-5,8	-4,3	-3,8	-1,1	-6,9	-6,6	-4,8	-3,5	-3,5
PL	-4,3	-1,8	-3,7	-5,8	-4,6	-3,9	-3,2	-2,2	-4,4	-5,3	-4,0	-3,5
SI	-14,6	-4,6	-3,0	-3,7	-3,3	-2,9	-10,9	-6,1	-4,5	-4,4	-3,6	-3,2
SK	-2,9	-5,2	-2,0	-5,7	-6,5	-6,8	-1,6	-5,3	-2,2	-5,6	-6,3	-6,7
EA	-3,1	-5,2	-3,6	-3,2	-2,8	-2,7	-1,2	-4,5	-4,0	-3,2	-2,8	-2,8
CZ *)	-1,3	-5,1	-3,2	-3,6	-1,6	-1,0	0,1	-5,4	-3,4	-3,3	-1,3	-0,9

Pozn.: *) Celkové saldo: do roku 2022 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (podzim 2023); pro roky 2023 až 2025 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o měnové politice - podzim 2023. Cyklicky očištěné saldo je vypočteno dle agregovaného přístupu.

Zdroj: Evropská komise (2023a, 2023b), ČNB (2023b)

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
(2022, v % HDP)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
Celkové příjmy	41,4	49,6	47,0	43,8	42,6	40,2	44,1	40,2	46,9
daně	19,2	28,2	24,6	25,6	25,0	21,4	21,3	20,0	26,7
sociální pojištění	16,0	15,2	17,2	12,2	9,9	13,7	16,3	14,9	14,8
Celkové výdaje	44,6	53,2	49,5	44,1	48,8	43,9	47,2	42,3	50,5
náhrady zaměstnancům	10,2	10,4	7,9	10,7	10,3	9,8	11,4	10,6	9,9
mezispotřeba	5,8	7,2	6,1	5,5	8,6	6,4	6,6	6,0	5,9
sociální dávky	13,8	18,2	16,0	16,5	10,4	15,0	16,0	14,5	16,7
hrubá tvorba fixního kapitálu	4,7	3,4	2,6	2,4	5,4	4,1	5,4	3,0	3,0
dluhová služba	1,1	0,9	0,7	1,9	2,8	1,5	1,1	1,0	1,7

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 %)

	2013	2015	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	58,2	54,2	57,0	55,0	52,6	51,0	51,4	54,2	53,8	63,4
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	17,5	17,5	20,2	20,6	20,9	20,6	21,6	20,3	19,6	15,1
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	62,5	57,0	57,3	54,9	53,6	63,7	65,9	66,2	62,0	71,7
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	18,8	18,4	20,3	20,6	21,3	25,8	27,7	24,9	22,6	17,0

Pozn.: Pro roky 2013-2022 skutečnost, pro roky 2023-2024 předpoklady státního rozpočtu.

Od roku 2024 dochází k metodické změně v klasifikaci výdajů kapitoly Ministerstva obrany. V návaznosti na zákonné ukotvení povinnosti rozpočtovat výdaje na obranu státu v minimální výši 2 % HDP jsou tyto výdaje nově přesunuty z kategorie quasi mandatorních výdajů do kategorie mandatorních výdajů.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2023)

V roce 2022 v ČR významně vzrostl podíl nákladů na dluhovou službu vůči HDP v důsledku nárůstu dluhu vládních institucí a výrazného zvýšení výnosů státních dluhopisů na finančních trzích. V porovnání se sledovanými zeměmi a průměrem eurozóny se ČR přesto stále řadí k zemím s nižším podílem.

Dluhová služba

(odhad Evropské komise, v % HDP)

	2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CZ	1,3	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	1,1	1,3	1,4	1,3
AT	2,6	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4
DE	1,8	1,0	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9
PT	4,8	3,8	3,4	3,0	2,9	2,4	1,9	2,0	2,2	2,3
HU	4,5	2,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,8	4,4	4,4	4,2
PL	2,6	1,6	1,4	1,4	1,3	1,1	1,5	2,1	2,2	2,3
SI	2,5	2,5	2,0	1,7	1,6	1,2	1,1	1,3	1,3	1,4
SK	1,9	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2	1,3
EA	2,8	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,7	1,9	2,0

Zdroj: Evropská komise (2023b)

Úpravy českého důchodového systému v posledních letech přispěly ke zhoršení již tak nepříznivého výhledu v oblasti dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí. Letos schválená novela zákona o důchodovém pojištění a dodatečné návrhy tzv. důchodové reformy si kladou za cíl tento nepříznivý vývoj zvrátit.

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 úpravy důchodového systému zhoršující udržitelnost veřejných financí, patřily: změna v pravidelném zvyšování starobních důchodů (od roku 2018 se při stanovení částky zvýšení důchodů zohledňovala 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), nadstandardní, tj. vyšší než minimální zákonná, valorizace důchodů v posledních letech a od roku 2023 zvýšení důchodů o tzv. výchovné.








Novela zákona o důchodovém pojištění snižuje váhu růstu reálných mezd ve valorizačním vzorci opět na jednu třetinu, plně přechází ve valorizačním vzorci na CPI pro domácnosti důchodců, upravuje mimořádné valorizace a zpřísňuje předčasný důchod. Nad rámec této novely je v rámci tzv. důchodové reformy diskutován přechod na posuvnou hranici odchodu do důchodu v závislosti na očekávané délce dožití, společný vyměřovací základ manželů nebo vyšší minimální odvody pro OSVČ.

Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Evropská komise (2021)

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

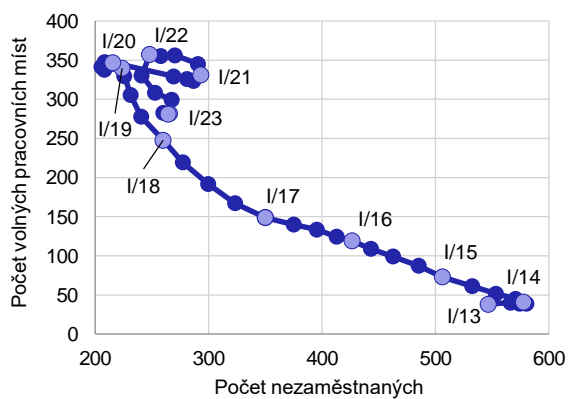
III.2.2 Trh práce a produktů

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

Koronavirová krize ukončila trend poklesu počtu nezaměstnaných a růstu počtu volných pracovních míst. V posledních letech se počet nezaměstnaných pohybuje v pásmu mezi 200 a 300 tisíci, zatímco počet volných pracovních míst postupně klesá. Stále však mírně převyšuje počet uchazečů o zaměstnání.

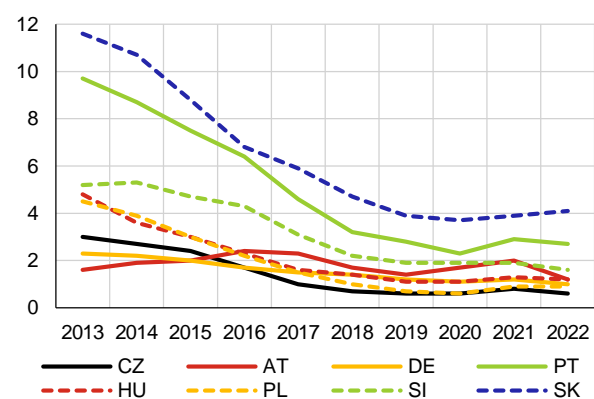
Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v ČR se po mírném nárůstu v roce 2021 vrátila ke své předpandemické hodnotě a v rámci sledovaných zemí zůstává nejnižší.

Beveridgeova křivka
(v tisících)



Zdroj: MPSV, výpočet ČNB

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti
(v %)



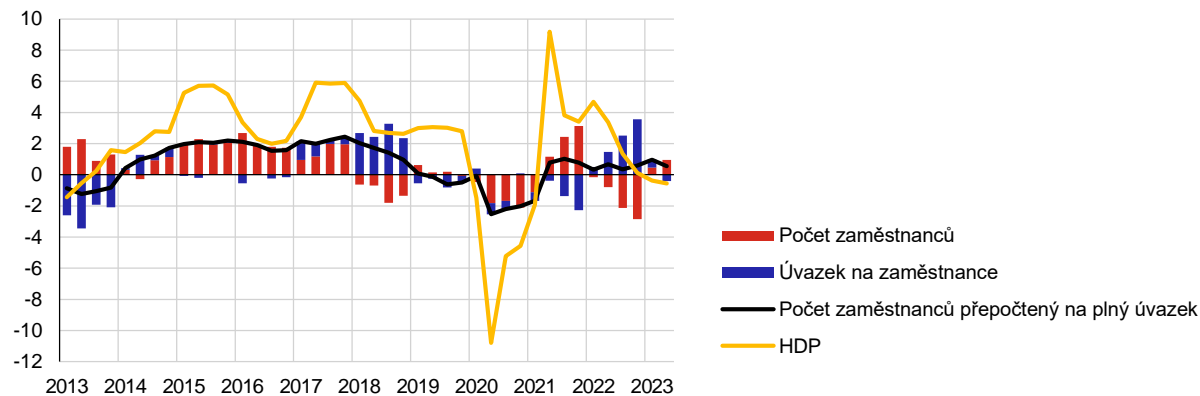
Pozn.: Podíl osob bez práce dvanáct a více měsíců a pracovní síly (dle metodiky ILO).

Zdroj: Eurostat

Po letech příznivého ekonomického vývoje, kdy počet zaměstnanců přepočtený na plný úvazek rostl, začal s příchodem koronavirové krize počet zaměstnanců i průměrný úvazek na zaměstnance klesat. Během roku 2021 se růst přepočteného počtu zaměstnanců obnovil a solidně rostl i během prvního pololetí letošního roku, kdy se dynamika HDP již překlopila do záporu.

Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

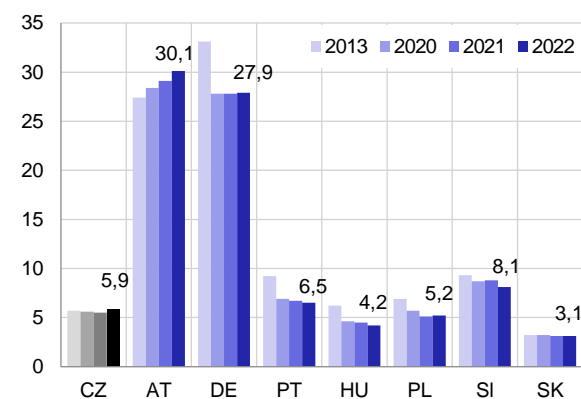


Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB

V ČR v loňském roce nepatrně vzrostl podíl zaměstnaných na kratší pracovní dobu, nadále však výrazně zaostává za hodnotami Rakouska a Německa.

Zaměstnaní na kratší pracovní dobu

(v %)

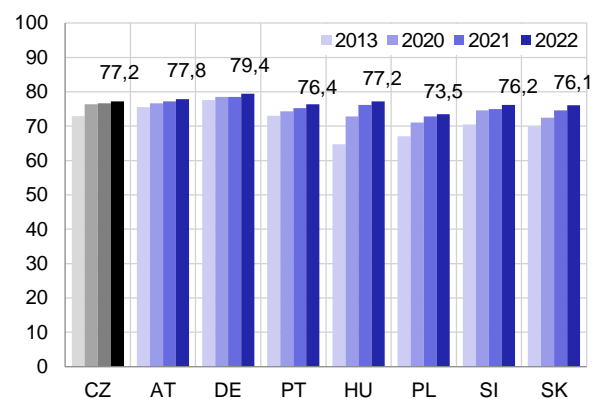


Zdroj: Eurostat

Míra ekonomické aktivity populace je v ČR relativně vysoká a v posledních letech mírně roste. Nadále však přetrvává nízká participace žen v nižším středním věku, která souvisí s dlouhou rodičovskou dovolenou a nízkým podílem částečných úvazků.⁶⁰

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)

⁶⁰ Viz Graf 4 v tematické kapitole [Trh práce pod lupou](#) těchto Analýz sladění.

Rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR patří mezi sledovanými zeměmi ke středně velkým. Během koronavirové krize se rozdíly významně snížily, od roku 2021 ale opět rostou a loni se již dostaly na předcovidovou úroveň.

Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

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

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.

Některé údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat (LFS)

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

Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

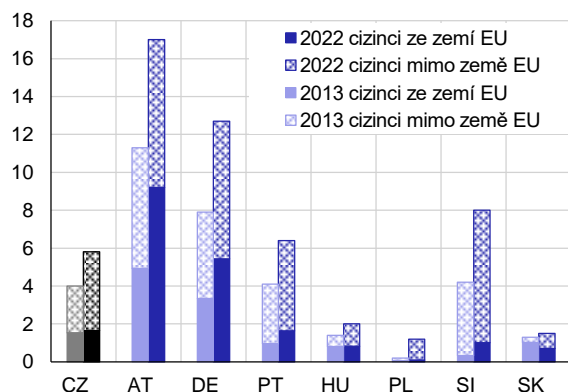
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	22	23	23	24	23	23	23	22	24	23
AT	39	40	43	44	42	41	40	40	41	44
DE	48	49	53	54	48	48	47	45	46	-
HU	19	22	22	26	27	29	29	27	32	30
PL	11	11	10	10	11	12	12	11	12	-
SI	55	55	53	54	54	50	47	67	53	62
SK	16	17	17	18	18	18	18	16	17	19

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 2022 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 předpokládat, že se v datech za letošní rok projeví příchod ukrajinských válečných uprchlíků.

Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci
(v %)

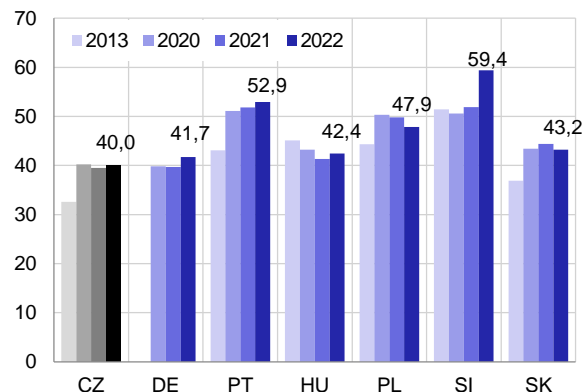


Pozn.: Pro výpočet jsou použita data obsahující stav populace k 1. lednu daného roku. Z tohoto důvodu nejsou v roce 2022 zahrnuti ukrajinskí váleční uprchlíci a v datech se projeví až v roce 2023.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Poměr minimální mzdy vůči průměrné mzdě se v ČR drží od roku 2020 na hodnotách okolo 40 % a měl by zde setrvat i letos. Stále se tak bude nacházet pod úrovní ostatních sledovaných zemí.

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 nebyla do roku 2014 minimální mzda na národní úrovni definována; byla zavedena od ledna 2015.

Zdroj: Eurostat

Celkové zdanění práce bylo v ČR do roku 2020 relativně vysoké, v roce 2021 se ale po provedení daňových změn výrazně snížilo. Mezi sledovanými zeměmi tak nyní patří k nejnižším.

Celkové zdanění práce
(v %)

	100 % průměrné mzdy						67 % průměrné mzdy					
	2013	2018	2019	2020	2021	2022	2013	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	42,4	43,7	44,0	44,1	40,0	39,8	39,4	41,4	41,7	41,9	37,7	37,4
AT	49,2	47,6	47,9	47,5	47,8	46,8	44,6	43,3	43,6	42,9	43,3	41,9
DE	49,3	49,5	49,3	48,8	48,1	47,9	45,1	45,3	45,2	44,7	44,3	43,7
PT	41,4	40,9	41,4	41,5	41,9	41,9	34,8	35,2	35,0	34,1	34,2	31,3
HU	49,0	45,0	44,6	43,6	43,2	41,2	49,0	45,0	44,6	43,6	43,2	41,2
PL	35,6	35,8	35,6	34,8	34,9	33,6	35,2	36,7	37,1	37,3	37,6	38,0
SI	42,4	43,2	43,5	43,2	43,5	42,8	38,5	39,8	40,3	40,2	40,4	39,7
SK	41,3	41,9	41,9	41,3	41,5	41,6	38,7	39,7	39,7	39,0	39,2	39,5

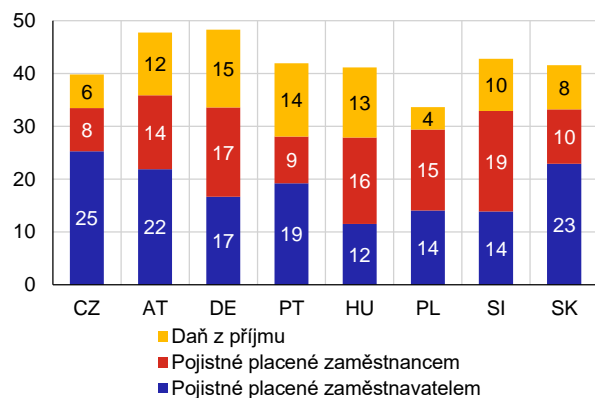
Pozn.: Daň z příjmu a odvody placené zaměstnanci a zaměstnavateli jako podíl na celkových nákladech práce v %. Údaje za zaměstnance (jednotlivci bez dětí) pobírající 100 % (levá část tabulky) a 67 % (pravá část tabulky) průměrné mzdy.

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 ČR přispívá zejména vysoké pojistné placené zaměstnavatelem. Příspěvek daně z příjmu patří díky zrušení tzv. superhrubé mzdy k nejnižším mezi sledovanými zeměmi.

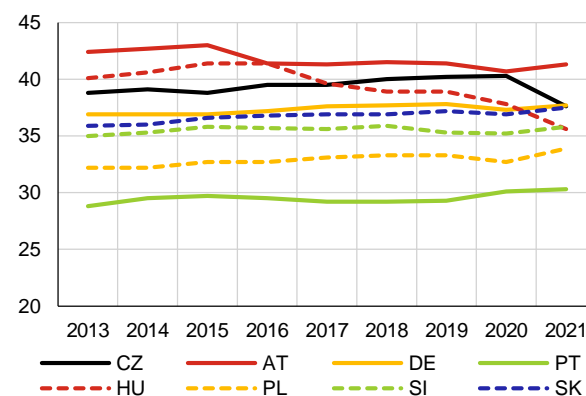
Složky zdanění práce
(2022, v % z průměrné mzdy)



Zdroj: OECD

Před snížením daně z příjmu patřila celková implicitní míra zdanění práce v ČR mezi sledovanými zeměmi k těm nejvyšším. V roce 2021 klesla zhruba na úroveň Německa.

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

Daňové změny v roce 2021 vedly k mírnému zlepšení hodnoty ukazatele pasti nezaměstnanosti, nastavení českého daňového a sociálního systému tak vede v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi k relativně silné motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání.

Past nezaměstnanosti
(v %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	71,6	71,7	71,8	72,0	72,3	72,5	72,7	72,8	70,8	70,7
AT	74,6	74,3	73,9	72,0	72,1	71,7	71,2	70,5	70,2	69,6
DE	73,0	73,1	73,1	73,3	73,3	73,2	73,2	73,0	72,8	72,8
PT	79,9	79,8	80,3	80,3	80,4	80,4	80,6	80,6	80,7	80,8
HU	78,8	78,6	78,4	78,1	78,5	78,5	77,1	76,4	73,3	76,0
PL	80,4	78,9	78,0	77,2	75,6	74,6	73,5	71,4	76,1	74,5
SI	89,8	89,7	89,7	89,7	91,0	91,7	91,6	90,0	86,9	83,9
SK	69,6	69,8	70,0	70,3	70,7	71,1	70,2	70,5	71,0	71,5

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 ze 67 % na 100 % průměru je do veřejných rozpočtů vlivem nastavení daňového a sociálního systému odvedena přibližně pětina dodatečného hrubého výdělku, což je výrazně méně než v předchozích letech. Mezi sledovanými zeměmi je tato hodnota nejnižší.

Past nízké mzdy

(v %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	43,0	41,3	38,4	39,0	41,1	47,3	46,2	45,8	34,4	20,8
AT	58,4	57,2	55,7	48,8	48,4	46,9	44,5	44,7	45,1	44,0
DE	49,2	47,9	46,6	55,1	53,8	51,3	49,6	57,8	55,6	54,8
PT	26,6	25,5	25,5	24,0	25,9	27,2	28,3	29,6	30,5	31,4
HU	22,9	25,9	25,9	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
PL	46,7	47,4	53,4	54,6	54,4	86,6	91,5	59,0	58,6	39,7
SI	49,7	49,8	36,7	33,2	35,4	38,7	67,8	65,6	55,3	47,1
SK	21,5	22,5	23,4	24,5	26,0	27,9	28,2	27,0	28,8	29,9

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)

Při přechodu z neaktivity do zaměstnání se mzdou na úrovni 67 % průměru je přibližně třetina dodatečného hrubého výdělku odvedena do veřejných rozpočtů, což patří v rámci sledovaných zemí k průměru.

Past neaktivity

(v %)

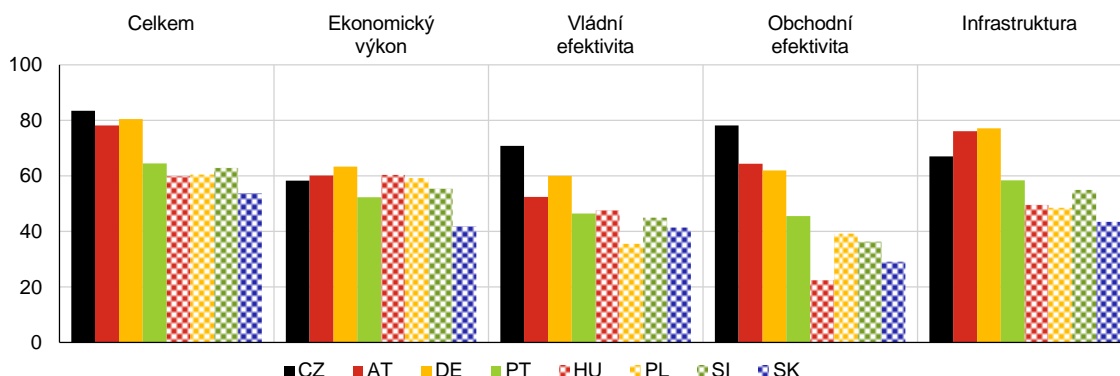
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CZ	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	25,0	33,2
AT	30,8	31,1	31,4	28,4	28,7	29,1	20,5	19,7	20,4	19,3
DE	45,8	46,0	46,1	46,1	46,1	46,1	45,2	45,0	43,8	43,8
PT	34,4	34,5	29,5	35,0	34,9	32,5	33,2	32,1	32,9	32,4
HU	34,5	34,5	34,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
PL	37,0	37,0	37,1	55,9	54,7	37,2	33,4	31,9	31,9	34,7
SI	50,9	50,7	57,0	57,5	57,6	55,2	52,4	51,6	50,9	52,6
SK	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	28,7	29,1	29,1	29,1

Pozn.: Past neaktivity měří podíl z dodatečných hrubých výdělků, který je odveden do veřejných rozpočtů v důsledku kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí dávek při návratu z ekonomické neaktivity do zaměstnání. Jedná se o modelový příklad osoby se mzdou na úrovni 67 % průměrné mzdy žijící s partnerem/partnerkou pobírající 100 % průměrné mzdy a se dvěma dětmi. Tato konfigurace se snaží co nejvíce přiblížit osobě, která se vrací do zaměstnání z mateřské/rodičovské dovolené, statistika má tedy aproximovat tzv. past mateřské. Věk dětí je ale neznámý, proto se nemusí jednat čistě o rodiče po mateřské/rodičovské dovolené.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

V mezinárodním srovnání podle ukazatele IMD World Competitiveness Booklet se ČR v oblasti konkurenceschopnosti oproti minulému roku zlepšila a drží se na úrovni Německa a Rakouska.

World Competitiveness Booklet – celkový index a hlavní oblasti hodnocení konkurenceschopnosti (2023)

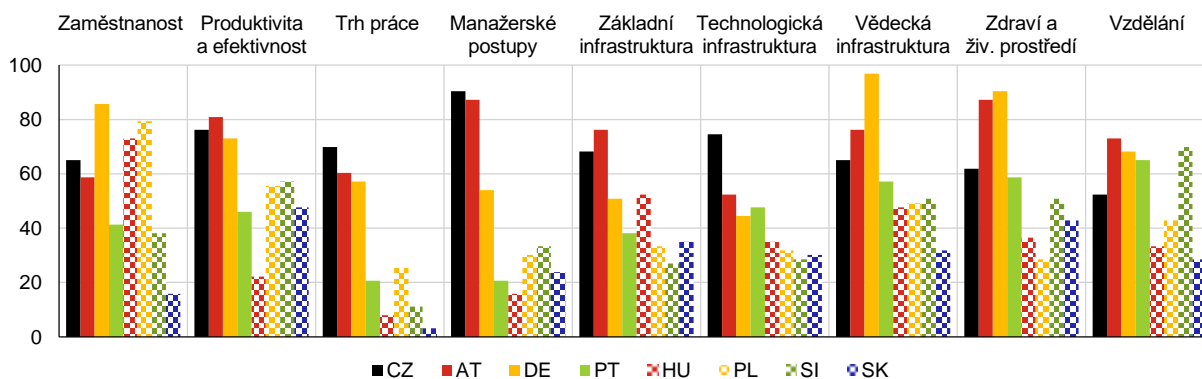


Pozn.: Vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Zobrazeny jsou hodnoty oficiálního skóre od vydavatele, přičemž celkový index je normován na škálu 0-100 (je tedy vyšší než průměrné skóre jednotlivých čtyř oblastí).

Zdroj: International Institute for Management Development (2023)

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

World Competitiveness Booklet – vybrané podoblasti (2023)







Pozn.: Skóre pro každou podoblast je odvozeno z pořadí země v šetření z 64 zemí a normováno na škálu 0-100, vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. (Hodnota 100 znamená 1. místo, hodnota 0 znamená 64. místo).

Zdroj: International Institute for Management Development (2023), výpočet ČNB

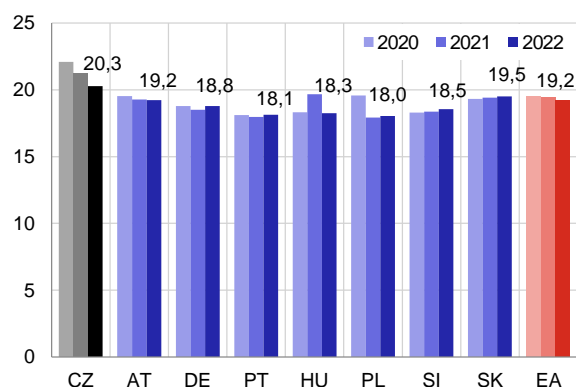
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

III.2.3 Bankovní sektor

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko

Celkový kapitálový poměr bankovního sektoru ČR nadále převyšuje ostatní sledované země a značí vysokou odolnost.

Celkový kapitálový poměr
(v %)

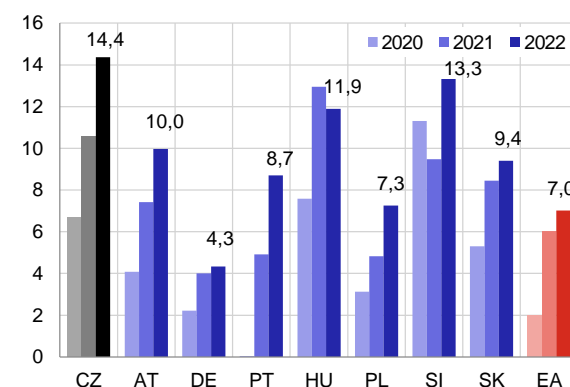


Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu bank k jejich rizikově váženým aktivům.

Zdroj: ECB

Rentabilita kapitálu se ve všech sledovaných zemích kromě Maďarska zvýšila, přičemž v ČR dosahuje nejvyšších hodnot.

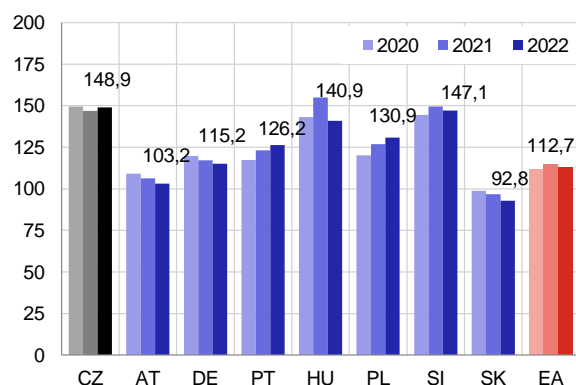
Rentabilita kapitálu (RoE)
(v %)



Zdroj: ECB

Likviditní pozice domácího bankovního sektoru zůstává díky vysokému podílu likvidních aktiv a stabilním zdrojům financování robustní.

Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům
(v %)

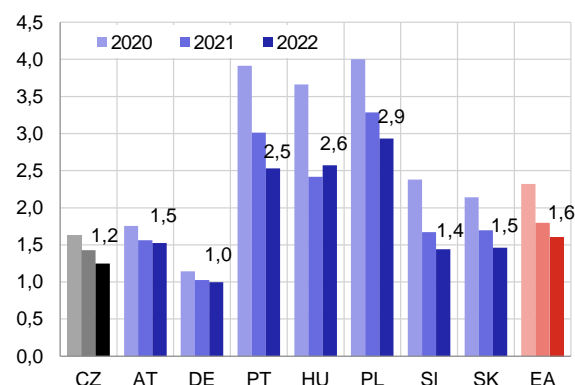


Pozn.: Vklady/úvěry rezidentům.

Zdroj: ECB

Podíl úvěrů se selháním se (s výjimkou Maďarska) napříč zeměmi snížil, ČR patří k zemím s nižším podílem.







Úvěry se selháním
(v % z celkových bankovních úvěrů)



Zdroj: ECB

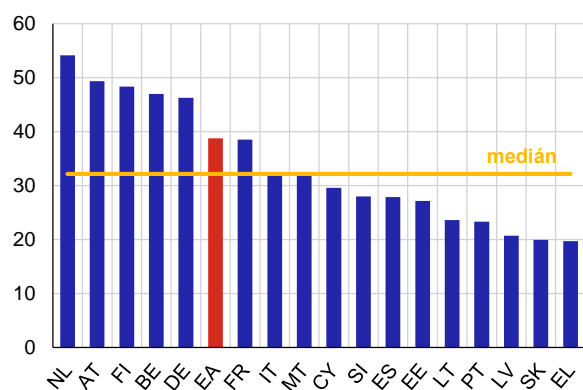
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

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

Různorodá výkonnost ekonomik zůstává i kvůli šokům z předešlých let napříč zeměmi eurozóny citelná, ...

HDP na obyvatele v zemích eurozóny
(2022, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

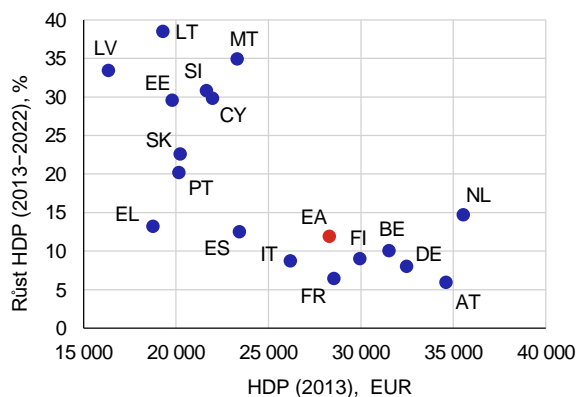


Pozn.: Irsko a Lucembursko nejsou ani v jednom z grafů uvedeny z důvodů mnoha specifik tamních ekonomik, která vedou k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

... u nejnovějších a relativně méně rozvinutých ekonomik je nicméně nadále patrný proces reálné konvergence.

Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny

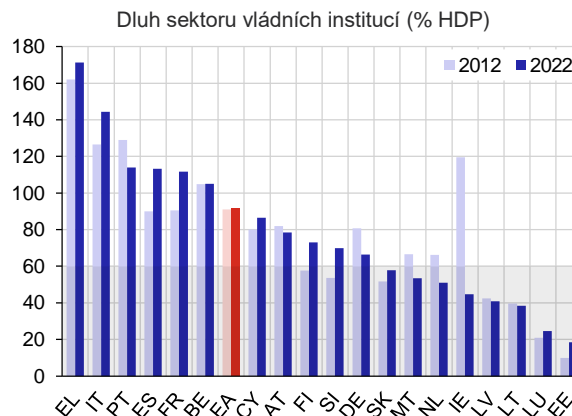
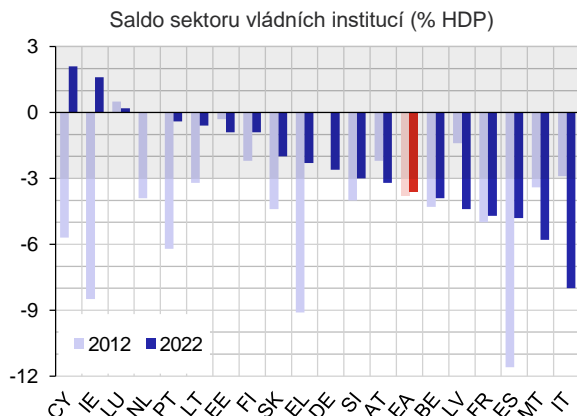


Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergenci). Na vodorovné ose je HDP na obyvatele v paritě kupní síly (PPS) a na svislé růst reálného HDP.

Zdroj: Eurostat

Pro většinu zemí eurozóny se v roce 2022 v důsledku ukončení pandemických opatření snížil poměr schodku veřejného sektoru k HDP. Další šok v podobě války na Ukrajině a s ní související růst cen energií si však vyžádaly zavedení nových podpůrných opatření fiskální politiky. Vládní dluh v poměru k HDP tak zůstává obecně vysoký, především u zemí jižního křídla eurozóny, jako tomu bylo i v minulosti.

Vývoj fiskální situace zemí eurozóny



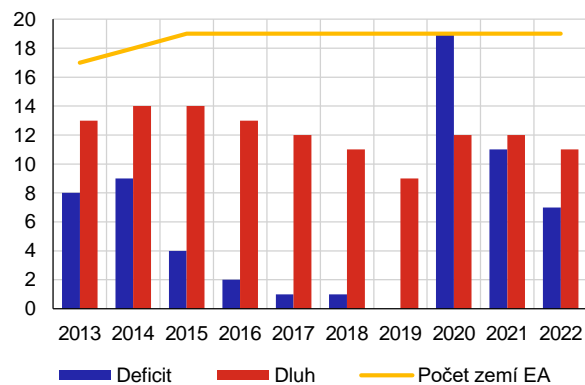
Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Výchozí bod (2012) zachycuje negativní fiskální efekty finanční krize (záchranné programy v bankovních sektorech financované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

Zdroj: Eurostat

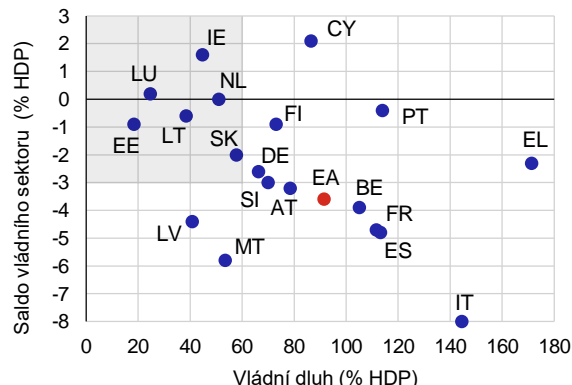
Eurozóna se nadále potýká s fiskální nerovnováhou. V oblasti deficitu se od pandemie situace mírně zlepšila, dluhová zátěž však zůstává převážně zvýšená.

Pouze šest zemí eurozóny splňovalo v roce 2022 zároveň kritéria dluhu i deficitu, což je oproti pěti z předešlého roku jen velmi mírné zlepšení.

Nedodržování fiskálních kritérií (počet zemí nedodržujících fiskální kritéria)



Fiskální pozice zemí eurozóny (2022)



Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu.

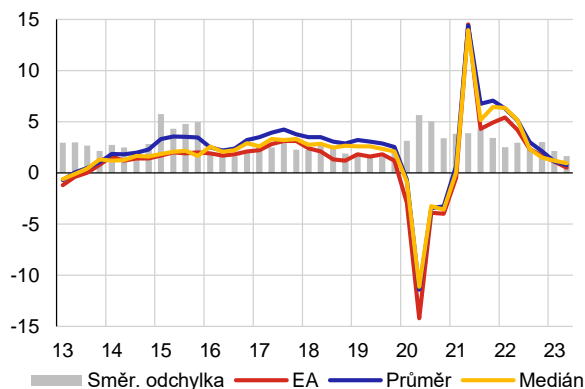
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

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

Zdroj: Eurostat

Veřejné finance se nemohly opřít o hospodářský růst, jelikož během roku 2022 výrazně oslabil. Vysoké ceny energií tlumily výdaje i výrobu, přičemž slábnoucí poptávka a přísná měnová politika v prostředí klesající důvěry a nejistoty tlačí růst HDP níže i v letošním roce.

Růst reálného HDP zemí eurozóny
(mzr. v %)

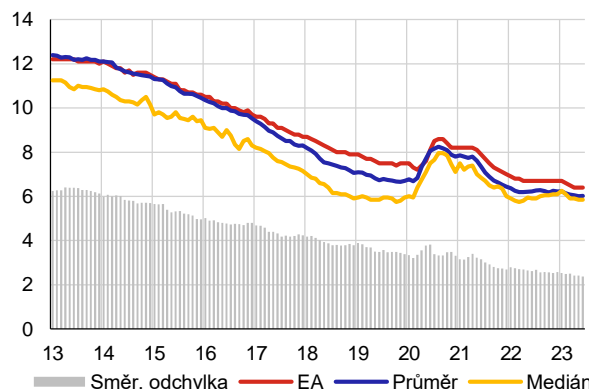


Pozn.: Čtvrtletní řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Trh práce se v loňském roce nadále zotavoval po pandemii a navzdory válce na Ukrajině byl celkově odolný. Míra nezaměstnanosti se ve druhé polovině loňského roku pohybovala i přes hospodářský útlum kolem historicky nejnižších úrovní a letošní rok se ještě mírně snížila.

Nezaměstnanost v zemích eurozóny
(v %)

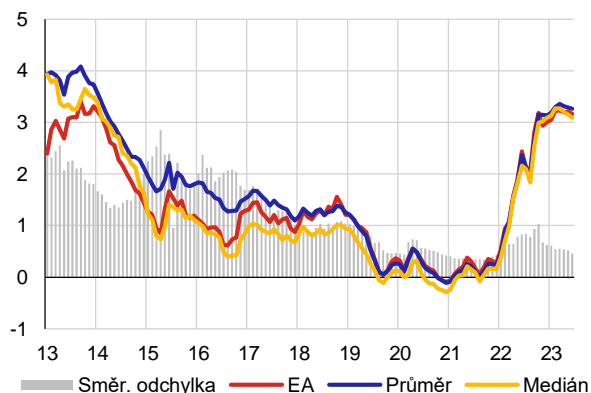


Pozn.: Měsíční řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Přes značnou volatilitu dlouhodobé výnosy vládních dluhopisů v eurozóně v loňském roce celkově výrazně vzrostly. Stalo se tak hlavně v důsledku zpříšňování měnové politiky ECB v boji s nezvykle vysokou inflací. Začátkem letošního roku se pak stabilizovaly nad 3 %.

Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny
(v %)

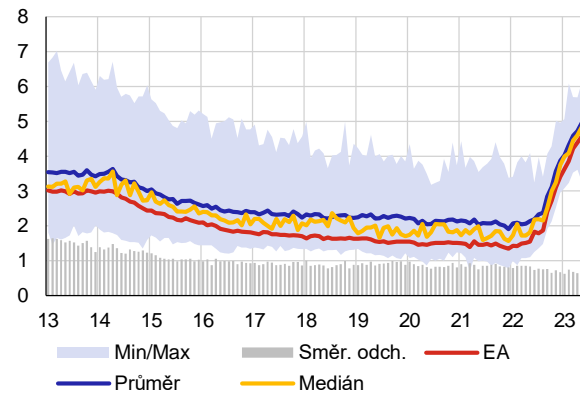


Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Měsíční řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru desetiletých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

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

Výrazně se během loňského roku v kontextu kroků ECB a celkového ekonomického vývoje zvýšily též sazby klientských úvěrů. Ačkoliv se ještě počátkem loňského roku pohybovaly na historických minimech, od poloviny roku prudce rostly a dále stoupají i letos.

Náklady nefinančních podniků na získávání finančních prostředků
(v %)

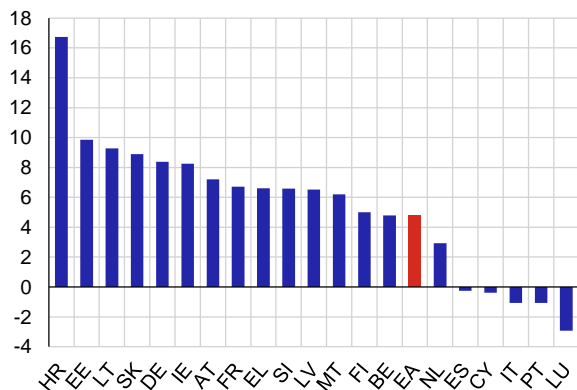


Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů. Jedná se o měsíční časové řady.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

Objem bankovních úvěrů nefinančním podnikům rostl ve většině zemí eurozóny. Úvěrová dynamika se však oproti loňskému roku zmírnila, a to v důsledku přísnějších úvěrových podmínek odrážejících rostoucí hladinu úrokových sazeb.

Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům
(1. pololetí 2023, mzr., v %)

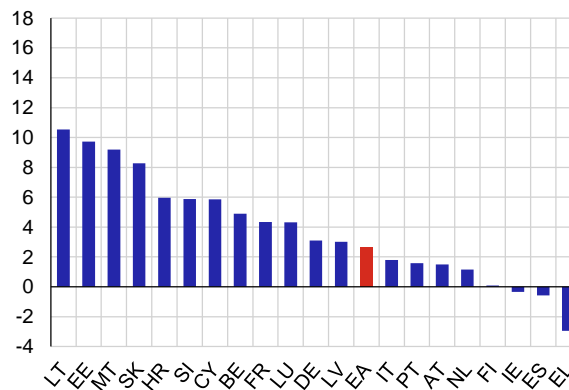


Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2023.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

Napříč státy eurozóny oslabilo také tempo růstu bankovních úvěrů domácnostem. Jejich dynamiku zasáhly nejen zmíněné přísné úvěrové podmínky v prostředí slabého hospodářského růstu, ale též nižší důvěra spotřebitelů.

Růst bankovních úvěrů domácnostem
(1. pololetí 2023, mzr., v %)

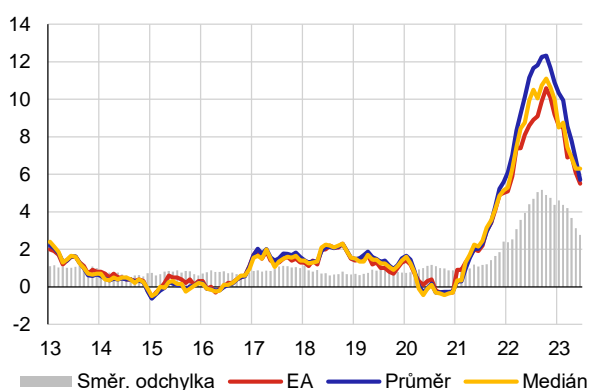


Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2023.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

Eurozóna zažila v roce 2022 další prudký nárůst celkové inflace plynoucí zejména z vysokého růstu cen energií a potravin, který doprovázela její rostoucí divergence napříč zeměmi. Letošní rok je díky odeznívání šoků ve znamení zpomalování inflace z loňského více jak 10% maxima.

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

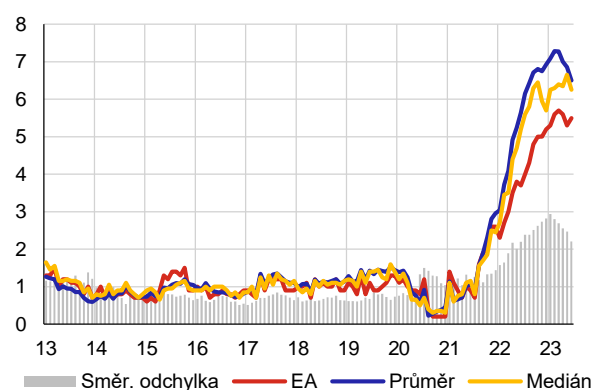


Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném období napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rekordních úrovní dosáhla v eurozóně i jádrová inflace, která prudce rostla v průběhu loňského roku, a ani letošní rok prozatím nepřinesl velká zlepšení. Ze své dlouhodobé úrovně okolo 1 % vzrostla jádrová inflace až nad 5 %, ...

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



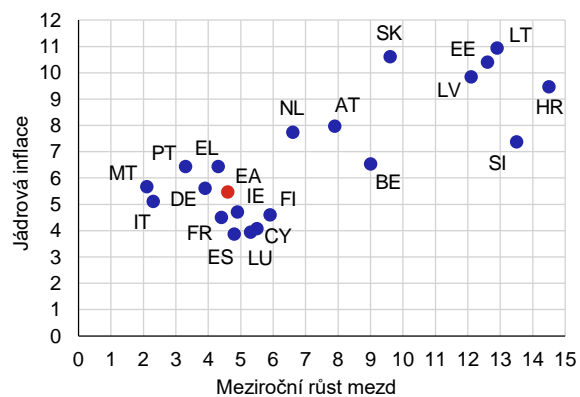
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném období napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... přičemž její rozptyl napříč zeměmi eurozóny byl doprovázen rozdíly v tempích růstu mezd.

Růst mzdových nákladů a jádrová inflace

(mzr. růsty ve 2. čtvrtletí 2023 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.⁶¹ 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.⁶² 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.⁶³ 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.⁶⁴

Nejnovější empirická literatura odhalila značnou heterogenitu efektů zavedení společné měny na obchod.⁶⁵ 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.⁶⁶ 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.⁶⁷ Pro zvýšení sladěnosti hospodářských cyklů v eurozóně je proto důležité, aby docházelo k dalšímu prohloubení koordinace strukturálních politik mezi jednotlivými zeměmi.⁶⁸

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

⁶¹ 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).

⁶² Rozhodnutí zavést společnou měnu je mimo ekonomické argumenty motivováno také politickou a společenskou poptávkou, jak rozebírá např. Eichengreen (2008) a Spolaore (2013).

⁶³ Např. Rose (2000) našel efekty v řádu stovek procent.

⁶⁴ Glick a Rose (2016), Rose (2016).

⁶⁵ Chen a Novy (2018), Vicquery (2021).

⁶⁶ Lalinský a Meriküll (2021).

⁶⁷ Duran a Ferreira-Lopes (2015), Inklaar a kol. (2008).

⁶⁸ Lukmanova a Tondl (2017).

kriticky závislé na kondici veřejných financí, tj. na tom, zda má fiskální politika k dispozici potřebný manévrovací prostor.⁶⁹

Pro přistupující země mohou být podstatné i přechodné dopady přijetí eura. Mezi tyto dopady patří například pokles rizikové premie, uvolnění úvěrových podmínek či vývoj produktivity v sektorech obchodovatelných a neobchodovatelných statků.⁷⁰ Pro konvergující země může být dalším nákladem i přetrvání inflačního diferenciálu,⁷¹ který se může odrazit v poklesu reálných sazeb a mít tak dočasný destabilizující dopad na ekonomiku skrze makrofinanční vazby.⁷²

Obecné principy jsou potvrzeny analýzami založenými na strukturálních makroekonomických modelech.⁷³

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.⁷⁴

Atraktivnost vstupu do měnové unie souvisí i s efektivním fungováním jejích institucí.⁷⁵ Studie poukazují na to, že v případě eurozóny byla hlavním problémem slabá politická integrace,⁷⁶ neboť fiskální pravidla mohou být účinná pouze tehdy, pokud existuje instituce, která by je vynucovala (řešením však nemusí nutně být úplná fiskální unie).⁷⁷ 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.⁷⁸ 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.⁷⁹

⁶⁹ Romer a Romer (2018), Babecká Kucharčuková a Brůha (2017).

⁷⁰ 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).

⁷¹ Brůha a Podpiera (2007).

⁷² Příklady pro jednotlivé země lze najít v následující literatuře: Martin (2010); Hampl a Skořepa (2011); Lin a Treichel (2012).

⁷³ 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.

⁷⁴ Ferreira-Lopes (2014).

⁷⁵ Například De Grauwe (2010a, b).

⁷⁶ Razin a Rosefielde (2012).

⁷⁷ Wyplosz (2015).

⁷⁸ Mongelli (2013). Podobně studie autorů Neri a Ropele (2015) ukazuje, že měnová politika ECB pomohla zmírnit dopady dluhové krize i bez fiskální koordinace.

⁷⁹ Podpiera a kol. (2015).

V. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Česká národní banka: *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2005–2022*. Dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>>

Česká národní banka (2023a): *Metodologická příloha Analýz sladění*. Dostupné online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>>

Česká národní banka (2023b): *Zpráva o měnové politice - podzim 2023*. Dostupná online: <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/>>

Evropská komise (2023a): *Cyclical Adjustments of Budget Balances*, Autumn 2023, Table 9A.

Evropská komise (2023b): *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2023.

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 (2023): *World Competitiveness Booklet 2023*.

Ministerstvo financí ČR (2023): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2024 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2023.

Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích, dostupná online: <<http://www.cnb.cz/arad/#/cs/indicators/0.3.0.0>>

Tematické kapitoly:

Měnový kurz jako dílčí indikátor pro (ne)přijetí eura

Andrie M., Brůha, J. (2023): „Sparse Kalman Filter: A Non-Recursive Approach,“ CNB mimeo, to appear as Czech National Bank Working Paper.

Barnichon, R., Brownlees C. (2019): „Impulse Response Estimation by Smooth Local Projections,“ *The Review of Economics and Statistics*, vol. 101, No. 3, pp. 522–530.

Jordà, Ò, (2005): „Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections,“ *American Economic Review*, vol. 95, No. 1, pp. 161–182.

Komárek, L., Motl, M. (2012): „Behaviorální a fundamentální rovnovážný měnový kurz české koruny,“ *Politická ekonomie*, vol. 60, No. 2, pp. 147–166.

Michl, A. (2016): „Nová kritéria pro přijetí eura,“ *Politická ekonomie*, vol. 64, No. 6, pp. 713–729.

Trh práce pod lupou

Causa, O., Luu, N., Abendschein, M. (2021): „Labour Market Transitions Across OECD Countries: Stylised Facts,“ OECD Economics Department Working Papers No. 1692, OECD.

Fialová, K., Mysíková, M. (2021): „Minimum Wage and Youth Employment in Regions of the Visegrád Countries,“ *Eastern European Economics*, vol. 59, No. 1, pp. 82–102.

Flek, V., Hála, M., Mysíková, M. (2022): „The Ins and Outs of Central European Unemployment,“ *Baltic Journal of Economics*, vol. 22, No. 1, pp. 49–67.

Galušćák, K., Livorová, B., Ruschka, A. (2023): „Ukazatele napětí trhu práce jako lakmusový papírek stavu ekonomiky,“ *čnblog*, 18. 7. 2023, ČNB.

Galuščák, K., Šolc, J., Strzelecki, P. (2021): „Labor Market Flows and Stocks over the Business Cycle: The Role of the Participation Margin,” *Eastern European Economics*, vol. 59, No. 5, pp. 449–471.

Grossmann, J. (2021): „The Effects of Minimum Wage Increases in the Czech Republic,” *Czech National Bank Working Paper 2/2021*.

Hutter, C., Klinger, S., Trenkler, C., Weber, E. (2019): „Which Factors are behind Germany’s Labour Market Upswing?,” *IAB-Discussion Paper, No. 20/2019, IAB*.

Kiss, A., Vandeplass, A. (2015): „Measuring Skills Mismatch,” *Analytical Web Note 7/2015, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, European Commission*.

OECD (2023): „OECD Economic Surveys: Czech Republic 2023,” *OECD*.

Heterogenita inflace a její vliv na konvergenci cenových hladin v zemích eurozóny: všechno zlé je k něčemu dobré

Adrián, P., Lydon, R. (2022): „Wage Growth in Europe: Evidence From Job Ads,” *Economic Letter*, vol. 2022, No. 7, *Central Bank of Ireland*.

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,” *Czech National Bank Working Paper 10/2017*.

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., Škořepa, 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