

ANALÝZY STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI
ČESKÉ REPUBLIKY S EUROZÓNOU

2018

Autoři:	Kateřina Arnořtová	Úvod, Technický úvod, A
	Tomáš Adam	1, Box 2
	Oxana Babecká Kucharčuková	3.1
	Jan Babecký	3.2
	Soňa Benecká	3.1, Box 1
	Jan Brůha	Box 4, Metodologie
	Jan Frait	3.1, Box 3, Box 5
	Tomáš Holub	Úvod, Technický úvod, A, 3.1
	Eva Hromádková	3.1
	Luboř Komárek	1, 3.2
	Zlatuře Komárková	3.1, 3.2, Box 5
	Petr Král	Úvod, Technický úvod, A
	Ivana Kubicová	3.2
	Barbora Malá	2, Box 3
	Lucie Matějková	Úvod, Technický úvod, A
	Ondřej Michálek	4.2
	Filip Novotný	3.1, Box 2
	Renata Pařaličová	3.2
	Lukáš Pfeifer	3.2, 4.3
	Petr Polák	3.2, 4.3
	Luboř Růžička	4.2
	Branislav Saxa	3.2
	Vojtěch Siuda	3.1, Box 5
	Radek Šnobl	4.2
	Jan Šolc	4.2, Box 4
	Radka Štiková	4.1
	Martin Vojta	2, Box 3
	Ondřej Žáček	2, Box 3
Editorcky:	Lucie Matějková	
	Kateřina Arnořtová	

Obsah

ÚVOD	5
TECHNICKÝ ÚVOD	6
A SHRNU TÍ	8
B ANALYTICKÁ ČÁST	12
1 Ekonomická sladěnost států eurozóny	13
2 Hospodářskopolitický a institucionální vývoj v Evropské unii a v eurozóně.....	22
3 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou.....	28
3.1 Přímé ukazatele sladěnosti	28
3.2 Podobnost transmise měnové politiky	41
4 Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky	48
4.1 Fiskální politika	48
4.2 Trh práce a produktů	52
4.3 Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky.....	55
C CHARTBOOK	57
1 EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY	58
3 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou.....	62
3.1 Přímé ukazatele sladěnosti	62
3.2 Podobnost transmise měnové politiky	76
4 Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky	82
4.1 Fiskální politika	82
4.2 Trh práce a produktů	86
4.3 Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky.....	93
Seznam použitých zdrojů	94

Seznam boxů

Box 1: Asymetrické dopady měnověpolitických šoků ECB na země Evropské unie	17
Box 2: Vnější ekonomické nerovnováhy v zemích eurozóny	19
Box 3: Přehled vybraných institucionálních dopadů vstupu do eurozóny	26
Box 4: Sladěnost vývoje trhů práce ČR a eurozóny optikou LUCI indexů	32
Box 5: Vliv měnové a makrobezpečnostní politiky na vývoj finančního cyklu	37

Seznam grafů

Graf 1: HDP na obyvatele v zemích eurozóny	13
Graf 2: Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny	13
Graf 3: Fiskální pozice zemí eurozóny	14
Graf 4: Růst reálného HDP zemí eurozóny	14
Graf 5: Nezaměstnanost v zemích eurozóny.....	15
Graf 6: Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny	15
Graf 7: Náklady na získání finančních prostředků nefinančních podniků	16
Graf 8: Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům.....	16
Graf 9: Inflace v zemích eurozóny	16
Graf 10: HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS).....	29
Graf 11: Cenová hladina HDP.....	29
Graf 12: Reálné posilování kurzu	29
Graf 13: Další ukazatele dlouhodobé konvergence	29
Graf 14: Meziroční změny reálného HDP	30
Graf 15: Korelační koeficienty HDP s eurozónou	31
Graf 16: Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny	31
Graf 17: Klouzavé korelace ekonomické aktivity s eurozónou	31
Graf 18: Podíly ekonomických odvětví na HDP v roce 2017	34
Graf 19: Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně	34
Graf 20: Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou	35
Graf 21: Zjednodušený indikátor finančního cyklu v ČR a eurozóně a jejich korelace	36
Graf 22: Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči eurozóně	39
Graf 23: Historická volatilita měnových kurzů k euru	39
Graf 24: Vývoj kurzů k USD	40
Graf 25: Korelace měnových kurzů k USD	40
Graf 26: Hloubka finančního zprostředkování	42
Graf 27: Zadlužení soukromého sektoru	42
Graf 28: Strukturální podobnost rozvahy nefinančních podniků z pohledu finančních pasiv.....	43
Graf 29: Strukturální podobnost rozvahy domácností z pohledu finančních aktiv	43
Graf 30: Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb	44
Graf 31: Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů podnikům a O/N sazeb mezibankovního trhu.....	45
Graf 32: Struktura nově poskytnutých úvěrů domácnostem na bydlení dle fixací úrokových sazeb	45
Graf 33: Úvěry podnikům v cizí měně	46
Graf 34: Úvěry a vklady v eurech dle odvětví.....	46
Graf 35: Podíly eurových plateb mezi českými podniky	47
Graf 36: Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku	47
Graf 37: Odhady perzistence inflace.....	47
Graf 38: Saldo vládního sektoru	48
Graf 39: Dluh vládního sektoru.....	48
Graf 40: Saldo vládního sektoru, jeho cyklická a strukturální část a fiskální pozice	49
Graf 41: Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci	52
Graf 42: Podíl zaměstnání na kratší pracovní dobu.....	52
Graf 43: Global Competitiveness Index – hodnocení trhu práce	54
Graf 44: Global Competitiveness Index – celkové hodnocení	54
Graf 45: Celkový kapitálový poměr	55
Graf 46: Rentabilita kapitálu (RoE)	55
Graf 47: Úvěry se selháním	56
Graf B1: Srovnání dopadů šoku na HDP a na ceny podle regionů	17
Graf B2: Srovnání dopadů šoku na ceny podle zemí	18
Graf B3: Srovnání dopadů šoku na reálný HDP podle zemí	18
Graf B4: Běžný účet eurozóny	19
Graf B5: Vývoj vnějších nerovnováh v zemích eurozóny	19
Graf B6: Změna reálného efektivního kurzu a změna bilance běžného účtu	20
Graf B7: Vývoj pozic jednotlivých zemí v systému TARGET2	20
Graf B8: Index LUCI	32
Graf B9: Vliv měnové a makrobezpečnostní politiky na finanční cyklus ve vybraných zemích	38

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vývoj podílu mandatorních a quasi mandatorních výdajů státního rozpočtu.....	50
Tabulka 2: Vládní výdaje související se stárnutím populace.....	51
Tabulka 3: Past nezaměstnanosti	53

ÚVOD

Česká republika se vstupem do EU zavázala přijmout společnou evropskou měnu, přičemž získala statut členské země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura. Stanovení termínu vstupu do eurozóny je nicméně v kompetenci dotčeného členského státu a závisí na míře jeho připravenosti ke vstupu do měnové unie. Připravenost je přitom vhodné posuzovat v širším kontextu než pouze z pohledu slučitelnosti právních předpisů a plnění tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií.¹ Pro úspěšné fungování České republiky v rámci měnové unie je klíčová zejména schopnost české ekonomiky fungovat bez samostatné měnové politiky a pružného kurzu koruny jakožto účinných stabilizačních makroekonomických nástrojů. Podstatný je však také hospodářský a institucionální vývoj v eurozóně a konvergence v ekonomické vyspělosti jejích jednotlivých zemí.

Současný stav sladění české ekonomiky s ekonomikou eurozóny vzhledem k potenciálnímu přijetí eura každoročně hodnotí dokument Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou (Analýzy sladění).² Bilance přínosů a nákladů přijetí eura se bude odvíjet zejména od načasování vstupu do eurozóny. Nesporné přínosy ve formě úspor transakčních nákladů a odstranění kurzového rizika, které vzhledem k silné ekonomické provázanosti české ekonomiky s ekonomikou eurozóny vyplynou z přijetí eura, jsou v čase relativně neměnné. Výše nákladů a případných rizik se však v čase vyvíjí v závislosti na několika faktorech. Patří k nim dosažený stupeň konvergence k eurozóně v hospodářské úrovni a cenové hladině, který ovlivňuje dlouhodobý rovnovážný vývoj české ekonomiky. Stejně důležitá je míra sladění ČR s eurozónou v průběhu hospodářského cyklu, která předurčuje vhodnost nastavení společných měnových podmínek pro českou ekonomiku. Klíčová je též schopnost ekonomiky tlumit po ztrátě vlastní měnové politiky dopady případných asymetrických ekonomických šoků pomocí jiných přizpůsobovacích mechanismů. Nejpozději s přijetím eura by naše země současně vstoupila též do bankovní unie. To by mj. znamenalo, že značná část současných pravomocí národních orgánů dohledu a orgánů pro řešení krize by se přesunula na orgány EU a že dohled nad systémově významnými bankami by vykonávala ECB. V neposlední řadě je třeba vzít v potaz také výši přímých finančních nákladů a závazků vyplývajících ze vstupu do eurozóny a zapojení do stávajících, i průběžně budovaných, stabilizačních mechanismů vytvářených v rámci prohlubující se integrace eurozóny.

Analýzy sladění hodnotí jak připravenost české ekonomiky na vstup do eurozóny, tak hospodářskou a institucionální situaci eurozóny samotné, nezabývají se však otázkou celkové výhodnosti či nevýhodnosti přijetí eura a neformulují doporučení ohledně tohoto kroku.³ Politické rozhodnutí o stanovení data pro vstup do eurozóny náleží vládě. Analýzy jsou zpracovávány v souladu se Strategií přistoupení České republiky k eurozóně. V roční frekvenci sledují vývoj nejdůležitějších ukazatelů české ekonomiky a hodnotí jejich vyznění pro vstup do měnové unie. Analytická část dokumentu je rozdělena do čtyř částí, první dvě se věnují situaci v eurozóně, další dvě části pak hodnotí ekonomickou připravenost České republiky na přijetí eura.

¹ Podmínkou pro vstup členské země EU do eurozóny je kromě slučitelnosti právních předpisů také dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence, které je hodnoceno pomocí tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií. Jedná se o kritéria cenové stability, stavu veřejných financí, konvergence úrokových sazeb a účasti v mechanismu směnných kurzů. Dále je přihlíženo také k integraci vybraných trhů (např. finančních, trhů statků či trhů práce), situaci a vývoji běžného vývoje platební bilance a vývoji nákladů na jednotku pracovní síly a jiných cenových indexů. Další požadavky mohou vyplývat z interpretace požadavku „dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence“. Hodnocení plnění uvedených čtyř maastrichtských konvergenčních kritérií ze strany ČR je obsaženo v navazujícím dokumentu „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou“ (Vyhodnocení), který připravuje Ministerstvo financí ve spolupráci s ČNB.

² Analýzy sladění jsou analytickým dokumentem ČNB. Doporučení vládě ČR týkající se z ekonomického pohledu načasování přijetí společné evropské měny dává až následný společný navazující dokument MF ČR a ČNB (Vyhodnocení).

³ Analýzy sladění se rovněž podrobně nezabývají možnými důsledky vstupu do bankovní unie. Problematice vstupu do bankovní unie se věnuje Studie dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii z února 2015 a její aktualizace z května 2016, vydávaná MF ČR ve spolupráci s MZV ČR, Úřadem vlády ČR a ČNB. Se zpracováváním pravidelné aktualizace této studie se počítá i do budoucna.

TECHNICKÝ ÚVOD

V letošním roce bylo v Analýzách sladění provedeno několik podstatných modernizačních změn, jejichž účelem je zvýšit přehlednost a čtivost dokumentu jak pro zájemce z řad odborné, tak i laické veřejnosti.

- 1) První změnou je zkrácení a **zhuštění** jednotlivých kapitol Analýz sladění a jejich sloučení do čtyř základních sekcí (viz Úvod).
- 2) Druhou změnou je grafické znázornění vyznění jednotlivých analýz v podobě barevně a směrově rozlišených **šipek**, kde barvy vyjadřují, jak daný indikátor vyznívá z hlediska rizik spojených s případným přijetím eura v analyzovaných oblastech, a šipky ilustrují posun výsledků od předchozího zpracování dané analýzy (více viz níže). Grafické značení by čtenáři mělo umožnit rychlou orientaci ve výsledcích analýz.
- 3) Třetí změnou je vytvoření tabulkové a grafické přílohy – tzv. **Chartbooku** – jako zvláštní části Analýz sladění. Chartbook na jednom místě koncentruje veškeré tabulky a grafy, které jsou ilustrací výsledků analýz shrnutých ve čtyřech základních sekcích dokumentu, a proto je jeho struktura shodná se strukturou těchto sekcí.
- 4) Poslední změnou je vyčlenění **samostatné Metodologické přílohy** Analýz sladění, která shrnuje jejich teoretická východiska, motivaci jednotlivých analýz, jejich technický popis a použitou literaturu. Tato příloha je umístěna jako samostatný elektronický dokument aktualizovaný pouze dle potřeby (tedy nikoli nutně každoročně) na internetových stránkách ČNB na adrese:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/pristoupeni_emu.html.

Výběr srovnávaných zemí

Dokument Analýzy sladění v částech týkajících se ekonomické připravenosti České republiky na přijetí eura hodnotí vývoj jednotlivých ukazatelů v čase a ve srovnání s vybranými zeměmi.

Srovnávané 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.

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

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




Vybrané srovnávané země mimo EA jsou:

HU Maďarsko
PL Polsko




Význam grafického značení

Pro zpřehlednění výsledků analýz je v úvodu jednotlivých částí použito grafické znázornění pomocí šipek.

Barva pozadí šipky podává informaci, jak daný indikátor vyznívá:

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

Směr šipky podává informaci o vývoji daného indikátoru od poslední (loňské) analýzy:

-  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 analýzy vybrané konkrétní oblasti 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 výsledným rozhodnutím ČR ohledně přijetí eura. Stejně tak není možné sčítáním jednotlivých barevných indikátorů či šipek sestavit nějaký sumární indikátor.

A SHRNUTÍ

Celkové vyznění

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 totiž dojde k odstranění kurzového rizika ve vztahu k eurozóně a tím i ke snížení nákladů zahraničního obchodu a investic. Vedle zmíněných přínosů však přijetí eura současně přináší rizika plynoucí ze ztráty nezávislé měnové politiky a pružnosti měnového kurzu a náklady vyplývající z nových institucionálních závazků, včetně povinnosti vstupu do bankovní unie a členství v ESM. K faktorům, které ovlivní výhodnost přijetí eura, proto patří nejen vývoj na straně české ekonomiky, ale také vývoj v eurozóně a posuny v jejím institucionálním uspořádání.

Na straně české ekonomiky bude klíčová zejména sladění jejího vývoje s eurozónou a její schopnost tlumit po ztrátě vlastní měnové politiky případné asymetrické šoky. Předmětem analýz v tomto dokumentu je hodnocení podobnosti našich dlouhodobých ekonomických trendů, střednědobého vývoje ekonomické aktivity a ekonomické struktury s eurozónou, včetně podobnosti transmise měnové politiky. Zkoumána je také schopnost přizpůsobení ekonomiky pomocí autonomní fiskální politiky, flexibility trhu práce, trhu zboží i služeb a bankovního sektoru. **Naopak předmětem posouzení v tomto dokumentu není podrobná analýza dopadů vstupu ČR do bankovní unie, zejm. přenosu pravomocí v oblasti obezřetnostního dohledu a řešení krizí úvěrových institucí na nadnárodní úrovni a s tím spojené ekonomické a finanční dopady, náklady spojené s členstvím v ESM ani další, například právní a politické, aspekty vstupu do eurozóny.** Materiál se tak nezabývá všemi důsledky spojenými s případným přijetím společné měny, nýbrž se zaměřuje pouze na vybrané ekonomické aspekty zejm. ty spojené se ztrátou vlastní měnové politiky.

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

První z nich tvoří ukazatele naznačující relativně nízkou míru rizik spojených s případným přijetím eura v analyzované oblasti. Dlouhodobě k nim patří zejména vysoká míra otevřenosti české ekonomiky a velká obchodní i vlastnická provázanost s eurozónou, které vytvářejí předpoklady pro existenci přínosů zavedení eura, jakými jsou zmiňované snížení transakčních nákladů a odstranění kurzového rizika. Silné obchodní i vlastnické propojení současně přispívá k vysoké sladění hospodářského cyklu České republiky s eurozónou, byť ta se v posledních letech poněkud snížila. Sladění je také vývoj české koruny s eurem ve vztahu k americkému dolaru a překážkou pro vstup do eurozóny není ani setrvačnost inflace. Rovněž na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky některé ukazatele naznačují připravenost na přijetí eura. Patří k nim aktuální příznivý stav českých veřejných financí, který vytváří potenciální prostor pro to, aby fiskální politika – na rozdíl od minulosti – do budoucna plnila makroekonomickou stabilizační roli. Pozitivním faktorem je též zvyšující se pružnost trhu práce (zejména rostoucí míra ekonomické aktivity a klesající míra dlouhodobé nezaměstnanosti) a stabilní a vůči ekonomickým šokům odolný bankovní sektor.

Druhá skupina zahrnuje neutrálně vyznívající ukazatele. Spadají sem z dlouhodobějšího pohledu malé rozdíly v úrovni úrokových sazeb a celková podobnost transmise měnové politiky v České republice a v eurozóně. V některých finančních ukazatelích se sice Česká republika od průměru měnové unie liší, například co se týče hloubky finančního zprostředkování, zadlužení soukromého sektoru či struktury rozvah nefinančních podniků i domácností, z hlediska přijetí eura to však nelze označit za nevýhodu či zásadní překážku. Spontánní euroizace české ekonomiky se sice mírně zvýšila, její rozsah však zůstává relativně malý a bilanci argumentů v debatě o vstupu do eurozóny nevychyluje jedním či druhým směrem. Neutrálně vyznívají také některé ukazatele trhu práce a produktů, například geografická mobilita a efektivita trhu práce, nebo hodnocení konkurenceschopnosti české ekonomiky.

Třetí skupinu pak tvoří ukazatele naznačující ekonomická rizika spojená s případným přijetím eura v analyzované oblasti. Patří k nim zejména obnovený, avšak stále

nedokončený proces reálné ekonomické konvergence České republiky k eurozóně, a přetrvává i nižší strukturální podobnost ekonomik. Nevyřešená zůstává též dlouhodobá udržitelnost českých veřejných financí. Flexibilitu trhu práce snižuje poměrně hluboká past nezaměstnanosti. Překážkou přijetí eura je rovněž nesladěnost finančních cyklů České republiky a eurozóny. Rizikem pro domácí bankovní sektor zůstává růst cen rezidenčních nemovitostí a úvěrů na jejich pořízení, přičemž jej lze účinněji řešit při nezávislé domácí měnové a makroobezřetnostní politice i bankovním dohledu.

Situace v eurozóně

V eurozóně pokračuje – i přes zpomalení růstu HDP v první polovině letošního roku – hospodářská expanze patrná napříč jejími členskými státy, řada problémů ale přetrvává. Hospodářský růst se odráží mimo jiné v poklesu nezaměstnanosti. Úroveň ekonomické vyspělosti v zemích eurozóny nicméně zůstává nerovnoměrná. Hospodaření veřejného sektoru v posledních letech zaznamenalo pozitivní posun, zadlužení vlád však zůstává vysoké a jejich prostor pro případnou fiskální reakci na negativní ekonomické šoky je nízký. Výnosy vládních dluhopisů na začátku letošního roku mírně vzrostly v reakci na globální faktory a na změnu očekávání ohledně nastavení měnové politiky ECB. Její nekonvenční měnová politika nicméně vedla v posledním roce k dalšímu uvolnění finančních podmínek. Celková inflace v zemích eurozóny v důsledku vyšších cen energií v polovině roku vzrostla k inflačnímu cíli ECB, jádrová inflace však setrvává poblíž 1 %.

Snaha EU a zejména eurozóny o prohlubování integrace, zvláště v oblasti hospodářských a fiskálních politik, v roce 2018 zásadně nepokročila. Stále nebyla dokončena jednání o některých pilířích bankovní unie a rovněž snižování rizik v bankovních sektorech dosud probíhá. Dokončena nebyla ani reforma eurozóny, která by zajistila její stabilitu pro případ budoucí ekonomické či finanční krize. Nejasný je v současnosti výsledek jednání se Spojeným královstvím o brexitu a budoucím nastavení vzájemných, zejména hospodářských vztahů. Nebyla rovněž vyřešena rizika vyplývající ze svrchovaných expozic a vysokého veřejného zadlužení některých zemí. Dopady tohoto vývoje na Českou republiku i ostatní státy EU, ač je nyní nelze kvalifikovaně odhadnout, bude třeba brát v úvahu při budoucím rozhodování o načasování vstupu do měnové unie. Nové instituce a pravidla vytvořené v předchozích letech v reakci na hospodářskou a finanční krizi podstatným způsobem změnilu podobu eurozóny, a tedy i obsah závazku přijetí eura, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU. Jejich fungování je tedy nezbytné řádně vyhodnotit. Kromě přímých nákladů, které vyplývají z případné účasti na existujících záchranných mechanismech eurozóny, je třeba vzít v úvahu omezení národních pravomocí v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi. Dále nelze opominout implikace vyplývající z budoucího uspořádání a institucionálních změn eurozóny. Stejně tak je třeba uvážit finanční náklady spojené s případnými fiskálními problémy členů eurozóny a jejich finančních sektorů. V neposlední řadě je třeba rovněž upozornit na nový požadavek zemí eurozóny, aby zájemci o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II současně vstoupili také do bankovní unie. Vzhledem k výše uvedenému je nutno konstatovat, že nadále nejsou známy všechny potenciální závazky, které budou do budoucna s přijetím eura pro Českou republiku spojeny.

Podobnost ekonomiky České republiky s eurozónou

Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený stupeň reálné konvergence, který stále nedosahuje uspokojivé úrovně. Proces konvergence se v posledních letech obnovil ve všech klíčových ukazatelích, u většiny z nich však zůstává odstup České republiky od průměru eurozóny značný. Nedokončený proces dlouhodobého přibližování se k vyspělým zemím eurozóny tak nadále představuje překážku pro brzký vstup do měnové unie, neboť po případném přijetí eura by v důsledku rovnovážného posilování reálného měnového kurzu a konvergenci ve mzdové úrovni mohlo dojít ke zvýšení domácí inflace oproti stávajícímu 2% cíli ČNB.

Česká republika dosahuje v poslední dekádě vysokých hodnot korelací ekonomické aktivity s eurozónou. Platí to jak v absolutních hodnotách, tak relativně vzhledem k ostatním srovnávaným zemím. Tato sladěnost zvyšuje pravděpodobnost, že jednotná měnová politika ECB bude vhodně nastavena i z pohledu české ekonomiky. Zčásti se však jedná o jednorázový vliv silného společného vnějšího šoku v podobě dopadů globální finanční a hospodářské krize. Zejména v posledním období se

tak cyklická sladěnost s eurozónou opět snižuje. Pokračování tohoto vývoje by mohlo vést k méně příznivému hodnocení cyklické sladěnosti s eurozónou do budoucna.

Nadále přetrvávají rozdíly ve struktuře české ekonomiky ve srovnání s ekonomikou eurozóny, spočívající zejména v nadprůměrném podílu průmyslu na tvorbě českého HDP. Nižší strukturální podobnost přitom z hlediska přijetí společné měny představuje možné riziko, neboť může vést k asymetrickým šokům, na něž by jednotná měnová politika nemohla v plném rozsahu reagovat.

Přetrvávající intenzivní obchodní a vlastnická provázanost s eurozónou je naopak dlouhodobě jedním z nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny. Silné obchodní a vlastnické propojení zvyšuje pravděpodobnost sladěnosti hospodářského vývoje s ekonomikou měnové unie a snižuje riziko asymetrických šoků po případném přijetí eura. Snižuje tak potenciální náklady spojené s přijetím společné měnové politiky a zároveň vytváří potenciál pro velký přínos plynoucí z odstranění kurzového rizika a úsporu transakčních nákladů při zavedení eura. Vysoký podíl zahraničního obchodu České republiky s eurozónou a příslušnost domácích společností do nadnárodních skupin také představují významný kanál pro přenos ekonomických impulzů z eurozóny do české ekonomiky.

Sladěnost pozice ekonomik České republiky a eurozóny v rámci finančního cyklu se v delším pohledu snižuje. Zatímco přetrvávající uvolněná měnová politika ECB podpořila posun většiny zemí eurozóny ve finančním cyklu výše, v české ekonomice se vlivem zpřísnění národních politik posun dále do růstové fáze zastavil. Pozice eurozóny a České republiky měřená indikátorem finančního cyklu se tak vlivem uvedených okolností sice sblížily, korelace jejich cyklů však trendově klesá. Rozdíl v příspěvcích jednotlivých faktorů, které vyvolávají posuny ve finančním cyklu, se navíc dále zvýšil. Snižování sladěnosti finančního cyklu mezi Českou republikou a eurozónou přitom zvyšuje potenciální náklady vyplývající ze ztráty národní měnové politiky či omezení národních pravomocí v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi v souvislosti s přijetím eura.

Rostoucí diferencíál krátkodobých sazeb v České republice a eurozóně naznačuje, že měnová politika ECB by v současné fázi cyklu plně nevyhovovala domácím potřebám. Dlouhodobě jsou však korunové úrokové sazby blízko eurovým, takže riziko výrazného šoku spojeného s jejich sblížením při přijetí eura zůstává relativně malé.

Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro, což indikuje vysoký stupeň sladěnosti. Klouzavá korelace všech sledovaných měn v regionu s kurzem eura vůči dolaru je v posledních letech poměrně silná, přičemž u české koruny dosahuje nejvyšších hodnot. Volatilita kurzu české měny vůči euru se po opuštění kurzového závazku ČNB přirozeně zvýšila, ale je nižší než před jeho zavedením.

Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny. Ten ovšem nepředstavuje hladiny, k nimž by měl český finanční sektor dospět, protože v řadě zemí měnové unie došlo k předlužení soukromého sektoru. Dominantní částí finančního systému v České republice zůstává bankovní sektor, v posledních letech se přitom zvyšuje i podíl nebankovní části, zůstává však výrazně pod úrovní běžnou ve vyspělých zemích eurozóny.

Zatímco podobnost struktury rozvah podniků v České republice s podniky v eurozóně se postupně zvyšuje, rozdíly v rozvahách domácností přetrvávají. V případě českých domácností totiž přetrvává konzervativní přístup k investicím do finančních aktiv. Zmíněné rozdíly mohou vyvolávat asymetrické působení měnové politiky.

Česká ekonomika je charakterizována mnoha podobnostmi, ale rovněž i rozdíly vůči eurozóně, pokud jde o funkci úrokového kanálu transmise měnové politiky. V České republice je přenos změn sazeb finančního trhu do klientských sazeb poměrně rychlý. Změnami mezibankovních sazeb jsou přitom výrazněji ovlivněny klientské sazby úvěrů nefinančním podnikům než sazby úvěrů domácnostem, mimo jiné kvůli smluvnímu navázání sazeb u prvně uvedené kategorie úvěrů na mezibankovní sazby. Transmise v ČR a v eurozóně funguje různě intenzivně skrze jednotlivé kanály. Rozpětí českých klientských sazeb nefinančním podnikům vůči jednodenní

mezibankovní sazbě se nachází níže než v eurozóně a má mírně odlišnou strukturu, odrážející zejména vyšší heterogenitu rizikové prémie zemí eurozóny.

Proces spontánní euroizace české ekonomiky se vyznačuje postupně rostoucím využíváním eura nefinančními podniky. To vyplývá z vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahy o přirozené zajišťování kurzového rizika. Uvedený proces bude zřejmě pokračovat, čímž bude posilovat argumenty ve prospěch přijetí eura. Euroizace u domácností je naopak dlouhodobě mizivá.

Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky







Aktuální příznivý stav českých veřejných financí vytváří prostor pro stabilizační působení fiskální politiky. V minulosti však převládalo spíše její procyklické fungování. Navíc fiskální prostor bude v budoucnu limitován dopady nedávno schválených diskrečních opatření, která povedou k nárůstu mandatorních výdajů a odrazí se i ve zhoršené dlouhodobé udržitelnosti vládních rozpočtů.

Ukazatele trhu práce se v posledních letech zlepšují z velké části vlivem příznivé fáze hospodářského cyklu. Lze v nich nicméně vysledovat známky pozvolného zvyšování jeho flexibility, a to ve většině sledovaných oblastí. Na flexibilitu trhu práce působí příznivě zejména rostoucí podíl cizinců na populaci a vyšší podíl částečných úvazků. Z hlediska celkové konkurenceschopnosti ekonomiky patří Česká republika v rámci sledovaných zemí k lépe hodnoceným. Negativem je přetrvávající past nezaměstnanosti, resp. nízkých příjmů, daná nastavením systému daní a sociálních dávek.

Český bankovní sektor si udržuje vysokou ziskovost, likviditu i solidní kapitálovou vybavenost, a tedy i vysokou odolnost vůči možným nepříznivým šokům. V případě přijetí společné měny by tak mohl plnit funkci přizpůsobovacího a stabilizačního mechanismu. Zdrojem rizik pro bankovní sektor zůstává zejména roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. Rizika mohou být spojena i s přijetím eura a souvisejícím vstupem do bankovní unie, jež budou znamenat přesun některých pravomocí na unijní úroveň bez přesunu odpovědnosti za celkovou kondici národního finančního sektoru.

B ANALYTICKÁ ČÁST

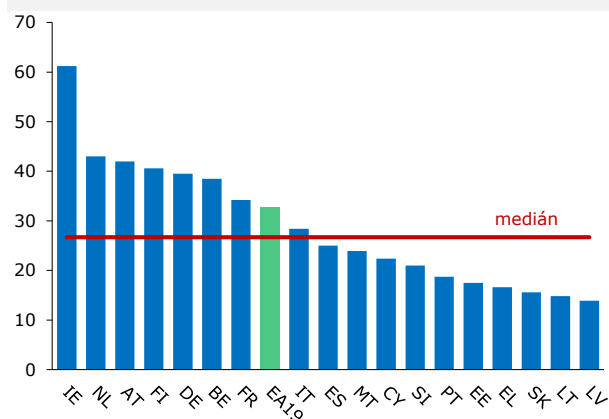
1 EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY

-  Konvergence úrovně bohatství zemí eurozóny⁴
-  Udržitelnost veřejných financí
-  Sladěnost hospodářských cyklů
-  Transmise měnové politiky (úrokový kanál)
-  Sladěnost finančního cyklu zachycená růstem úvěrů
-  Sladěnost inflace

V eurozóně pokračuje – i přes zpomalení růstu HDP v první polovině letošního roku – hospodářská expanze. Ta je patrná napříč členskými státy a odráží se mimo jiné v poklesu nezaměstnanosti. Hospodaření veřejného sektoru v posledních letech zaznamenalo pozitivní posun, zadlužení vlád však zůstává vysoké a jejich prostor pro případnou fiskální reakci na negativní ekonomické šoky je nízký. Výnosy vládních dluhopisů na začátku letošního roku mírně vzrostly v reakci na globální faktory a na změnu očekávání ohledně nastavení měnové politiky ECB. Její nekonvenční měnová politika nicméně vedla v posledním roce k dalšímu uvolnění finančních podmínek. Celková inflace v zemích eurozóny v důsledku vyšších cen energií v polovině roku vzrostla k inflačnímu cíli ECB, jadrová inflace však setrvává poblíž 1 %.

Úroveň ekonomické vyspělosti v zemích eurozóny zůstává nerovnoměrná a proces konvergence probíhá pouze u některých nově přistoupivších zemí. Většina zakládajících zemí eurozóny (EA-11) dosahovala v roce 2017 podobné úrovně HDP na obyvatele, vesměs přesahující 30 000 EUR (Graf 1).

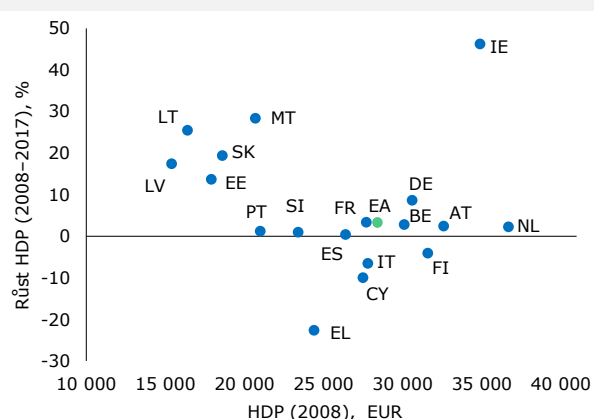
Graf 1: HDP na obyvatele v zemích eurozóny (2017, HDP v běžných cenách v tis. EUR)



Pozn.: Lucembursko není v obou grafech uvedeno z důvodu mnoha specifíků tamní ekonomiky, která vede k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

Graf 2: 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-konvergenční). Osa x – HDP na obyvatele dané země v roce 2008 v PPS. Osa y – růst reálného HDP v období 2008-2017.

Zdroj: Eurostat

Naproti tomu země, které přijaly euro v nedávné době (Estonsko, Litva, Lotyšsko, Slovensko), dosahovaly u tohoto ukazatele přibližně poloviční hodnoty oproti výše uvedené skupině zemí. Některé z nově přistoupivších států (např. Malta, Litva, Slovensko, Lotyšsko, Estonsko) nicméně rostou

⁴ Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Technickém úvodu na začátku tohoto dokumentu.

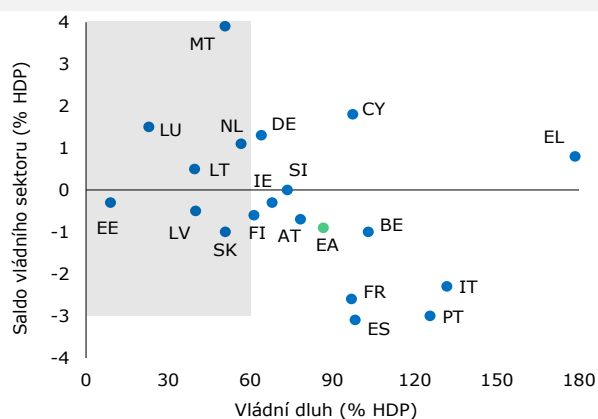
v průměru rychlejším tempem než bohatší země (Graf 2) a v ekonomické úrovni je tak – i když pomalu – dohánějí. Konvergence k bohatším zemím však neprobíhá u zemí postižených finanční a dluhovou krizí (Řecko, Kypr, Itálie), které zaznamenaly pokles výkonnosti a vzdálily se tak bohatším zemím.

Pomalá konvergence či dokonce divergence zemí jižního křídla souvisí do určité míry s vysokým zadlužením vlád těchto zemí. Vysoká úroveň zadluženosti vedla k obavám finančních trhů o udržitelnost veřejných financí v těchto zemích a k následnému vypuknutí dluhové krize v eurozóně po roce 2010. Vlády těchto zemí pak byly nuceny provádět restriktivní fiskální politiku navzdory cyklickému poklesu nebo stagnaci ekonomik, což přispělo k další divergenci zemí jižního křídla. I přes určitý pozitivní posun v oblasti veřejných financí je situace v eurozóně nadále velmi vzdálená optimu. Salda vládních sektorů se sice mezi lety 2011 a 2017 posunula směrem k vyrovnanému rozpočtu či přebytku, zadlužení v poměru k HDP však pokleslo pouze u Německa, Irska, Rakouska, Lotyšska a Malty.

Nedostatečná fiskální disciplína jednotlivých členů měnové unie je přitom dlouhodobým problémem eurozóny, který omezuje možnost vlád reagovat na negativní šoky. Přestože v eurozóně existují mechanismy, které by měly udržitelnost veřejných financí zaručit (maastrichtské konvergenční kritérium vládního deficitu a dluhu před vstupem do měnové unie, resp. Pakt stability a růstu platný pro všechny státy Evropské unie), již před finanční krizí docházelo často k jejich nedodržování. V průběhu krize pak zadlužení některých zemí skokově vzrostlo z důvodu záchrany bankovních sektorů z veřejných rozpočtů. V posledních několika letech sice došlo ke zlepšení či alespoň stabilizaci situace především u kritéria deficitu, a to díky fiskální konsolidaci a obnovení ekonomického růstu v předchozích letech, přesto prahové hodnoty vládního deficitu a dluhu v roce 2017 splňovalo zároveň pouze 7 zemí (Graf 3).

K pozitivnímu obrátu v oblasti veřejných financí v eurozóně přispívá v posledních letech vedle fiskální konsolidace i hospodářský růst. Ten se obnovil v roce 2013, postupně se rozšířil do všech zemí a ve druhé polovině loňského roku výrazně zrychlil. Na začátku letošního roku růst HDP sice zpomalil, nicméně jeho tempo zůstává ve srovnání s pokrizovými lety solidní. Spolu s upevněním růstu v členských zemích eurozóny došlo u jejich hospodářských cyklů k nárůstu sladění, což ukazuje pokles směrodatné odchylky růstů reálného HDP (Graf 4). Tento vývoj je z hlediska vnitřní soudržnosti eurozóny pozitivní.

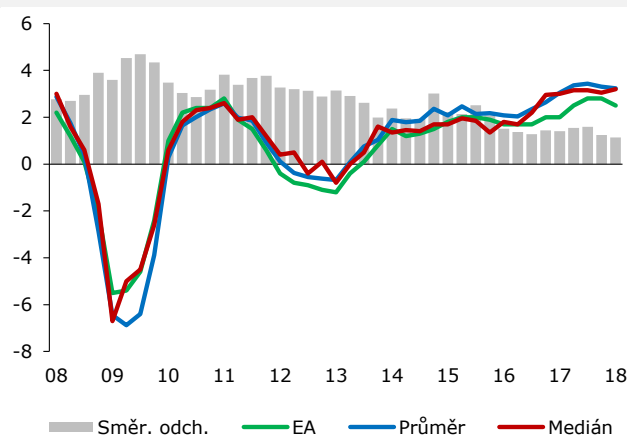
Graf 3: Fiskální pozice zemí eurozóny



Pozn.: Data za rok 2017. V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

Graf 4: Růst reálného HDP zemí eurozóny (mzr. růst, v %)

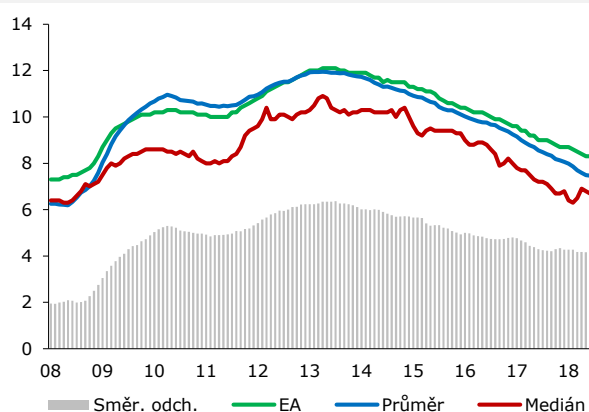


Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Data pro Irsko nebyla zahrnuta z důvodu mimořádně vysokého růstu v roce 2015. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

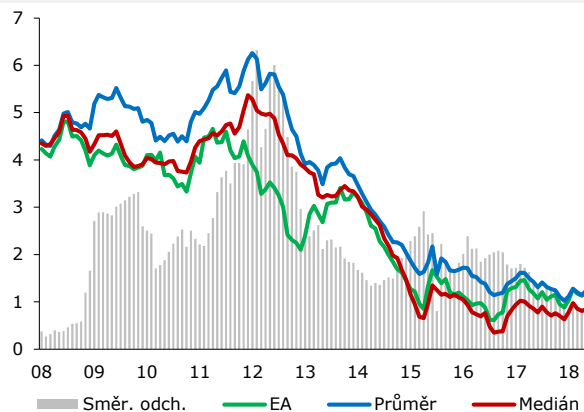
Rostoucí fáze cyklu se projevuje také na trhu práce, kde dochází k poklesu míry nezaměstnanosti a snížení rozptylu jejích hodnot napříč zeměmi (Graf 5). Po vypuknutí finanční krize rostla nezaměstnanost ve všech zemích a u těch nejpostiženějších (Estonska, Itálie, Lotyšska, Řecka, Slovenska či Španělska) se vzdalovala směrem vzhůru od zbytku eurozóny. Přibližně od roku 2013 pak dochází v pozorovaném vývoji na trhu práce k obratu. V loňském roce nezaměstnanost v eurozóně poklesla na úroveň roku 2009 (tj. pod 9,5 %) a letos v červnu dosáhla 8,3 %. Rozdíly mezi zeměmi se přitom dále snížily. Vysoká nezaměstnanost, především u mladé populace pod 25 let, nicméně zůstává v některých zemích (zejména v Řecku, Španělsku a Itálii) jedním z klíčových makroekonomických a sociálních problémů.

Graf 5: Nezaměstnanost v zemích eurozóny
(v %)



Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 6: Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů
v zemích eurozóny (v %)



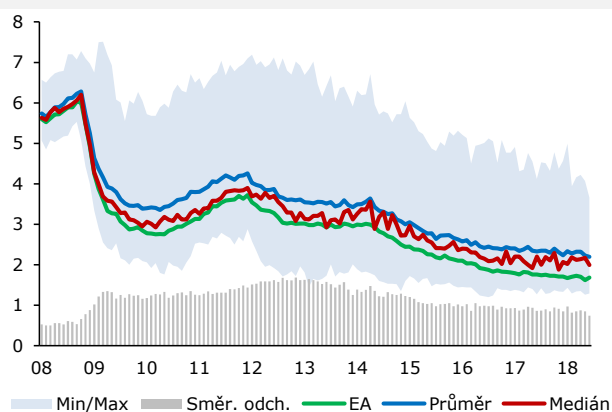
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady zahrnuto. Řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru 10letých vládních dluhopisů zemí eurozóny.
Zdroj: ECB (včetně řady EA), výpočet ČNB

Uvedený pozitivní vývoj v ekonomice eurozóny podpořila výrazně uvolněná měnová politika ECB, která velkou měrou přispěla také k poklesu výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů od roku 2012 (Graf 6). Zvrátila tak vývoj nastartovaný během finanční krize, kdy se výnosy vládních dluhopisů některých zemí eurozóny začaly zvyšovat a během dluhové krize dále výrazně vzrostly. Rozdíly mezi výnosy jednotlivých zemí významněji poklesly ke konci roku 2012 po oznámení programu přímých měnových transakcí (OMT) ze strany ECB, po němž se situace na trzích státních dluhopisů zklidnila. Další výrazný pokles výnosů začal na konci roku 2013 v souvislosti s očekáváním a následným oznámením programu nákupu dluhopisů veřejného sektoru ze strany ECB (PSPP). Rozdíly ve výnosech napříč zeměmi se tak nacházejí na nejnižších hodnotách zaznamenaných po finanční krizi, míra konvergence sazeb dosažená od vzniku eurozóny do příchodu krize se však neobnovila. Pozorovaný nárůst výnosů dluhopisů na začátku letošního roku je dán několika faktory – globálním poklesem cen bezpečných aktiv souvisejícím s přísnější měnovou politikou Fedu a dále oživením v eurozóně a následnou změnou očekávání ohledně normalizace měnové politiky ECB. U výnosu italského vládního dluhopisu bylo možné od května pozorovat poměrně výrazný nárůst související s obavami finančních trhů z fiskální politiky nové vlády. Trhy tedy mohou plnit stabilizující úlohu, která může být z hlediska fiskální disciplíny pozitivní.

Nekonvenční opatření ECB přispěla také ke zlepšení funkčnosti úrokového kanálu transmise měnové politiky. Ta byla během finanční krize a následné dluhové krize narušena v souvislosti s nárůstem výnosů vládních dluhopisů v zemích jižního křídla eurozóny a fragmentací bankovního sektoru v eurozóně. Klientské sazby z úvěrů nefinančním podnikům tak od roku 2010 v některých zemích rostly i přes nezměněné základní sazby ECB a rozdíl mezi nejnižšími a nejvyššími klientskými sazbami z úvěrů pozorovanými v eurozóně se navíc výrazně rozšířil (Graf 7). Tento vývoj

se obrátil na konci roku 2012, po němž došlo k poklesu průměrné a mediánové hodnoty nákladů na získání finančních prostředků a zároveň k poklesu nesouladu mezi nimi. Nejvýraznější snížení nákladů na financování bylo přitom zaznamenáno u zemí postižených dluhovou krizí.⁵ V posledním roce se pak pokles klientských sazeb zastavil, nicméně k jejich nárůstu v první polovině roku na rozdíl od výnosů dlouhodobých dluhopisů nedošlo.

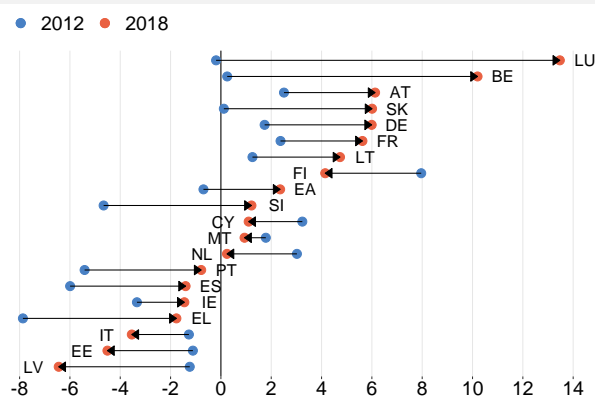
Graf 7: Náklady na získání finančních prostředků nefinančních podniků (v %)



Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

Graf 8: Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům (mzr., v %)



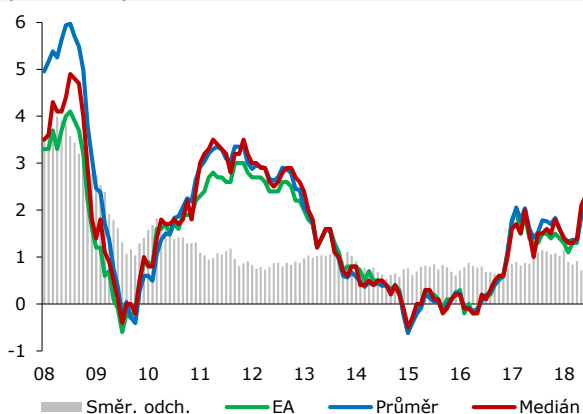
Pozn.: Meziroční růst úvěrů (celková nesplacená částka) poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrné růsty v prvním pololetí uvedeného roku.

Zdroj: ECB (BSI databáze)

Přestože úrokové sazby z úvěrů v posledních letech napříč zeměmi eurozóny poklesly, vývoj objemu bankovních úvěrů zůstává různorodý. Graf 8 ilustruje meziroční růst bankovních úvěrů nefinančním podnikům, které jsou důležitým zdrojem financování soukromých investic. Přestože měnová politika přispěla k poklesu nákladů na financování úvěrů tohoto sektoru, v několika zemích – včetně zemí jižního křídla – objemy úvěrů nadále klesají. To je dáno kombinací různých faktorů, zejména procesem oddlužení (deleveraging) soukromého sektoru, problémy bankovního sektoru některých zemí nebo nedostatkem investičních příležitostí v prostředí přetrvávající nejistoty a relativně pozvolného hospodářského růstu.

Navzdory robustní expanzi a dalšímu uvolnění finančních podmínek ekonomika eurozóny zatím negeneruje výraznější inflační tlaky. Celková inflace v eurozóně v červnu 2018 sice po dlouhé době dosáhla 2 %, a tím de-facto inflačního cíle ECB (Graf 9), její nárůst však odrážel především vyšší příspěvek cen energií. Vzhledem k tomu, že ceny energií ovlivňují hodnoty inflace ve všech zemích, došlo v posledních měsících k dalšímu poklesu nesouladu mezi mírami inflace (přičemž 13 zemí eurozóny v červnu dosahovalo či překračovalo inflační cíl ECB). Jádrová inflace eurozóny nicméně nadále setrává poblíž 1 % a nesoulad mezi jejími hodnotami v jednotlivých zemích pokles nezaznamenal. Odráží totiž oproti celkové inflaci více domácí inflační tlaky, které

Graf 9: Inflace v zemích eurozóny (mzr., v %)



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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁵ Zde je přitom nutné poznamenat, že řady jsou vypočítány na základě skutečných poskytnutých úvěrů. Není tedy možné zachytit úvěrová omezení, kterým v zemích jižního křídla eurozóny čelily především malé a střední podniky a která se v posledních letech do značné míry uvolnila.

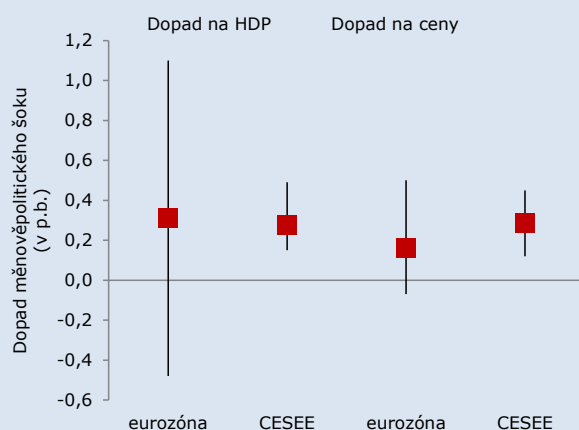
jsou patrné jen v několika zemích s výrazně nadprůměrným mzdovým růstem (zejména v pobaltských zemích a na Slovensku).

Box 1: Asymetrické dopady měnověpolitických šoků ECB na země Evropské unie

Konvergence zemí v měnové unii přispívá mimo jiné ke stejným odezvám zemí na měnověpolitické šoky a tedy i k úspěšnosti jednotné měnové politiky. V průběhu dluhové krize však v eurozóně došlo k fragmentaci a k různým odezvám jednotlivých zemí na měnověpolitické šoky, což pro realizaci měnové politiky představovalo náročnou výzvu. Nekonvenční opatření ECB ovlivnila růst HDP zejména v pobaltských státech a v jádrových zemích eurozóny, zatímco efekt na ceny zaznamenalo zejména Řecko či Španělsko.⁶ Důvody vedoucí k heterogenním dopadům v rámci eurozóny zahrnovaly rozdílnou ekonomickou úroveň či zranitelnost bankovního systému a byly umocněny efekty přelévání mezi zeměmi.

Je tedy otázkou, zda vstup nových zemí do eurozóny nepřinese zvýšení heterogenity v odezvách zemí na měnověpolitické šoky. Cílem tohoto boxu je srovnat dopady měnové politiky ECB⁷ na jednotlivé země eurozóny s vlivem na vybrané země EU s vlastní měnou (Českou republiku, Polsko, Maďarsko, Bulharsko a Rumunsko, dále jako země CESEE)⁸ a osvětlit význam faktorů, které k rozdílným příspěvkům přispívají. Přítomnost různých měnověpolitických a kurzových režimů nedovoluje vytvořit předpoklad ohledně budoucího chování zemí CESEE v rámci měnové unie, výrazně odlišné odezvy těchto zemí by však potvrzovaly převažující vliv strukturální nesladěnosti a možnou hrozbu pro fungování jednotné měnové politiky.

Graf B1: Srovnání dopadů šoku na HDP a na ceny podle regionů (v p. b.)



Pozn.: Červený bod označuje průměr pro daný region, čára pak rozpětí mezi minimem a maximem.

Zdroj: Benecká, Fadejeva a Feldkircher (2018), výpočet ČNB.

Z jednoduchého srovnání podle regionů je patrné, že ceny v zemích CESEE v průměru reagují na měnověpolitické šoky více než v eurozóně (Graf B1). Průměrné dopady na reálný HDP jsou sice pro oba regiony téměř srovnatelné, v případě eurozóny je však rozpětí mezi minimální a maximální odezvou značné, což odráží její fragmentaci. Směrodatná odchylka u zemí CESEE je shodná či nižší než u eurozóny, což pro budoucí rozšíření měnové unie vyznívá příznivě.

K výraznější reakci v případě cenové hladiny přispívají v zemích CESEE zejména Bulharsko, Rumunsko či Maďarsko (Graf B2). Ze zemí eurozóny je odezva nejvyšší kromě Pobaltí v případě Irsku či Řecka. Naopak ceny v Itálii či Francii reagují na změnu v nastavení měnové politiky jen málo. Dopad na ceny v České republice je vyšší než Rakousku, Německu či Slovensku.

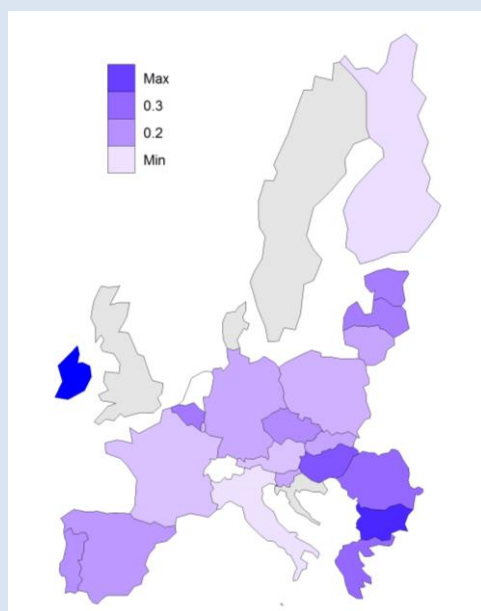
⁶ Viz např. práce Burriel a Galesi (2018).

⁷ Box zkoumá dopad nesystematické části měnové politiky ECB (tzn. části, která není systematickou odezvou na inflační tlaky), kterou zde reprezentují měnověpolitické šoky (snížení stínových sazeb o 25 b. b.).

⁸ Zkratka CESEE obecně označuje země střední, východní a jihovýchodní Evropy, v tomto boxu jde o souhrnné označení pěti vybraných zemí. Pro studium dopadů konvenčních i nekonvenčních měnověpolitických opatření na země eurozóny i mimo eurozónu byly použity výsledky z modelu GVAR z práce Benecká, Fadejeva a Feldkircher (2018). Tato práce zahrnuje 37 zemí, včetně 17 zemí eurozóny, v letech 2001 až 2006, přičemž použitá data pro každou zemi zahrnovala reálný HDP, cenovou hladinu, krátkodobé a dlouhodobé sazby, reálný kurz a cenu ropy.

Z hlediska reálného HDP vykazují nejsilnější reakci na měnověpolitické šoky pobaltské státy, Irsko či Finsko, nejmenší pak Řecko či Portugalsko (Graf B3). Odezvu pobaltských zemí umocňují nepřímé efekty působící přes další země EU mimo eurozónu, zejména Polsko. Také v případě České republiky je odezva značná, jen nepatrně nižší než u pobaltských zemí, na rozdíl od Pobaltí se však jedná o přímý vliv propojení s eurozónou. Reakce Polska či Maďarska je oproti ČR méně než poloviční. Reakce jádrových zemí eurozóny je z hlediska HDP výraznější než v cenové hladině.

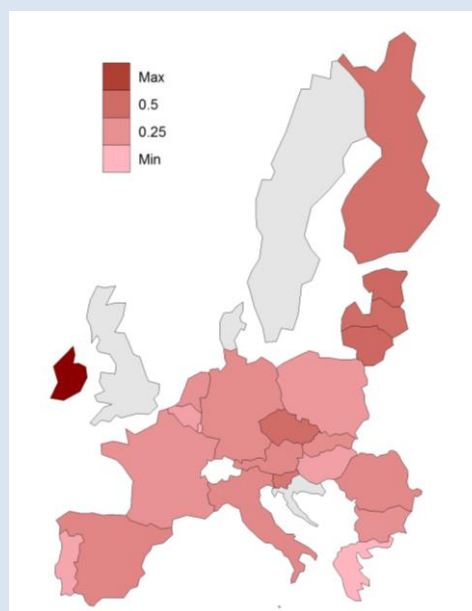
Graf B2: Srovnání dopadů šoku na ceny podle zemí (v %)



Pozn.: Dlouhodobé impulzní odezvy na měnověpolitický šok v eurozóně pro vybrané země EU. Nejtmavší odstín odpovídá nejvýraznější reakci.

Zdroj: Benecká, Fadejeva a Feldkircher (2018), výpočet ČNB.

Graf B3: Srovnání dopadů šoku na reálný HDP podle zemí (v %.)



Pozn.: Dlouhodobé impulzní odezvy na měnověpolitický šok v eurozóně pro vybrané země EU. Nejtmavší odstín odpovídá nejvýraznější reakci.

Zdroj: Benecká, Fadejeva a Feldkircher (2018), výpočet ČNB.

Pro porozumění rozdílných dopadů na země eurozóny a země CESEE je nutné zohlednit nejen společnou či rozdílnou měnu, ale i další ekonomické a institucionální charakteristiky.

Byla proto provedena robustní regresní analýza, která zahrnovala základní makroekonomické charakteristiky jako otevřenost v zahraničním obchodě (podíl zahraničního obchodu na HDP), míru kapitálových restrikcí, finanční proměnné (např. podíl kapitálu bank na aktivech) či strukturální indikátory jako míra regulace.

K vyššímu dopadu na reálný HDP přispívá zejména nižší míra regulace na trhu práce, trhu zboží i v podnikatelských podmínkách, přítomnost efektů přelévání či vyšší přidaná hodnota ve zpracovatelském průmyslu. Naopak vyšší podíl kapitálu bank na aktivech, tj. menší zranitelnost bankovního sektoru, či vyšší otevřenost v zahraničním obchodě jsou spojeny s nižším dopadem. V případě síly odezvy cenové hladiny hraje roli zejména kapitálová vybavenost bankovního systému či kapitálové restrikce.

Lze tedy shrnout, že vedle strukturálních bariér ovlivňuje míru dopadu měnověpolitických opatření na reálný HDP či na cenovou hladinu také finanční a obchodní propojenost.

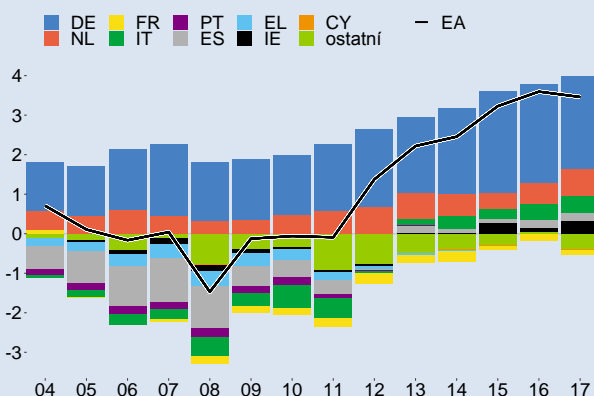
V případě HDP převažuje vliv obchodních vazeb, zatímco otevřenost pro kapitálové transakce či stabilita bankovního systému ovlivňuje cenový kanál. Pouhé členství v eurozóně pak není dostatečným faktorem pro vysvětlení rozdílů mezi zeměmi. Provedená analýza naopak zdůrazňuje vliv kanálů přelévání nebo jejich bariér na celkový efekt měnové politiky.

Box 2: Vnější ekonomické nerovnováhy v zemích eurozóny⁹

V prvních pokrizových letech dosahovala eurozóna vyrovanané pozice na běžném účtu platební bilance, od roku 2012 pak postupně rostl jeho přebytek (Graf B4). Nárůst celkového přebytku je dán zejména dvěma faktory. Na jedné straně většina členských zemí, které měly před finanční krizí deficity běžného účtu, nyní dosahuje přebytků či alespoň podstatně nižších deficitů. Na druhé straně pak došlo k nárůstu kladného salda u zemí, které tradičně vykazují přebytek běžného účtu, jako je Německo a Nizozemí.

Výrazné nerovnováhy na běžných účtech deficitních zemí eurozóny z období před finanční krizí se tedy do značné míry snížily. Tyto nerovnováhy odrážely nárůst zadluženosti veřejného i soukromého sektoru a ztrátu konkurenceschopnosti především v zemích jižního křídla eurozóny (ve Španělsku, Itálii, Portugalsku a Řecku).

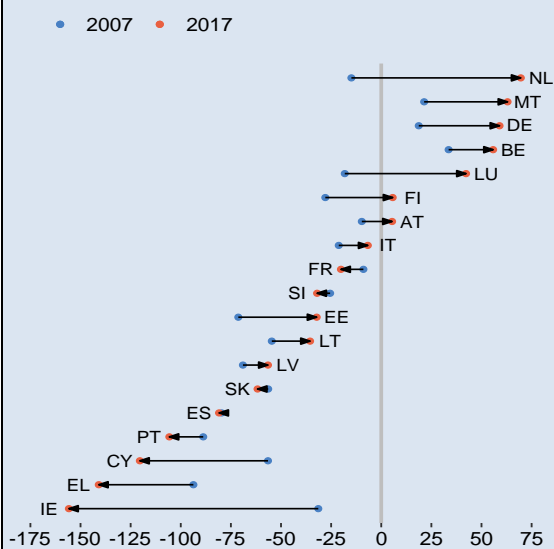
Přestože u většiny zemí eurozóny došlo ke zlepšení pozice na běžném účtu, jejich čistá mezinárodní investiční pozice (NIIP) významné zlepšení nezaznamenala (Graf B5). Záporná pozice se tak u dlužnických členských zemí sice zřetelně neprohlubuje, k jejímu snížení však

Graf B4: Běžný účet eurozóny (% HDP)

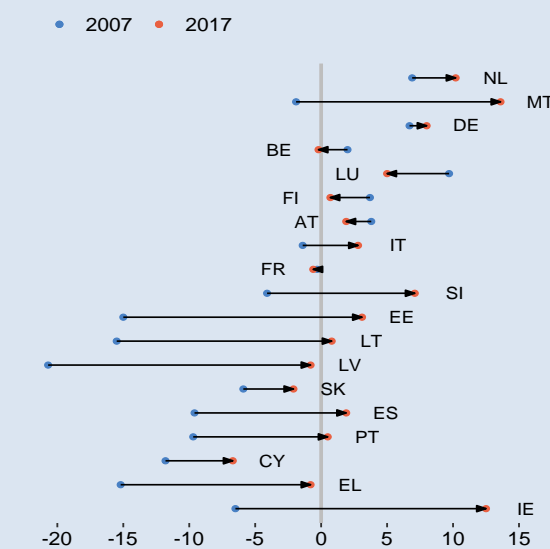
Zdroj: Eurostat, centrální banky Nizozemí, Řecka, Irsko, Kypru, výpočet ČNB

Graf B5: Vývoj vnějších nerovnováh v zemích eurozóny

Čistá mezinárodní investiční pozice
(NIIP / HDP, v %)



Bilance běžného účtu
(BÚ / HP, v %)



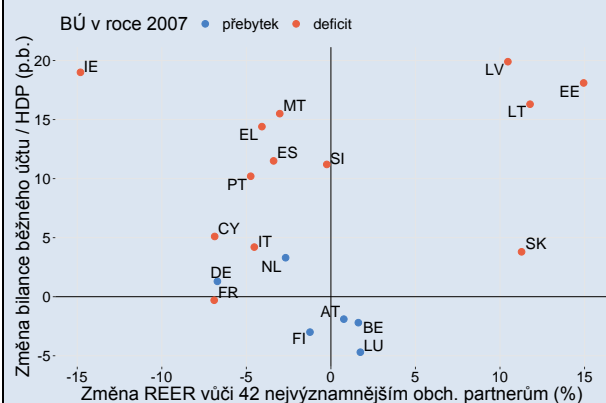
Zdroj: Eurostat

⁹ Tento text navazuje na Box 1 z loňských Analýz sladění, který popisoval makroekonomické nerovnováhy pohledem indikátorů používaných v postupu při makroekonomické nerovnováze (MIP) v roce 2017. Letošní box se zaměřuje detailněji na popis vývoje vnějších nerovnováh zemí eurozóny po finanční krizi.

pravděpodobně povede ještě velmi dlouhá cesta. V měnové unii jsou tak na jedné straně země dosahující výrazné kladné věřitelské pozice vůči zahraničí (např. Německo, Nizozemí, Belgie, Lucembursko), a na druhé straně země dosahující výrazně záporné pozice. K takovým zemím patří Irsko (především vlivem významného přílivu přímých zahraničních investic) a dále Řecko, Kypr, Portugalsko a Španělsko, jejichž záporná investiční pozice odráží především zadlužení veřejného či soukromého sektoru. Naproti tomu v Itálii, kde zadlužení vládního sektoru převyšuje 130 % HDP, dosahuje čistá investiční pozice pouze mírné záporné hodnoty (okolo 7 % HDP), což je dáno tím, že většinu (téměř 70 %) veřejného dluhu drží domácí subjekty.

Členství v měnové unii vylučovalo v krizových a následných dobách možnost narovnání relativních vnějších nerovnováh deficitních zemí standardním přizpůsobovacím mechanismem, tedy znehodnocením jejich nominálního měnového kurzu oproti měnám zemí s přebytkem. Země v eurozóně se tak musely spoléhat především na zbývající cenový a důchodový vyrovnávací mechanismus. Z pohledu cenového vyrovnávacího mechanismu, kdy dojde k obnovení konkurenceschopnosti země prostřednictvím tzv. vnitřní devalvace, tedy relativního poklesu domácích cen (resp. mezd a platů), došlo v zemích jižního křídla k oslabení reálného efektivního kurzu vůči nejvýznamnějším obchodním partnerům a zároveň ke zlepšení situace na jejich běžném účtu platební bilance (Graf B6). Toto reálné oslabení bylo nicméně nižší než např. u Německa, u něhož přebytek běžného účtu vzrostl pouze mírně. Na druhou stranu Slovensko a pobaltské země zaznamenaly reálné posílení kurzu, které bylo také spojeno se snížením deficitů jejich běžného účtu. Ke zmírnění vnějších nerovnováh v těchto zemích přispěl vedle poklesu relativních cen také pokles HDP a následné zpomalení jeho růstu oproti předkrizovým tempům (důchodový vyrovnávací mechanismus). Oba tyto mechanismy (tj. jak cenový, tak důchodový) však mají svá omezení. Dlouhodobé kvalitativní zlepšení konkurenceschopnosti se neobejde bez implementace strukturálních reforem a systémového řešení nadměrného veřejného i soukromého zadlužení.

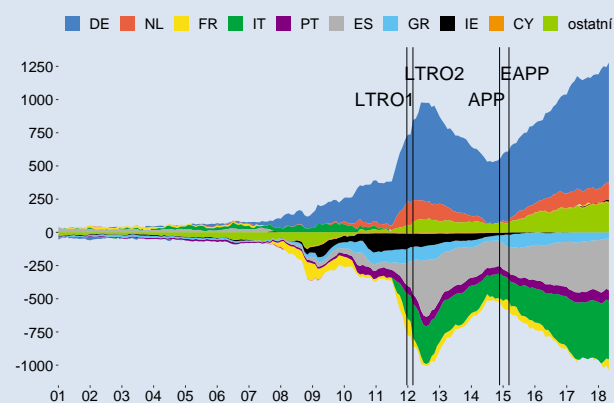
Graf B6: Změna reálného efektivního kurzu a změna bilance běžného účtu



Pozn.: REER vůči 42 nejvýznamnějším obchodním partnerům, kladná hodnota – zhodnocení kurzu. Změny mezi lety 2007 a 2017.

Zdroj: Eurostat

Graf B7: Vývoj pozic jednotlivých zemí v systému TARGET2 (mld. EUR)



Pozn.: LTRO1/LTRO2: dvě mimořádné likviditní operace ECB; APP – spuštění programu nákupu aktiv; EAPP – spuštění rozšířeného nákupu aktiv.

Zdroj: ECB

Na druhou stranu samotná konstrukce měnové unie odvrátila krizový scénář náhlého zastavení přílivu (resp. odlivu) kapitálu (sudden stop) a následné krize platební bilance. Země eurozóny během krize de facto nepotřebovaly vlastní devizové rezervy pro vypořádání transakcí

v rámci měnové unie, neboť potřebná eurová likvidita jim byla automaticky dodávána přes samotný Eurosystem.¹⁰ Díky tomuto mechanismu se země jižního křídla vyhnuly krizi likvidity především v období, kdy banky ze severních zemí stahovaly svoje aktiva z jižních zemí a tamější komerční banky měly problémy zajistit si tržní financování. ECB tak v podstatě nahradila mezibankovní trh, zamezila dalšímu prohloubení finanční krize a umožnila pozvolné přizpůsobení běžného účtu zemí s jeho deficitem.

Na vrcholu dluhové krize se dodávání likvidity ze strany Eurosystemu spolu s toky kapitálu ze zemí jižního křídla eurozóny odráželo v nárůstu pozic v zúčtovacím systému TARGET2 (Graf B7).¹¹ Pozice v tomto systému odrážejí mj. nahromaděné deficity a přebytky v platební bilanci dané země s jinými zeměmi eurozóny.¹² Přibližně do konce roku 2007 neměla žádná národní centrální banka významnější pozici v systému TARGET2, neboť deficity běžných účtů zemí eurozóny byly financovány přílivem kapitálu z přebytkových zemí. S příchodem finanční krize však po roce 2008 došlo k obratu: s nárůstem rizika se zastavil příliv kapitálu do problémových zemí, navíc se investoři, včetně domácích, začali zbavovat aktiv v těchto zemích. Faktorem nejistoty bylo mimo jiné další setrvání dané země (zejména Řecka) v eurozóně a z toho plynoucí riziko znehodnocení původně eurových investic v této zemi tím, že by země přešla na vlastní devalvovanou měnu (tzv. riziko redenominace). Kombinace deficitů běžných účtů a odlivu investic z rizikových zemí do přebytkových zemí jádra eurozóny tak vedla po roce 2010 ke kumulaci výrazných pozic v systému TARGET2.

Nárůst pozic v systému TARGET2 v posledních letech je však spojen zejména s nekonvenční měnovou politikou ECB. Na konci roku 2011 a na začátku roku 2012 provedla ECB dvě mimořádné LTRO operace na dodání likvidity v Eurosystemu, v jejichž rámci čerpaly komerční banky u ECB výhodné zajištěné půjčky v prostředí nefunkčního mezibankovního trhu. Přebytečná likvidita byla následně přesouvána ze zemí jižního křídla především do Německa a Nizozemí, u nichž tak rostly kladné pozice v systému TARGET2. Tyto pozice pak byly při splacení půjček postupně narovnány. Další nárůst pozic od září 2014 pak odráží program nákupů aktiv ze strany centrálních bank Eurosystemu (nejdříve APP, od března 2015 EAPP).¹³ Vzhledem k tomu, že nákupy probíhají z velké části (asi 50 %)¹⁴ od nerezidentských bank se sídly ve finančních centrech (Německo, Nizozemí), kladné pozice centrálních bank těchto zemí v systému rostou. V roce 2018 tak pohledávky Německa za Eurosystemem v systému TARGET2 již přesáhly 28 % jeho HDP.

¹⁰ ECB od 15. října 2008 prováděla refinanční operace za fixní sazbu a s tzv. plným přidělením (full allotment), takže objem dodané likvidity do bankovního sektoru byl dán poptávkou a byl omezen pouze množstvím dodaného kolaterálu.

¹¹ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.

¹² Viz Cecchetti et al. (2012).

¹³ K nárůstu pozic dochází mechanicky ve chvíli, kdy jedna národní centrální banka se zápornou pozicí v systému TARGET2 nakoupí cenný papír od komerční banky v zemi, jejíž centrální banka má kladnou pozici.

¹⁴ Viz ECB Bulletin 3/2017.

2 HOSPODÁŘSKOPOLITICKÝ A INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EVROPSKÉ UNII A V EUROZÓNĚ

Snaha EU a zejména eurozóny o prohlubování integrace, zvláště v oblasti hospodářských a fiskálních politik, v roce 2018 zásadně nepokročila. Stále nebyla dokončena jednání o některých pilířích bankovní unie a rovněž snižování rizik v bankovních sektorech dosud probíhá. Dokončena nebyla ani reforma eurozóny, která by zajistila její stabilitu pro případ budoucí ekonomické či finanční krize. Nejasný je v současnosti výsledek jednání se Spojeným královstvím o brexitu a budoucím nastavení vzájemných, zejména hospodářských vztahů. Nebyla rovněž vyřešena rizika vyplývající ze svrchovaných expozic a vysokého veřejného zadlužení některých zemí. Dopady tohoto vývoje na Českou republiku i ostatní státy EU, ač je nyní nelze kvalifikovaně odhadnout, bude třeba brát v úvahu při budoucím rozhodování o načasování vstupu do měnové unie. Nové instituce a pravidla vytvořené v předchozích letech v reakci na hospodářskou a finanční krizi podstatným způsobem změnilly podobu eurozóny, a tedy i obsah závazku přijetí eura, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU. Jejich fungování je tedy nezbytné řádně vyhodnotit. Kromě přímých nákladů, které vyplývají z případné účasti na existujících záchranných mechanismech eurozóny, je třeba vzít v úvahu omezení národních pravomocí v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi. Dále nelze opominout implikace vyplývající z budoucího uspořádání a institucionálních změn eurozóny. Stejně tak je třeba uvážit finanční náklady spojené s případnými fiskálními problémy členů eurozóny a jejich finančních sektorů. V neposlední řadě je třeba rovněž upozornit na nový požadavek zemí eurozóny, aby zájemci o vstup do mechanismu směnných kurzů ERM II současně vstoupili také do bankovní unie. Vzhledem k výše uvedenému je nutno konstatovat, že v současné době nejsou známy všechny potenciální závazky, které budou do budoucna s přijetím eura pro Českou republiku spojeny.

V oblasti koordinace hospodářských politik EU nedošlo oproti minulým letům k zásadnějším změnám. V pořadí osmý cyklus tzv. evropského semestru byl v listopadu 2017 zahájen vydáním Roční analýzy růstu 2018, v níž Evropská komise znovu potvrdila hlavní hospodářské a sociální priority z předchozích let. Důraz na (i) podporu investic, (ii) pokračující zavádění strukturálních reforem a (iii) zajišťování odpovědných fiskálních politik trvá s ohledem na různé fáze hospodářského cyklu, v nichž se členské státy nacházejí. Dalším standardním krokem v rámci evropského semestru bylo zveřejnění analytických zpráv o jednotlivých členských zemích Evropskou komisí v březnu 2018. Na něj navázaly národní programy reforem a konvergenční programy, resp. programy stability členských států, a návrh specifických doporučení Rady.

Systém koordinace hospodářských politik nadále zůstává zatížen slabou mírou naplňování vydaných doporučení, která nejsou právně závazná a tedy ani vynutitelná. Ne vždy dostatečné respektování a dodržování pravidel stanovených v rámci Paktu o stabilitě a růstu (SGP), jež do značné míry umožňuje politická benevolence, je překážkou potřebné fiskální stability a odolnosti.¹⁵ Rozpočtové politiky v řadě členských států tak stále potenciálně balancují na hraně SGP, celkově však v oblasti plnění fiskálních pravidel pokračuje postupné zlepšování. Poté, co byl v roce 2017 ukončen postup při nadměrném schodku (EDP) v případě Chorvatska, Portugalska, Řecka a Spojeného království, rozhodla Rada EU v červnu 2018 o ukončení EDP s Francií. Jedinou zemí podléhající postupu při nadměrném schodku je tak v současnosti Španělsko. V rámci dohledu nad makroekonomickými nerovnováhami (MIP) byly u dvou zemí eurozóny (Kypr a Itálie)¹⁶ identifikovány nadměrné makroekonomické nerovnováhy, postup při nadměrné nerovnováze (EIP) s nimi nicméně nebyl dosud zahájen.

Řecko v roce 2018 ukončilo čerpání finanční pomoci z Evropského stabilizačního mechanismu (ESM).¹⁷ Pokračovala přitom jednání o jeho dluhové situaci a na zasedání euroskupiny

¹⁵ Na tento problém je opakovaně upozorňováno, viz např. MMF (2018) nebo Evropský účetní dvůr (2018).

¹⁶ V rámci celé EU byla dále nadměrná nerovnováha identifikována v Chorvatsku.

¹⁷ Program finanční pomoci z ESM skončil 20. srpna 2018. Téměř souběžně, 31. srpna 2018, vypršel program MMF, který umožnil jeho formální zapojení do pomoci Řecku, jež bylo podmínkou pro pokračování programu ESM, ovšem bez vyplacení finančních prostředků, které bylo podmíněno zajištěním dluhové udržitelnosti země. Tato podmínka nebyla z pohledu MMF naplněna, a k výplatě finančních prostředků z programu MMF proto nedošlo.

v červnu 2018 byla dohodnuta opatření pro dluhovou úlevu, která mají dle eurozóny napomoci zajistit dlouhodobou udržitelnost řeckého vládního dluhu. Přijatá opatření spočívají především v prodloužení splatnosti závazků vůči EFSF,¹⁸ tedy odkladu úroků i splátek jistin o 10 let. Řecku byla zároveň dle dohody vyplacena poslední tranše programu ESM¹⁹ a v rámci pololetních transferů mu budou do r. 2022 zpět z Euro systému vypláceny úroky z vydaných dluhopisů (zisk ECB a národních centrálních bank zemí eurozóny). Podmínkou vyplácení těchto transferů je pokračující zavádění reformem dohodnutých v rámci programu ESM. Řecko je od ukončení programu podrobeno podrobnému dohledu (tzv. „enhanced surveillance“) na čtvrtletní bázi, na němž se s Evropskou komisí, ECB a ESM podílí též MMF. Evropští věřitelé navíc přislíbili v případě potřeby poskytnout Řecku dodatečnou dluhovou úlevu. Přesto v otázce dlouhodobé dluhové udržitelnosti Řecka přetrvávají rozdílné názory mezi evropskými věřiteli a MMF, který nadále vyjadřuje pochybnosti ohledně udržitelnosti v dlouhém období.

Pohledávky ESM vůči Řecku mohou přitom být jedním z významných faktorů při rozhodování ČR o vstupu do eurozóny. Největším řeckým věřitelem s celkovou pohledávkou přes 190 mld. EUR jsou totiž evropské záchranné mechanismy (ESM a jeho předchůdce EFSF), které drží více než polovinu jeho veřejného dluhu. S přijetím společné evropské měny ze strany dalších zemí EU včetně České republiky je přitom spojena mj. účast v ESM.²⁰ Z této účasti pramení povinnost podílet se na základním kapitálu ESM a všech právech a povinnostech, jež z členství vyplývají.²¹ Zajištění dlouhodobé udržitelnosti řeckého dluhu je proto důležité také z hlediska finančních zájmů České republiky. Ačkoli splatnost prvních pohledávek ESM vůči Řecku nastane až v roce 2034, nelze do budoucna vyloučit nutnost další dluhové reprofilace nad rámec dohodnutých opatření. V tomto ohledu je českému zájmu dlouhodobě bližší pozice MMF. Před učiněním rozhodnutí o vstupu do eurozóny je třeba aspekt řeckého dluhu důkladně zvážit, respektive usilovat o odstranění nejistoty ohledně jeho dlouhodobé udržitelnosti, případně usilovat o to, aby nové členské státy eurozóny nenesly riziko ztráty z expozic ESM vzniklých před jejich přistoupením do měnové unie.

Mezi Evropskou unií a Spojeným královstvím pokračují formální vyjednávání o brexitu, tedy ukončení členství země v EU, jež by mělo nastat 30. března 2019. Jednání se soustředila na podmínky vystoupení Spojeného království a nastavení budoucích, zejména hospodářských vztahů s EU. Klíčovým milníkem bylo představení návrhu výstupové dohody ze strany Komise v březnu 2018. Tato dohoda by měla pokrývat úpravu práv občanů, některá ustanovení o rozdělení, přechodné období, finanční vyrovnání, úpravu institucionálních vztahů aj. Pokud bude na této výstupové dohodě dosaženo shody a tato bude řádně ratifikována, mělo by se uplatnit do 31. prosince 2020 tzv. přechodné období, v němž by v zásadě ve Spojeném království stále platila většina unijního práva, avšak již bez participace jeho zástupců v unijních orgánech. Budoucí hospodářské vztahy by měly být následně upraveny v komplexní dohodě o volném obchodu, která by však měla být uzavřena až po odchodu Spojeného království z EU. Svě představy o budoucích hospodářských vztazích Spojené království zveřejnilo v červnu 2018 v tzv. bílé knize. Základní principy budoucích vztahů by měly být vtěleny do politického prohlášení, které by mělo doprovázet výstupovou dohodu a mělo by tvořit základ pro vyjednávání dohody o volném obchodu.

Není nicméně vyloučeno ani riziko tzv. tvrdého brexitu. Jde o možnost, že shody na výstupové dohodě nebude dosaženo, případně že tato dohoda nebude včas ratifikována, a Spojené království

¹⁸ Předchůdce ESM, který poskytl druhý záchranný program Řecku v celkové vyplacené výši 141,8 mld. EUR, z níž zůstává nesplaceno 130,9 mld. EUR.

¹⁹ Poslední tranše ESM byla ve výši 15 mld. EUR (čímž celková dlužná částka v programu ESM vzrostla na 59,9 mld. EUR z celkové schválené maximální výše programu 86 mld. EUR).

²⁰ ČR by teoreticky mohla přijmout euro, aniž by se stala smluvní stranou smlouvy o ESM, avšak členové eurozóny mohou svůj souhlas s přijetím eura v ČR fakticky podmiňovat vstupem do ESM.

²¹ V hypotetickém případě účasti ČR v ESM by její celkový kapitálový závazek činil cca 415 mld. Kč, z čehož by země měla povinnost do čtyř let splatit základní kapitál ve výši cca 48 mld. Kč. Zbývající část tvoří splatný tzv. na zavolání. Výpočet vychází z relevantních údajů Eurostatu, pravidel pro výpočet kapitálového klíče ve Smlouvě o zřízení ESM a z kurzu 25,6 Kč/EUR. V hypotetickém případě odpisu celkové aktuální pohledávky ESM vůči Řecku (59,9 mld. EUR), tedy při realizaci maximální možné ztráty, by podíl ČR jakožto člena ESM na ní činil přibližně 35 mld. Kč.

vystoupí z EU bez existence specifické právní úpravy a bez přechodného období. I na tuto eventualitu tvrdého brexitu, po němž by se hospodářské vztahy mezi Unií a Spojeným královstvím řídily obecnými pravidly WTO, proto probíhají přípravy jak na unijní, tak i na národní úrovni. Vyjednávání je na britské straně stále doprovázeno napjatou vnitropolitickou situací, což se projevilo např. rezignací ministra pro vyjednání odchodu UK z EU Davida Davise a ministra zahraničních věcí Borise Johnsona v průběhu vyjednávání.

Odchod Spojeného království z EU ovlivní i faktické postavení zemí mimo eurozónu v rámci diskusí o budoucnosti EU a může být i jedním z faktorů v úvahách o přijetí eura.

Prohlubování hospodářské a měnové unie (HMU) v počtu 27 členů představuje obecně výzvu pro malé a střední státy bez ohledu na jejich členství v měnové unii. Významné názorové rozdíly ohledně její další podoby mezi jednotlivými skupinami zemí totiž nadále přetrvávají. 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.²² Odchodem Spojeného království také dojde k oslabení skupiny států obhajujících v EU liberalizaci obchodu, snižování regulatorní zátěže a prohlubování vnitřního trhu, kam patří mj. Česká republika. V tomto kontextu vzniká skupina severských států i jako možná protiváha k eventuální francouzsko-německé dominanci v EU.

Diskusi o prohlubování HMU v roce 2018 ovlivnilo představení několika iniciativ Evropské komise.

Ty jsou obsaženy ve Sdělení o dokončení bankovní unie a v plánu prohloubení evropské Hospodářské a měnové unie (tzv. mikulášský balíček) z prosince 2017. V květnu 2018 spolu s představením návrhu víceletého finančního rámce pro roky 2021–2027 Komise předložila návrhy na vznik evropské funkce investiční stabilizace (EISF) a programu na podporu reforem. Účelem EISF má být podpora členských států eurozóny a států účastnících se mechanismu směnných kurzů ERM II prostřednictvím úvěrů na financování veřejných investic se zvýhodněným úročením, pokud by tyto státy byly zasaženy výraznými asymetrickými šoky projevujícími se kvalifikovaným zvýšením nezaměstnanosti a zároveň by splňovaly určitá kvalifikační kritéria. Cílem EISF je udržení výše veřejných investic, které směřují do předem definovaných projektů. V rámci programu na podporu reforem by měla být poskytována finanční pomoc členským státům pro přípravu a provádění prorůstových strukturálních reforem, přičemž speciální součástí by měl být tzv. konvergenční nástroj dostupný pro státy mimo eurozónu, které vyjádřily závazek přijmout euro. Podmínkou pro čerpání těchto zdrojů by dle návrhu Komise bylo deklarování konkrétního termínu přijetí eura v daném státě.

Komise též v rámci mikulášského balíčku navrhla transformaci ESM a jeho přejmenování na

Evropský měnový fond. Ten by měl současně sloužit jako záchranný jistící mechanismus (tzv. backstop) pro Jednotný fond řešení krizí (SRF).²³ Mikulášský balíček dále obsahoval iniciativy směřující k inkorporaci Smlouvy o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii, tzv. fiskálního paktu, do unijního práva či myšlenku na zřízení funkce evropského ministra hospodářství a financí. U těchto iniciativ však zatím nebylo dosaženo významnějšího pokroku.

²² Své postoje k dalšímu posilování HMU formulovaly i některé členské státy. Lze uvést tzv. non-paper osmi severských států z března 2018 (Dánsko, Estonsko, Finsko, Irsko, Litva, Lotyšsko, Nizozemsko a Švédsko), který zdůrazňuje nutnost plnění povinností na národní úrovni a dodržování stávajících pravidel před dalšími rozsáhlými změnami. Dubnový poziční dokument Španělska naopak nabádá k různějšímu postupu při budování architektury HMU včetně vytvoření společné fiskální stabilizační funkce. Francouzsko-německá mesebergská deklarace z června 2018 pak např. obsahuje návrhy na vznik rozpočtu eurozóny či evropského stabilizačního fondu pro případy nezaměstnanosti. S ohledem na výše zmíněné odlišné pozice členských zemí nedošlo v letošním roce v oblasti prohlubování HMU k zásadnímu posunu.

²³ ESM byl založen na mezivládním základě, Komise navrhla jeho transformaci do unijního práva prostřednictvím nařízení EU. Na unijní úrovni však vznikla politická shoda na zachování mezivládní povahy i stávajícího názvu ESM při zavedení zmíněného backstopu a několika dalších změnách v jeho fungování (podmínky využití záchranných nástrojů, role ESM v přípravách a monitoringu jednotlivých programů aj.). Konkrétní návrh legislativního textu by měl být předložen do konce roku 2018.

SRF je fond financovaný příspěvky z bankovního sektoru států účastnících se bankovní unie, který by měl zajistit, že problémy bank, které se ocitnou na pokraji úpadku, budou vyřešeny s co nejmenšími náklady pro veřejné rozpočty a reálnou ekonomiku.

Vedle backstopu pro SRF byly projednávány i další návrhy v souladu se závěry Rady dne 17. června 2016 o plánu na dokončení bankovní unie. Plán Rady stanoví posloupnost jednotlivých kroků a podmínky pro projednání jednotlivých návrhů, přičemž předpokladem pro diskusi o opatřeních ke sdílení rizik je předchozí dosažení dostatečného pokroku při jejich snižování. V roce 2018 probíhala debata o aktualizaci a konkretizaci plánu na dokončení bankovní unie z roku 2016 a o stanovení kritérií pro určení, zda dosažený pokrok v redukci rizik je již možno označit za dostatečný. Prohlášení červnového eurosummitu v rozšířeném složení za účasti představitelů zemí mimo eurozónu v této souvislosti potvrdilo posloupnost stanovenou v závěrech Rady z roku 2016. Přetrvávající absenci shody na zásadních reformách HMU potvrzuje stručnost prohlášení, které bez bližších podrobností konstatuje, že práce na reformních návrzích budou pokračovat a eurosummit se k nim vrátí v letošním prosinci.

V rámci kroků pro snižování rizik bylo v květnu 2018 dosaženo obecného přístupu Rady k balíčku návrhů usilujících o posílení bankovního sektoru v EU. Tyto legislativní návrhy byly předloženy Komisi v listopadu 2016 a usilují o posílení bankovního sektoru prostřednictvím snížení rizik v jednotlivých národních bankovních sektorech (RRM balíček).²⁴ Legislativní proces bude nyní pokračovat tzv. triology s Evropským parlamentem. Jednání o návrhu na zřízení Evropského systému pojištění vkladů (EDIS), jenž by znamenal sdílení rizik, pokračuje v souladu s výše zmíněnými závěry Rady z roku 2016 pouze na technické úrovni. Nicméně v prohlášení z červnového eurosummitu 2018 je zahrnuta věta, podle níž je třeba začít pracovat na harmonogramu pro zahájení politických jednání o EDIS.

Česká vláda nadále zastává pozici se k bankovní unii v současné situaci nepřipojit. Důvody jsou současná nedokončenost projektu bankovní unie, nedostatečné zkušenosti s jejím praktickým fungováním, resp. nejistota o její konečné podobě a s ní spojených nákladech.²⁵ K otázce účasti v bankovní unii se vláda chce vrátit na základě další aktualizace Studie dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii, která by měla být předložena v březnu 2019.

Jedním z dlouhodobě diskutovaných konceptů v EU je myšlenka tzv. evropských bezpečných aktiv (European Safe Bonds), respektive společných dluhopisů eurozóny. Ta se v různých podobách pravidelně objevuje v evropské debatě. V květnu 2018 představila Komise její zatím poslední verzi v podobě návrhu nařízení k podpoře vzniku cenných papírů zajištěných státními dluhopisy (SBBS). Mělo jít o sekuritizovaný finanční nástroj denominovaný v eurech, jehož podkladovými aktivy by byly státní dluhopisy členských zemí eurozóny. Návrh však nezískal mezi členskými státy podporu, a jeho projednávání bylo rakouským předsednictvím v Radě pozastaveno.

Z pohledu České republiky je zásadní také nový přístup k přijímání nových členů do Evropského mechanismu směnných kurzů (ERM II) jakožto „předpokoje“ eurozóny. V návaznosti na neformální jednání o podmínkách pro vstup Bulharska do ERM II bulharské orgány v červnu 2018 oficiálně deklarovaly úmysl požádat do července 2019 o přistoupení do ERM II a současně k témuž datu vstoupit i do bankovní unie. Bulharsko se dále dobrovolně zavázalo před vstupem do ERM II podniknout řadu reformních kroků. V reakci na bulharský dopis bylo 12. července 2018 přijato prohlášení členských zemí eurozóny, Dánska a ECB, které vítá bulharské reformní závazky a předpokládá, že Bulharsko procesně nejprve požádá o přistoupení k Jednotnému mechanismu dohledu (SSM) formou navázání úzké spolupráce mezi ECB a bulharskou centrální bankou²⁶ a po rozhodnutí ECB o konkrétním datu zahájení úzké spolupráce proběhne ke stejnému dni i vstup Bulharska do ERM II. Další faktickou podmínkou pro jeho přijetí do ERM II je splnění

²⁴ RRM balíček obsahuje novelizaci rámce pro výkon činnosti a obezřetnostní pravidla úvěrových institucí a investičních podniků, jakož i pravidla pro ozdravné programy a řešení jejich krizí.

²⁵ Viz usnesení vlády ČR ze dne 30. května 2016 č. 480 k aktualizaci Studie dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii.

²⁶ Vedle toho musí Bulharsko rovněž patřičně upravit vnitrostátní legislativu a ratifikovat mezivládní dohodu o převodu a sdílení příspěvků do Jednotného fondu pro řešení krizí tak, aby k datu vstupu do bankovní unie bylo připraveno plně participovat v Jednotném mechanismu pro řešení krizí. ECB před vydáním rozhodnutí o navázání úzké spolupráce provede posouzení žádosti včetně vyhodnocení významu úvěrových institucí a provedení komplexního posouzení, pokud je uzná za potřebné.

vyhlášených reformních závazků, které vyhodnotí ECB a Evropská komise. Prohlášení rovněž deklaruje, že v souladu s principem rovného zacházení se bude obdobně postupovat i v případě dalších zájemců o členství v ERM II. Lze tudíž předpokládat, že v budoucnu bude snaha uplatnit výše uvedený postup, tj. podmínit vstup do ERM II současným vstupem do bankovní unie, i pro ostatní země, které by se rozhodly pro přistoupení k ERM II, včetně České republiky.

Nový postup představuje zásadní změnu oproti dosavadnímu přístupu ke vstupu nových členů do ERM II. Ten je nyní fakticky podmiňován vstupem do bankovní unie a dalšími závazky, byť jsou formulovány jako dobrovolné, jejichž splnění musí být navíc kladně vyhodnoceno ze strany EK a ECB. Primární právo EU, právní úprava ERM II, nařízení o SSM ani jiné předpisy unijního práva přitom žádné takové podmínky pro samotný vstup do ERM II nestanoví. Jedná se tak o zásadní změnu podmínek a toto faktické rozšiřování povinností jednotlivých kandidátských zemí na vstup do ERM II navíc probíhá prostřednictvím právně nezávazných prohlášení skupiny členských států EU.

Box 3: Přehled vybraných institucionálních dopadů vstupu do eurozóny

Okamžikem přijetí jednotné evropské měny svěřuje dotýčný stát výkon pravomocí měnové politiky, včetně kurzové politiky, Evropské centrální bance. Národní centrální banky se po vstupu do eurozóny podílejí na tvorbě jednotné měnové politiky z titulu členství jejich guvernéra v hlavním rozhodovacím orgánu ECB, Radě guvernérů.²⁷ Po vstupu do eurozóny musí národní centrální banka doplatit nesplacenou část upsaného kapitálu ECB.²⁸ Přijetím jednotné evropské měny dochází k nahrazení příslušné národní měny eurem²⁹ a národní centrální banka se stává plnohodnotným členem platebního systému TARGET2.

Vedle často zmiňované stěžejní změny ve výkonu měnové politiky má přijetí eura i další zásadní dopady. Nejpozději s přijetím eura se daná země stane členem bankovní unie³⁰ a je možné, že vstup do bankovní unie bude do budoucna faktickou podmínkou pro přistoupení již do ERM II. S členstvím v bankovní unii je spojena účast v Jednotném mechanismu dohledu (SSM), v jehož rámci přechází na ECB rozhodující pravomoci národního dohledového orgánu, např. vydávání a odnímání povolení k činnosti pro úvěrové instituce či přímý výkon dohledu nad tzv. významnými úvěrovými institucemi. V rámci ECB je pro dohledové účely zřízena Rada dohledu složená převážně ze zástupců národních dohledových orgánů členských států bankovní unie. Úvěrové instituce přistoupičího státu jsou povinny podílet se na úhradě nákladů ECB spojených s výkonem dohledu v podobě ročních poplatků.

Dalším pilířem bankovní unie je Jednotný mechanismus pro řešení krizí (SRM), tvořený národními orgány pro řešení krizí a Jednotným výborem pro řešení krizí, který rozhoduje o způsobu řešení bankovních krizí a o užití prostředků z Jednotného fondu pro řešení krizí (SRF). Nutnou podmínkou pro vstup do bankovní unie je uzavření a ratifikace mezivládní dohody o převádění a sdílení příspěvků do SRF. Dohoda upravuje postupné naplňování SRF z příspěvků bankovních sektorů jednotlivých zúčastněných států. Tyto příspěvky jsou před vstupem země do bankovní unie shromažďovány v příslušném národním fondu pro řešení krizí a po vstupu jsou převedeny do SRF. Úvěrové instituce přistoupičího státu jsou také povinny podílet se na úhradě nákladů spojených se správou Jednotného výboru pro řešení krizí.

Po přijetí eura se zvyšuje význam dalších stabilizačních politik, které má národní centrální banka k dispozici, v případě ČNB makroobezřetnostní politiky i mikroobezřetnostního dohledu. V situaci, kdy by hospodářský a finanční cyklus v české ekonomice nebyl synchronizován s celkovým vývojem

²⁷ Guvernér centrální banky členské země ovšem v rámci svého působení v Radě guvernérů nezastupuje zájmy své země či centrální banky, nýbrž zájmy eurozóny jako celku.

²⁸ Centrální banky členských států EU, které stojí mimo eurozónu, mají povinnost splatit pouze 3,75 % z na ně připadajícího podílu na upsaném kapitálu ECB.

²⁹ ECB a národní centrální banky zemí eurozóny jsou jedinými institucemi, které jsou oprávněny vydávat bankovky jako zákonné platidlo v eurozóně. Právo vydávat mince přísluší zemím eurozóny, ale je omezeno na nízké denominace a také objem vydávaných mincí podléhá souhlasu ECB.

³⁰ Vstup do bankovní unie je možný i před přijetím společné měny.











v eurozóně a měnová politika ECB by nebyla v souladu s domácími podmínkami, by musela ČNB ve větší míře využívat své makrobezpečnostní a dohledové (mikrobezpečnostní) nástroje. Významnou komplikací však je, že rozhodující dohledové pravomoci národního dohledového orgánu by v té chvíli byly již předány Jednotnému mechanismu dohledu, tj. prakticky ECB. S ohledem na snahy harmonizovat používání nástrojů v bankovní unii by pak reakce ECB jako orgánu dohledu na vývoj cyklických rizik v naší ekonomice nemusela být dostatečná a bylo by nezbytné reagovat aktivnějšími nástroji makrobezpečnostní politiky, jež by zůstala svěřena primárně národním orgánům. Členství v bankovní unii by nicméně i zde omezilo prostor pro reakci národního makrobezpečnostního orgánu, konkrétně v oblasti stanovování kapitálových rezerv systémově významným bankám a používání dohledových nástrojů v Pilíři 2 pro makrobezpečnostní účely. Nelze proto vyloučit, že na rizika pro finanční stabilitu by musela za této situace reagovat také např. daňová nebo fiskální politika.

Formální podmínkou pro přijetí eura sice není vstup do Evropského stabilizačního mechanismu (ESM), nicméně dosavadní členské státy mohou podmiňovat svůj souhlas s přistoupením nového státu k eurozóně právě účastí v ESM. To s sebou nese povinnost podílet se na základním kapitálu ESM a ručit za případné ztráty ESM do výše odpovídající podílu příslušného státu na základním kapitálu.

Vstup do eurozóny má také dopady na zpřísnění požadavků kladených na národní fiskální politiku. Po přijetí eura se na daný stát začnou vztahovat některá dodatečná pravidla obsažená v Paktu o stabilitě a růstu (SGP). Státům eurozóny, na rozdíl od členských zemí EU mimo měnovou unii, mohou být udělovány finanční sankce za nedodržování pravidel v rámci dohledu nad rozpočtovými politikami členských států nebo dohledu nad makroekonomickými nerovnováhami. Jakkoliv formální podmínkou pro přijetí eura není ratifikace Smlouvy o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii (tzv. fiskálního paktu), je možné, že dokončením této ratifikace budou dosavadní členské státy podmiňovat svůj souhlas se vstupem nové země do eurozóny. Na smluvní strany této smlouvy, které jsou členy eurozóny, se pak aplikují všechna její ustanovení, zatímco smluvní strany mimo měnovou unii si mohou vybrat, kterými jejími ustanoveními budou do doby přijetí eura vázány.

3 CYKLICKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

3.1 PŘÍMÉ UKAZATELE SLADĚNOSTI

	Reálná ekonomická konvergence ³¹
	Sladěnost cyklického vývoje ČR a eurozóny
	Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
	Obchodní provázanost s eurozónou
	Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou
	Vlastnická provázanost s eurozónou
	Sladěnost finančního cyklu
	Konvergence úrokových sazeb vůči eurozóně
	Volatilita české měny vůči euru
	Sladěnost vývoje české koruny s eurem

Reálná ekonomická konvergence

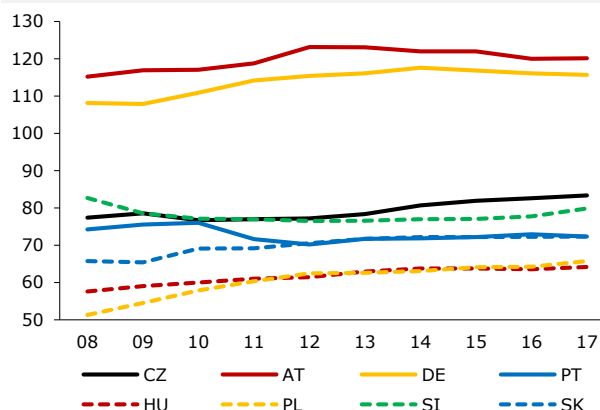
Nedokončený proces dlouhodobého přibližování se k vyspělým zemím eurozóny nadále představuje překážku pro brzké přijetí eura. Uvedený proces se sice v posledních letech obnovil ve všech klíčových ukazatelích, nicméně u většiny z nich zůstává odstup České republiky od průměru eurozóny značný. Po případném přijetí eura by v důsledku rovnovážného posilování reálného měnového kurzu a konvergence ve mzdové úrovni mohlo dojít ke zvýšení domácí inflace oproti stávajícímu 2% cíli ČNB.

Úroveň českého HDP na hlavu v paritě kupní síly se od roku 2013 opětovně přibližuje k průměru eurozóny, stále však za ním viditelně zaostává. V roce 2017 tato úroveň jen mírně překročila 83 % (Graf 10). To na jednu stranu znamená, že Česká republika je vyspělejší než některé stávající členské země eurozóny. Na druhou stranu však přetrvává značný odstup vůči „jádrovým“ zemím měnové unie.

Obnovilo se rovněž dotahování cenové hladiny HDP České republiky k eurozóně, odstup v tomto ukazateli je ale nadále značný. V roce 2017 byl konvergenční proces urychlen posílením kurzu po ukončení kurzového závazku ČNB a česká cenová hladina přesáhla 66 % průměru eurozóny (Graf 11). Nadále však zůstává nižší než v některých srovnávaných zemích s obdobnou či menší úrovní HDP na hlavu.

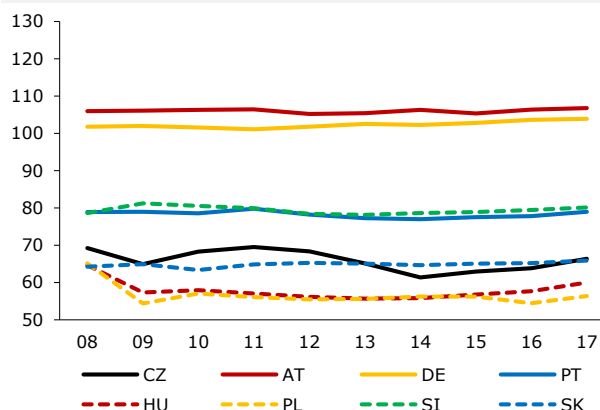
³¹ Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Technickém úvodu na začátku tohoto dokumentu.

Graf 10: HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS) (EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

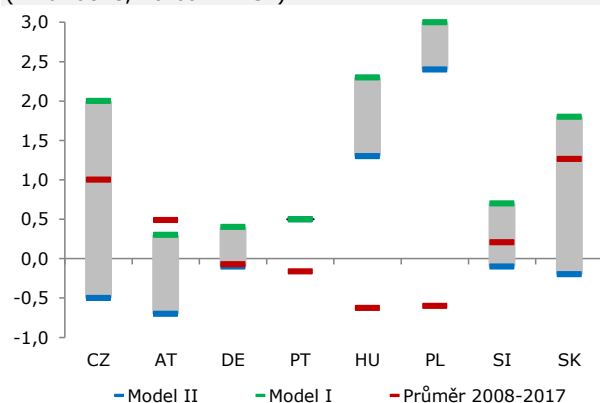
Graf 11: Cenová hladina HDP (EA=100)



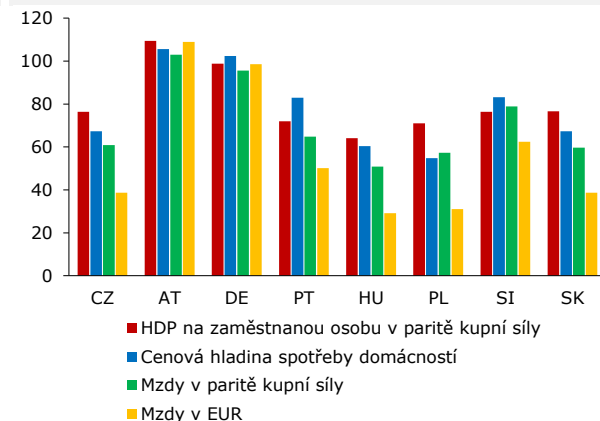
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Přetrvává tedy významný prostor pro další konvergenci, s níž bude spojeno reálné posilování měnového kurzu, a tedy tlak na vyšší inflaci po případném přijetí eura. Trend reálného posilování kurzu koruny se v posledních letech obnovil. Na základě empirických modelů lze jeho tempo na dalších pět let odhadnout v intervalu -0,5 až +2,0 % ročně (Graf 12).³² V případě přijetí eura během uvedeného časového horizontu (tedy bez možnosti reálného posilování prostřednictvím nominálního kurzu) by se přitom tento trend mohl prosazovat pouze prostřednictvím stejně velkého kladného inflačního diferenciálu vůči průměru měnové unie. Inflace by se tak mohla zřetelně zvýšit oproti stávajícímu 2% cíli ČNB. To by zároveň vytvářelo tlak na dlouhodobě nízké či záporné reálné sazby po přijetí eura s možnými implikacemi pro finanční stabilitu.

Graf 12: Reálné posilování kurzu: průměr za poslední desetiletí a rozpětí odhadů na dalších 5 let (v % ročně, na bázi HICP)



Graf 13: Další ukazatele dlouhodobé konvergence (2017, EA=100)



Pozn.: Levý graf znázorňuje geometrický průměr za období let 2008-2017. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě dvou panelových regresí vztahujících cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

Významným aspektem nedokončeného konvergenčního procesu je nižší úroveň mezd ve srovnání s průměrem eurozóny. Ta v České republice dosahuje v paritě kupní síly zhruba 60 % a při vyjádření v eurech pak jen necelých 40 % průměru měnové unie (Graf 13). Obdobná situace panuje též na Slovensku, které má s Českou republikou srovnatelnou úroveň HDP v paritě kupní síly

³² Prognózy ČNB počínaje Zprávou o inflaci IV/2013 pracují s předpokladem dlouhodobého rovnovážného reálného posilování kurzu koruny tempem 1,5 % ročně vůči tzv. efektivní eurozóně.

na zaměstnanou osobu (cca 76 % průměru eurozóny). Další srovnávané země s obdobnou úrovní tohoto ukazatele produktivity práce, tedy Portugalsko a Slovinsko, přitom mají úroveň mezd vyšší. V dalších letech lze proto předpokládat tlak na výraznější přibližování domácí mzdové hladiny k eurozóně, než k jakému došlo za posledních deset let poznamenaných globální krizí. V případě setrvání mimo měnovou unii bude tento proces probíhat kombinací nominálního posilování české koruny a oproti eurozóně vyššího tempa růstu nominálních mezd v tuzemské ekonomice. Po případném přijetí eura by zůstal k dispozici pouze druhý z uvedených kanálů, což by opět přispívalo ke zmíněné vyšší inflaci oproti průměru eurozóny.

Sladěnost cyklického vývoje ekonomické aktivity

Česká republika dosahuje v poslední dekádě vysokých hodnot korelací ekonomické aktivity s eurozónou jak v absolutních hodnotách, tak relativně vzhledem k ostatním srovnávaným zemím. Zčásti se ale jedná o jednorázový vliv silného společného externího šoku v podobě dopadů globální finanční a hospodářské krize. Zejména v posledním období se tak cyklická sladěnost s eurozónou snižuje. Pokračování tohoto vývoje by mohlo vést k méně příznivému hodnocení cyklické sladěnosti s eurozónou do budoucna.

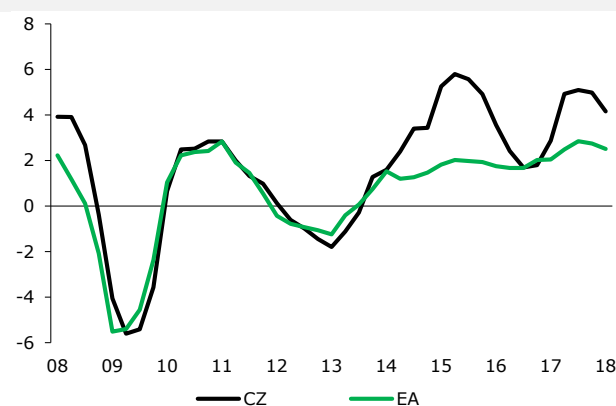
Ve sledovaném období posledních deseti let lze z hlediska sladěnosti ekonomické aktivity České republiky a eurozóny identifikovat dvě výrazně odlišná období.

V průběhu globální finanční krize dosahovala česká ekonomika podobných temp poklesu či růstu HDP jako eurozóna. V letech 2014 a 2015, částečně v důsledku přijetí kurzového závazku, Česká republika oproti eurozóně výrazně zrychlila a vyšší růst zaznamenala i v loňském roce (Graf 14). Přispěla k tomu zejména silnější domácí poptávka a související růst spotřeby domácností a fixních investic.

Sladěnost ekonomického cyklu České republiky s vývojem eurozóny je v dlouhodobějším pohledu vysoká.

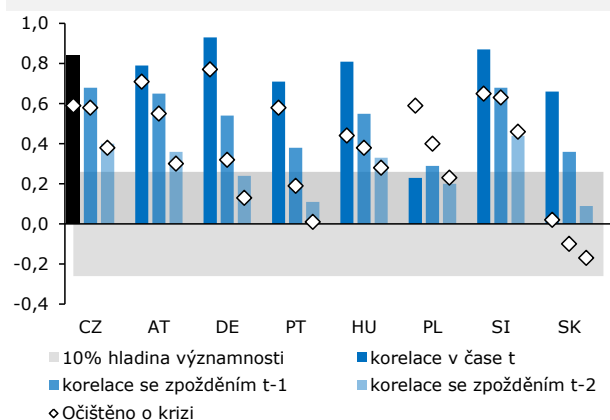
Naznačují to výsledky jednoduché korelační analýzy časových řad HDP jednotlivých zemí (resp. jejich zpoždění) vůči časové řadě eurozóny (Graf 15). Naměřenou korelaci pro Českou republiku lze ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi hodnotit jako nadprůměrně vysokou, přičemž vyšší hodnoty dosahuje pouze Německo a Slovinsko. Poněkud méně silná, avšak stále zřetelná, je pak korelace exportů ČR do eurozóny s HDP eurozóny (Graf 16), přičemž teoreticky by export pro malé otevřené ekonomiky měl představovat jeden z nejvýznamnějších kanálů transmise ekonomických cyklů.

Graf 14: Meziroční změny reálného HDP (v %)

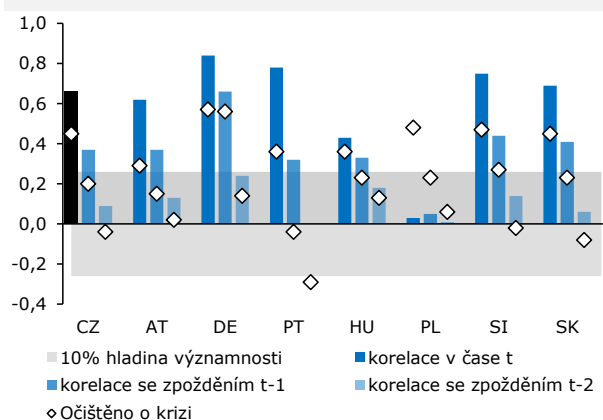


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 15: Korelační koeficienty HDP s eurozónou



Graf 16: Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny



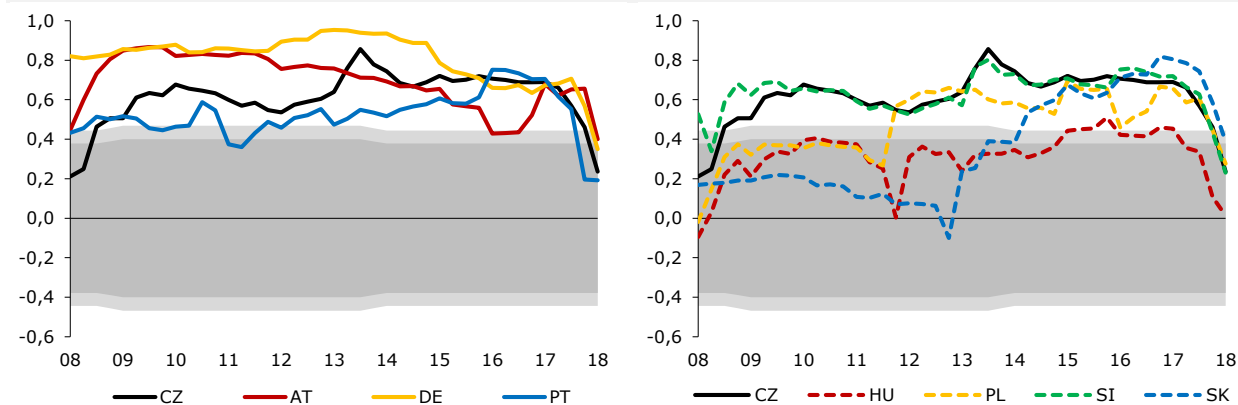
Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní změny logaritmu sezónně očištěných dat. Ve výpočtu hodnot očištěných o krizi jsou vynechána krizová čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Nižší korelaci sledovaných veličin pozorujeme po očištění o vliv globální ekonomické a finanční krize. Ta představovala pro všechny sledované ekonomiky společný externí šok silně ovlivňující naměřené korelace.³³ U zemí jako Slovensko nebo Maďarsko je dokonce základním determinantem vysoké hodnoty korelací.

Vývoj klouzavé korelace růstu reálného HDP pro pohyblivé pětileté časové úseky naznačuje výrazný pokles cyklické sladění ČR a eurozóny v posledním období (Graf 17). Pro poslední dvě pozorování korelace dokonce klesla do pásma, kde se již významně neliší od nuly. Podobný propad korelací vykazují všechny sledované země včetně Německa, což implikuje rostoucí rozdíly ve vývoji ekonomické aktivity i v rámci samotné eurozóny.

Graf 17: Klouzavé korelace ekonomické aktivity s eurozónou



Pozn.: Časový údaj vyznačuje konec období klouzavého okna o délce 5 let (v obdobích, která obsahují krizová čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1 jsou tato z výpočtu vynechána, tj. období mají délku 4,5 roku). Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezónně očištěných dat. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 5% hladině leží v bílé oblasti grafu, hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé a světle šedé části grafu. Hodnoty v tmavě šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

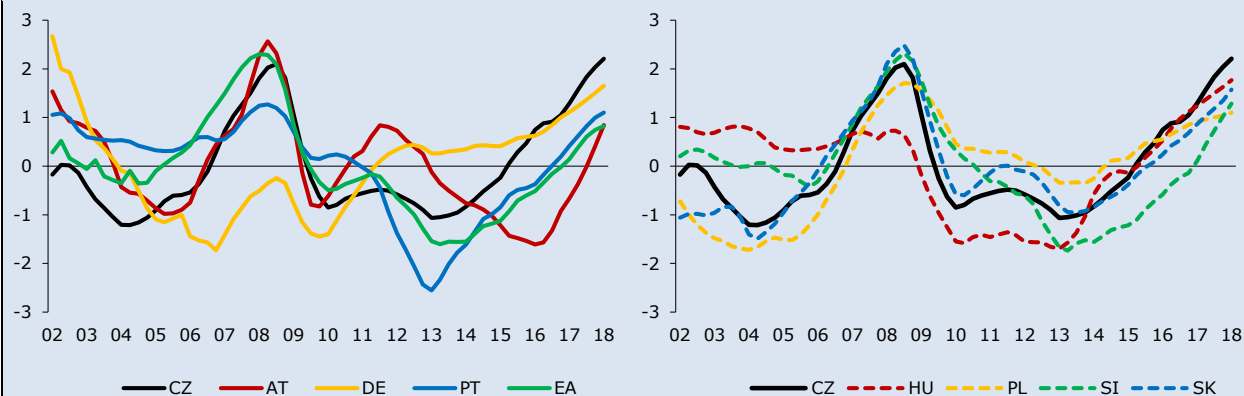
³³ Výjimkou je Polsko, které jako jedna z mála evropských zemí nezaznamenalo v průběhu krize výrazný pokles ekonomické aktivity.

Box 4: Sladěnost vývoje trhů práce ČR a eurozóny optikou LUCI indexů

Sladěnost vývoje na trzích práce je jedním z důležitých hledisek celkové sladění ekonomik v rámci měnové unie. Situace na trhu práce je totiž vzhledem k jejímu vlivu na vývoj domácích inflačních tlaků důležitým aspektem při stanovování měnové politiky. Institucionální charakteristiky trhu práce se navíc projevují v míře citlivosti a odolnosti ekonomik vůči externím šokům. Případné výrazné rozdíly v citlivosti na vnější šoky vedou k divergenci ekonomik,³⁴ což zároveň zvyšuje jak makroekonomické, tak i politické náklady na udržení měnové unie.

Vzhledem k tomu, že situaci na trhu práce je možné popisovat prostřednictvím řady ukazatelů, ukazuje se jako účelné zkonstruovat agregátní index – LUCI.³⁵ Tento index používá ČNB pro hodnocení napětí na domácím trhu práce a je rovněž použit v rámci tohoto boxu.³⁶ Index LUCI pro jednotlivé země agreguje pomocí metody hlavních komponent informace obsažené ve 12 časových řadách. Jeho konstrukční vlastností je, že nulová hodnota odpovídá dlouhodobému průměru z hlediska napětí na trhu práce. Kladné hodnoty pak poukazují na období s nadprůměrně vysokým tlakem na trhu práce, zatímco u záporných hodnot je tomu naopak. V ideální situaci by v měnové unii měl být LUCI index v jednotlivých členských zemích synchronizován, neboli napětí na jednotlivých trzích práce by mělo být shodné a vést tak ke shodnému nastavení měnové politiky.

Index LUCI pro český trh práce vykazuje kvalitativně podobný profil jako indexy většiny ostatních sledovaných zemí (Graf B8), které dosahovaly kladných hodnot v období let 2007 a 2008 a také po roce 2016. Jejich vývoj přitom odrážel globální ekonomickou situaci: do první poloviny roku 2008 byl výkon evropských ekonomik ztlačován nad potenciálem a následně došlo k ochlazení souvisejícímu se světovou finanční a hospodářskou krizí. Indexy většiny zemí tak zhruba do roku 2015 setrvaly v záporných hodnotách a až po odeznění krize po roce 2016 se navrátily do kladných hodnot.

Graf B8: Index LUCI

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB.

Vedle této základní společné tendence však existují nezanedbatelné kvantitativní rozdíly.

Český trh práce je specifický v tom, že v současnosti vykazuje vyšší tlaky než těsně před vypuknutím krize v roce 2008. V tomto ohledu se českému trhu práce blíží pouze ten slovenský. Druhým významným rozdílem je vývoj v letech 2012 až 2013. Ten v mnoha zemích eurozóny na rozdíl od

³⁴ Babecká Kucharčuková a Brůha, 2017.

³⁵ Labour Utilisation Composite Index. Pro podrobnější popis viz Metodická část.

³⁶ V rámci Zpráv o inflaci ČNB je použit index LUCI založený na informacích z vyššího počtu časových řad. Vzhledem k omezené dostupnosti mikrodát pro jednotlivé země EU je počet řad použitých v tomto boxu redukován, aby bylo možné odhadnout LUCI pro všechny země srovnatelným způsobem. Metodika LUCI však zůstává stejná jako v pravidelných publikacích ČNB, a byla popsána v Boxu 1 ve Zprávě o inflaci IV/2017.

české ekonomiky vyústil v dluhovou krizi, která se značně negativně projevila i ve vývoji na trhu práce.

Zároveň existují země s výrazně odlišným časovým profilem indexu, k nimž patří například Německo. Německý trh práce se v předkrizovém období na rozdíl od ostatních zemí potýkal se strukturálními problémy. Jako odpověď na tyto problémy byly provedeny reformy trhu práce známé jako HARTZ I – IV. Zejména vliv reformy HARTZ IV, která byla implementována v roce 2005, se na trhu práce projevil příznivě a v roce 2006 začal index LUCI růst.³⁷ Proto také recesní tlak na trhu práce v letech 2007 a 2008 byl minimální a od roku 2011 index trvale roste v kladném teritoriu. To ukazuje na příznivý vliv opatření hospodářské politiky, pomocí nichž je možné tlumit nepříznivé makroekonomické šoky.

Optikou indexu LUCI je tedy český trh práce sladěn s trhem práce v eurozóně pouze částečně; přitom i v rámci samotné eurozóny přetrvávají významné rozdíly. Nedokonalá sladěnost trhů práce odráží odlišné cyklické, strukturální a institucionální charakteristiky jednotlivých zemí. Ty ovlivňují reakce jednotlivých ekonomik na vnější šoky³⁸ a zvyšují makroekonomické náklady společné měny. Jak ukazuje případ Německa, správně zvolená hospodářská politika může nepříznivé dopady šoků na trh práce a zejména na nezaměstnanost výrazně tlumit.

³⁷ Viz Gehrke et al. (2017), Hochmuth et al. (2018).

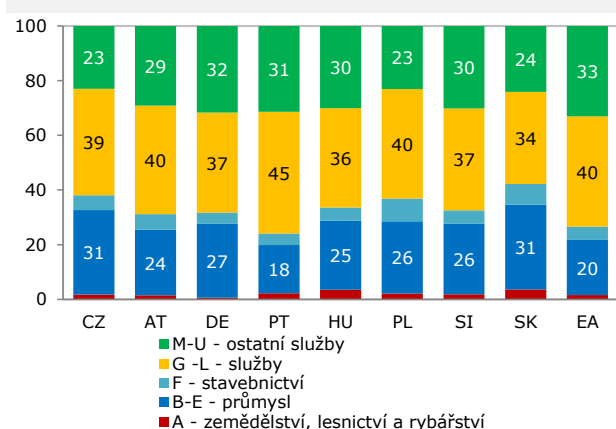
³⁸ To ukázal i box 2 v Analýzách sladěnosti 2016.

Strukturální podobnost ekonomik

Strukturální podobnost sledovaných zemí s eurozónou nedoznala oproti předchozímu roku výrazných změn, česká ekonomika tak nadále patří k těm, které se od eurozóny nejvíce odlišují. Nižší strukturální podobnost přitom z hlediska přijetí společné měny představuje možné riziko, neboť může vést k asymetrickým šokům, na něž by jednotná měnová politika nemohla v plném rozsahu reagovat.

Většina sledovaných zemí včetně České republiky vykazuje v porovnání s eurozónou nadprůměrný podíl průmyslu na HDP. Česká republika navíc v loňském roce zaznamenala další mírný nárůst podílu průmyslu (na 31 %, přičemž převažuje – potenciálně silně cyklický a na technologické změny náročný – automobilový průmysl). Poměrně vysoký podíl průmyslu na tvorbě HDP nicméně vykazuje i Německo (Graf 18).

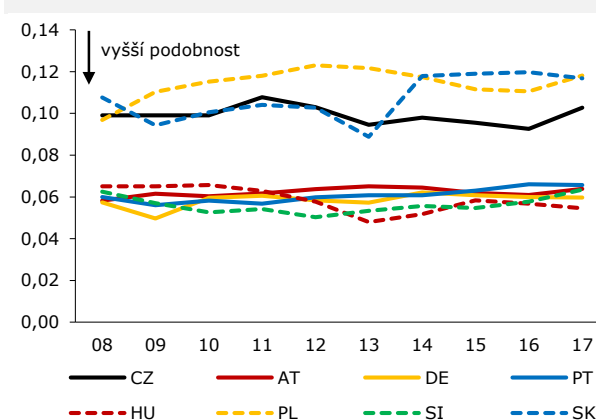
Graf 18: Podíly ekonomických odvětví na HDP v roce 2017 (v %)



Pozn.: Jednotlivá odvětví jsou členěna podle klasifikace NACE: A – zemědělství, lesnictví a rybářství; B–E – průmysl; F – stavebnictví; G–L služby (obchod, doprava, ubytování a stravování, ICT, peněžnictví a pojišťovnictví, realitní služby); M–U ostatní služby.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 19: Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně



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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odišná struktura tvorby přidané hodnoty se promítá i do Landesmannova indexu,³⁹ který byl v roce 2017 nejvyšší u Slovenska a Polska, za nimiž následovala Česká republika (Graf 19). Ve srovnání s eurozónou se zmíněné země vyznačují kromě vysokého podílu průmyslu na HDP rovněž podprůměrným podílem odvětví veřejné správy, obrany, vzdělávání, zdravotní a sociální péče. Ostatní sledované země naopak v posledních několika letech dosahují vysoké strukturální podobnosti, tj. nízkých hodnot Landesmannova indexu.

Propojení ekonomiky s eurozónou

Přetrvávající intenzivní obchodní a vlastnická provázanost s eurozónou je dlouhodobě jedním z nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny. Silné obchodní a vlastnické propojení zvyšuje pravděpodobnost sladění hospodářského vývoje s ekonomikou měnové unie a snižuje riziko asymetrických šoků po případném přijetí eura. Snižuje tak potenciální náklady spojené s přijetím společné měnové politiky, a zároveň vytváří potenciál pro velký přínos plynoucí z odstranění

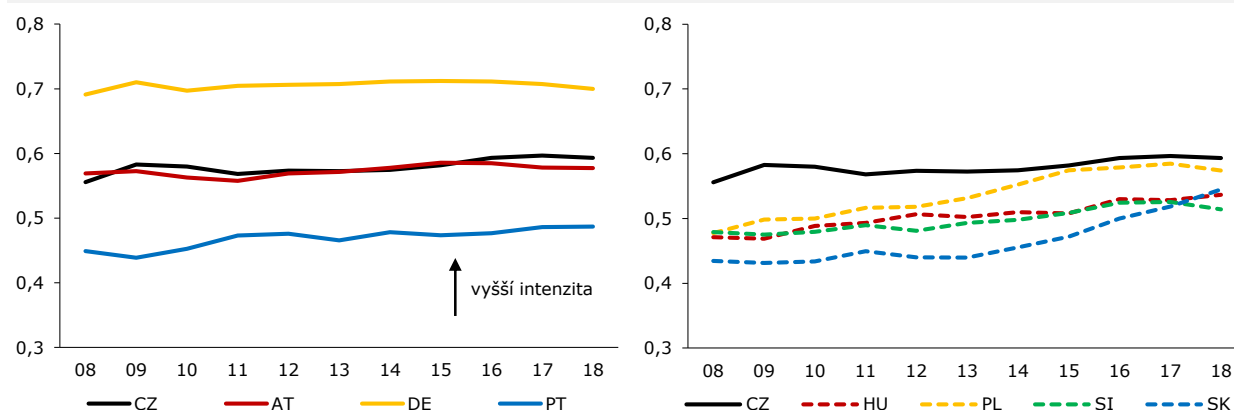
³⁹ Landesmannův index zde porovnává podíly deseti základních ekonomických odvětví podle klasifikace NACE na celkové přidané hodnotě mezi srovnávanými zeměmi a referenční zemí, tj. v našem případě s eurozónou. Vzhledem k tomu, že index sčítá odchylky od průměru, může se stát, že dvě země se stejně velkou odchylkou v odlišných odvětvích budou mít stejnou hodnotu Landesmannova indexu.

kurzového rizika a úsporu transakčních nákladů při zavedení eura. Vysoký podíl zahraničního obchodu České republiky s eurozónou a příslušnost domácích společností do nadnárodních skupin také představují významný kanál pro přenos ekonomických impulzů z eurozóny do české ekonomiky.

Podíl zahraničního obchodu s eurozónou na jeho celkovém obratu dosahuje v případě České republiky dlouhodobě velmi vysokých hodnot. Pro Českou republiku je přitom charakteristická vysoká provázanost s eurozónou na straně dovozu i vývozu. Podíl vývozu do eurozóny⁴⁰ na celkovém českém vývozu dosahuje ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi nejvyšší hodnoty, pouze Portugalsko dosáhlo v roce 2018 stejné úrovně (65 %).⁴¹ Podíl dovozu z eurozóny na celkovém českém dovozu byl v roce 2018 pouze mírně nižší (60 %). Ze sledovaných zemí má vyšší podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu pouze Rakousko a Portugalsko.

Česká republika dosahuje také vysoké intenzity vnitroodvětvového obchodu s eurozónou (Graf 20). I tento indikátor strukturální podobnosti ekonomik je dlouhodobě stabilní a dosahuje vysokých hodnot srovnatelných s Rakouskem; vyšší intenzitu vnitroodvětvového obchodu s eurozónou má pouze Německo. Ostatní sledované středoevropské země vykazují nižší intenzitu vnitroodvětvového obchodu s eurozónou, trend je však mírně rostoucí. Vnitroodvětvový obchod bývá významný zejména v případě technologicky náročnějších produktů, které mezi sebou obchodují podobně vyspělé země. Silný vnitroodvětvový obchod podporuje sblížení cyklického vývoje a může mít také pozitivní vliv na schopnost ekonomiky absorbovat ekonomické šoky.⁴²

Graf 20: Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou
(podle klasifikace SITC5)



Pozn.: Prezentované výsledky byly spočítány pomocí pětímístné 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 2018 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také vlastnickou provázaností,⁴³ která je v případě investic z eurozóny v České republice ze srovnávaných zemí nejvyšší. Měřeno podílem přímých zahraničních investic pocházejících z eurozóny na domácím HDP dosahuje více než 65 %. Obráceně definovaná vlastnická provázanost s eurozónou, tj. poměr přímých investic sledovaných zemí v eurozóně k HDP těchto zemí, naopak dosahuje v případě nových členských zemí Evropské unie stále nízkých hodnot, průměrně se pohybujících kolem 10 %. Česká republika mezi nimi sice vyniká výrazně vyšší vlastnickou provázaností směrem do eurozóny (18,5 %), i to však

⁴⁰ Zhruba polovina exportů ČR do eurozóny směřuje do Německa. Druhým nejvýznamnějším obchodním partnerem je Slovensko.

⁴¹ Údaj za první čtyři měsíce roku 2018.

⁴² Růst vnitroodvětvového obchodu může mít pozitivní dopady mimo jiné na náklady a rychlost restrukturalizace, neboť lze předpokládat, že transfer zdrojů je rychlejší a méně nákladný, dochází-li k němu v rámci oboru a nikoli mezi obory.

⁴³ Vlastnická provázanost s eurozónou je měřena poměrem stavu přímých zahraničních investic z eurozóny ve sledovaných zemích k HDP a poměrem stavu přímých investic ze sledované země do eurozóny k HDP.

představuje výrazně nižší úroveň ve srovnání s vyspělými členskými zeměmi Evropské unie (u nichž tento ukazatel přesahuje 30 %).

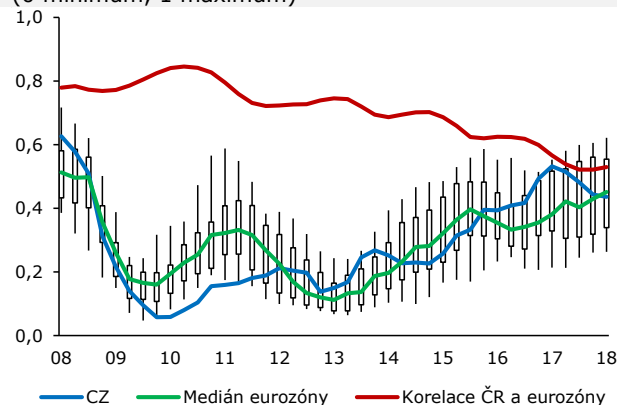
Sladěnost finančních cyklů

Přetrvávající uvolněná měnová politika ECB podpořila posun většiny zemí eurozóny ve finančním cyklu výše. V české ekonomice se naopak vlivem zpřísnění národních politik posun dále do růstové fáze zastavil. Pozice eurozóny a České republiky ve finančním cyklu se vlivem uvedených okolností sblížily, korelace jejich cyklů však trendově klesá a rozdíl v příspěvcích jednotlivých faktorů vyvolávajících posuny ve finančním cyklu, se navíc dále zvýšil. Pozorovaný vývoj tak celkově vedl ke snížení sladění pozice ekonomik České republiky a eurozóny v rámci finančního cyklu měřené indikátorem finančního cyklu. To přitom zvyšuje potenciální náklady vyplývající ze ztráty národní měnové politiky či omezení národních pravomocí v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi v souvislosti s přijetím eura.⁴⁴

V roce 2017 se finanční cyklus České republiky a eurozóny vyvíjel rozdílně.⁴⁵

Zatímco ekonomika eurozóny se posunula v růstové fázi finančního cyklu výše, v české ekonomice se v průběhu roku růst zastavil (Graf 21). Časově proměnlivá korelace indikátorů finančních cyklů se v posledních letech snižovala a v roce 2017 poklesla až k 0,5. Protisměrný vývoj indikátorů finančních cyklů v roce 2017 v České republice oproti eurozóně nicméně přispěl ke sblížení jejich pozic ve finančním cyklu. Průběh indikátoru navíc naznačuje, že od roku 2007 se finanční cyklus české ekonomiky v mnoha případech nacházel mimo mezikvartilové rozpětí zemí eurozóny.⁴⁶ V období 2009–2011 se český indikátor pohyboval na nejnižších hodnotách zemí měnové unie. Naopak v období od 2014 vstoupila česká ekonomika do expanzivní fáze finančního cyklu a v roce 2016 se dostala na nejvyšší hodnoty mezi sledovanými zeměmi. Pozorovaný vývoj tak ukazuje spíše na nesladěnost finančních cyklů České republiky a eurozóny v krátkodobém i střednědobém horizontu. Při hodnocení sladění finančních cyklů České republiky a eurozóny je navíc nutné vzít v úvahu i značnou heterogenitu ve vývoji finančních cyklů napříč jednotlivými členskými zeměmi měnové unie. Z dlouhodobého hlediska je vývoj finančního cyklu v České republice synchronizovaný

Graf 21: Zjednodušený indikátor finančního cyklu v ČR a eurozóně⁴⁴ 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 maximální hodnotu, 75% kvantil (začátek obdélníku), 25% kvantil (konec obdélníku) a minimální dosaženou hodnotu zjednodušeného indikátoru finančního cyklu v zemích eurozóny.

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

⁴⁴ O vlivu měnové a makroobezřetnostní politiky na vývoj finančního cyklu podrobně pojednává Box 5.

⁴⁵ Pro posouzení pozice země ve finančním cyklu byl pro tento dokument zkonstruován zjednodušený indikátor finančního cyklu. Více viz Box 5 a Metodická část Analýz sladění. Interpretovat pozici ekonomiky ve finančním cyklu je však nutné s vědomím, že může existovat řada vedlejších faktorů ovlivňujících cyklus, které – ať už z důvodu nedostupnosti dostatečně granulózních dat nebo složitosti měření – tento zjednodušený indikátor nezahrnuje. Konstrukce i skladba zjednodušeného indikátoru se liší od Indikátoru finančního cyklu používaného ve Zprávě o finanční stabilitě ČNB zejména z důvodu nedostupnosti obdobných dat pro všechny analyzované země. Může proto docházet k odlišným výsledkům pro ČR.

⁴⁶ Z analýzy byly vyloučeny některé malé ekonomiky eurozóny, které by mohly značně divergovat (např. Malta, Kypr a Lucembursko). Dále byly vyloučeny některé země východní Evropy, u kterých chybí dostatečně dlouhé časové řady (pobaltské státy). Celkem bylo zahrnuto 13 zemí EA s celkovým podílem na HDP vyšším než 97 %.

spíše s vývojem v ostatních zemích střední a východní Evropy, než s vývojem v západoevropských ekonomikách.

K vývoji zjednodušeného indikátoru finančního cyklu pro ČR od roku 2017 nejvíce přispělo úrokové rozpětí u úvěrů domácnostem, vývoj cen nemovitostí a spotřebitelská důvěra.

Nejvýznamnější změnou byl pokles příspěvku úvěrového impulsu v sektoru domácností, neboť přes pokračující vysoké objemy došlo k mírnému poklesu úvěrové dynamiky v oblasti úvěrů na bydlení. Opačným směrem působil tlak na snižování úrokových rozpětí v sektoru domácností. Přestože zjednodušený indikátor finančního cyklu dosahuje v současnosti pro ČR a eurozónu obdobných hodnot, příspěvek jednotlivých cyklických faktorů je rozdílný. Tento rozdíl se v roce 2017 dále prohloubil. Uvedený vývoj implikuje potřebu odlišných stabilizačních politik a případných preventivních opatření.

Box 5: Vliv měnové a makrobezpečnostní politiky na vývoj finančního cyklu

Skrze transmisní mechanismus působí nástroje měnové politiky vedle zamýšlených dopadů do reálné ekonomiky také na finanční systém. Na pozici země ve finančním cyklu má měnová politika vliv zejména svým působením na úvěrové standardy, úvěrovou aktivitu, míru rizik podstupovaných finančními institucemi a na ceny finančních i nefinančních aktiv.⁴⁷ Nastavení měnové politiky, která svými nástroji na projevy finančního cyklu země primárně nereaguje, může za určitých finančních a ekonomických podmínek přispět k zesílení jeho výkyvů a vést k nutnosti dodatečně reagovat na tento vývoj prostřednictvím nástrojů makrobezpečnostní politiky.

Včasné použití vhodně zvolených makrobezpečnostních nástrojů a případně i nástrojů dohledu nad finančním trhem do určité míry neutralizuje nezamýšlené vedlejší efekty měnové politiky a zamezuje tím snížení odolnosti finančního systému země vůči negativním šokům. V období po globální finanční krizi přetrvávající velmi uvolněné měnové politiky v evropských zemích značně zlevnily zdroje financování ve finančních systémech, čímž na delší období podpořily úvěrovou dynamiku a růst cen investičních aktiv. V reakci na tento vývoj byly z důvodu zabránění zhoršení kvality poskytovaných úvěrů a zvýšení odolnosti jejich poskytovatelů několika zeměmi zavedeny bezpečnostní nástroje⁴⁸ jako například limity pro ukazatele DTI, DSTI, LTV nebo zvýšená sazba proticyklické kapitálové rezervy.

Použití nástrojů makrobezpečnostní politiky či dohledových nástrojů však může být komplikováno existencí různých institucionálních a technických omezení,⁴⁹ která se vstupem do bankovní unie ještě dále rozšíří (viz Box 3 těchto Analýz sladění). Účinnost makrobezpečnostních nástrojů zároveň vyžaduje optimální míru agresivity příslušné autority, aby ta svou případnou přílišnou reakcí nevytvářela v systému dodatečné nežádoucí efekty. Při uplatňování společné měnové politiky v ČR by proto bylo žádoucí, aby její nastavení nepřispívalo k přílišné rozkolísanosti finančního cyklu české ekonomiky, neboť nadměrně agresivní národní makrobezpečnostní politika ČNB zpožděná ve svém působení by se nakonec mohla stát velmi nákladnou.

Pomocí indikátoru finančního cyklu byla analyzována výše popsaná interakce měnové a makrobezpečnostní politiky v různých evropských zemích. Mezi čtyřmi konvergujícími středoevropskými ekonomikami (Českou republikou, Maďarskem, Slovinskem a Slovenskem) byly srovnány státy s vlastní měnovou politikou (ČR a Maďarsko) a členské země eurozóny (Slovinsko

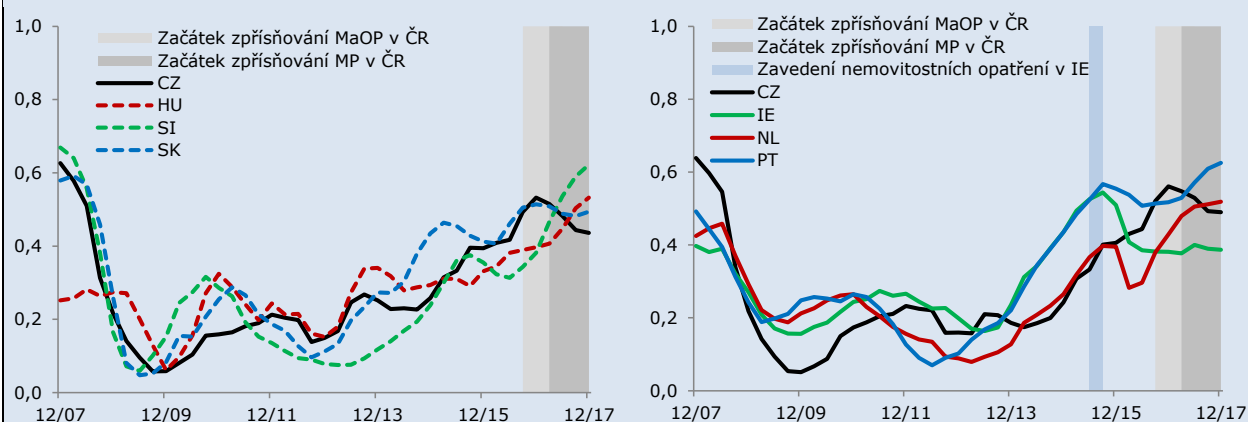
⁴⁷ Stručně a přehledně jsou efekty měnové politiky na finanční stabilitu popsány např. v *The interaction of monetary and macroprudential policies – background paper* (IMF, 2012) nebo v *Základní cíle centrální banky a interakce měnové a makrobezpečnostní politiky při jejich dosahování* (Frait, Malovaná, Tomšík, 2015).

⁴⁸ Evropské země a jimi využívané makrobezpečnostní nástroje jsou popsány např. ve Zprávě o finanční stabilitě 2017/2018, tab. V.4.

⁴⁹ Jde například o potřebu použít politicky nepopulární nástroje, o délku procesu odsouhlasení a notifikace makrobezpečnostních nástrojů apod.

a Slovensko) a zároveň země s aktivnější (ČR, Slovensko) a méně aktivní makrobezřetnostní politikou (Maďarsko, Slovinsko). U České republiky se v důsledku postupného zpřísnování makrobezřetnostní politiky zastavil rapidní posun ve finančním cyklu směrem vzhůru a poté, co se zpřísnila i měnová politika, došlo dokonce k mírnému poklesu zjednodušeného indikátoru (viz Graf B9 vlevo). Slovensku se dařilo zbrzdit další posun do růstové fáze finančního cyklu aktivní makrobezřetnostní politikou. I přestože je makrobezřetnostní politika na Slovensku mírně přísnější než v ČR, došlo v roce 2017 k divergenci mezi indikátory finančního cyklu ČR a Slovenska zapříčiněné také pokračující expanzivní měnovou politikou ECB. U Maďarska i Slovinska je v poslední době patrný rychlý posun ve finančním cyklu směrem vzhůru vyvolaný uvolněnou měnovou politikou,⁵⁰ který nebyl korigován prostřednictvím aktivní makrobezřetnostní politiky.

Graf B9: Vliv měnové a makrobezřetnostní politiky na finanční cyklus ve vybraných zemích
(0 minimum, 1 maximum)



Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnota znamená expanzivní fázi finančního cyklu.

Zdroj: Výpočet ČNB s využitím dat ECB, Eurostat, BIS a národních centrálních bank

Zajímavé je rovněž srovnání v působení měnové a makrobezřetnostní politiky mezi Českou republikou a vybranými západoevropskými zeměmi (Irskem, Nizozemím a Portugalskem, viz Graf B9 vpravo). V tomto výběru jsou zahrnuty země s aktivní makrobezřetnostní politikou (Česká republika a Irsko) a dvě méně aktivní země (Nizozemí a Portugalsko). Srovnání vývoje v Irsku a v Portugalsku přitom ukazuje působení makrobezřetnostní politiky na vývoj ekonomiky ve finančním cyklu. Obě zmíněné země byly silně zasaženy globální finanční krizí z let 2008–2009 a následně zaznamenaly téměř totožný vývoj finančního cyklu.⁵¹ Po velmi intenzivním růstu cyklu v případě obou zemí je patrná divergence poté, co irská makrobezřetnostní autorita přistoupila k výraznému zpřísnění některých makrobezřetnostních opatření,⁵² čímž zpomalila posun ve finančním cyklu směrem vzhůru a stabilizovala pozici (podobně jako makrobezřetnostní politika v České republice). Naopak Portugalsko se při absenci aktivnější makrobezřetnostní politiky posouvalo v cyklu směrem výše a i přes mírnou korekci v roce 2016 je aktuálně nad vrcholem dosaženým v roce 2006. Podobný vývoj jako v případě Portugalska lze vidět i v případě Nizozemí.

⁵⁰ Maďarsko po fázi uvolňování měnové politiky od roku 2012 zatím nepřistoupilo k jejímu zpřísnění.

⁵¹ Jednoduchá korelace finančního cyklu těchto dvou zemí byla do zavedení makrobezřetnostních opatření přibližně 0,81.

⁵² V únoru 2015 představila irská centrální banka limity na hypoteční úvěry. Poměr velikosti úvěru ke kupní ceně (LTV - Loan to Value) byl pro domácnosti kupující první nemovitost omezen na 90 % hodnoty nemovitosti nepřesahující 220 000 € a na 80 % u části hodnoty nemovitosti přesahující 220 000 €. Omezen byl rovněž ukazatel podílu zadluženosti na hrubých ročních příjmech na 3,5 (LTI - Loan to Income).

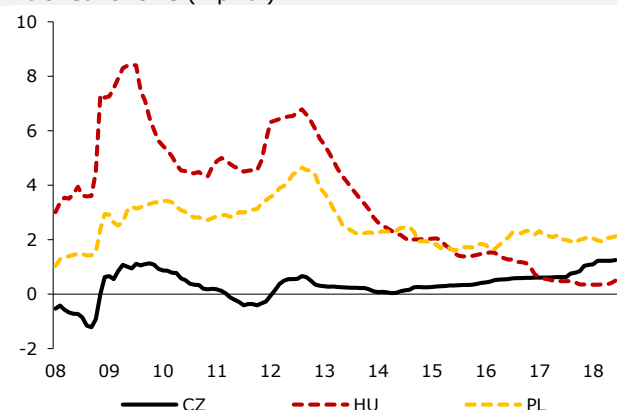
Konvergence úrokových sazeb

Rostoucí diferenciál krátkodobých sazeb v České republice a eurozóně naznačuje, že společná měnová politika ECB by v současné fázi hospodářského cyklu plně nevyhovovala potřebám domácí ekonomiky. Dlouhodobě jsou však korunové úrokové sazby blízko eurovým, takže riziko výrazného šoku spojeného s jejich sblížením při přijetí eura zůstává relativně malé.

Nominální úrokový diferenciál u krátkodobých i dlouhodobých sazeb ČR vůči eurozóně se zvýšil, zejména v důsledku postupného zpřísnování domácí měnové politiky. Diferenciál v tříměsíčních úrokových sazbách vůči 3M EURIBOR od konce roku 2017 vzrostl až na 1,3 procentních bodů v červnu 2018 (Graf 22). Naopak v Maďarsku se v důsledku dalších nekonvenčních měnových opatření centrální banky 3M sazba v posledním čtvrtletí roku 2017 přiblížila nulové hranici, a poklesl tak i úrokový diferenciál vůči eurozóně. V Polsku je 3M sazba od roku 2015 stabilní a diferenciál vůči eurovým sazbám zůstává okolo 2 p. b.

V případě vládních dluhopisů s desetiletou dobou splatnosti rostly české výnosy více než německé⁵³ a jejich vzájemné rozpětí v červnu 2018 dosáhlo v průměru 1,8 p. b. K růstu českých výnosů přispělo kromě aktuálního negativního sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům také očekávání pokračujícího zvyšování sazeb ČNB. Přesto se výnosy českých dluhopisů nacházejí pod úrovní polských a maďarských, jejichž diferenciál vůči německým zůstává i přes výkyvy okolo 3 p. b.

Graf 22: Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči eurozóně (v p. b.)



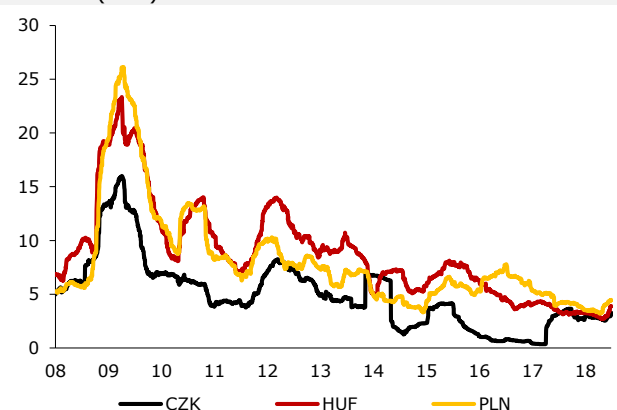
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Volatilita a sladění vývoje měnových kurzů

Implikovaná i historická volatilita kurzu české měny vůči euru zůstává po opuštění kurzového závazku ČNB zvýšená. Klouzavá korelace všech sledovaných měn v regionu s eurem je v posledních letech poměrně vysoká. Korelace kurzů koruny a eura vůči dolaru zůstává v porovnání s maďarským forintem a polským zlotým nadále nejvyšší. Česká měna tedy reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro, což indikuje vysoký stupeň sladění.

Implikovaná i historická volatilita české měny vůči euru se během posledního roku výrazněji nezměnila. Opuštění kurzového závazku ČNB v dubnu 2017 přineslo zvýšení historické volatility na obdobné hodnoty, jakých dosahují měny Polska a Maďarska (Graf 23). Napětí na finančních trzích v souvislosti s hrozbou globální obchodní války přispělo

Graf 23: Historická volatilita měnových kurzů k euru (v %)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

⁵³ V případě dlouhodobých sazeb jsou jako reference používány výnosy německých vládních dluhopisů. Dlouhodobé sazby u některých států eurozóny totiž v minulosti vykazovaly extrémní hodnoty, jimi ovlivněný průměr eurozóny tak nelze považovat za vhodné měřítko pro srovnání.

ve druhém čtvrtletí 2018 k nárůstu volatility všech měn v regionu. Podobný vývoj v závěru sledovaného období je patrný také v případě implikované volatility, tj. očekávané volatility kurzů měn zemí dané cenami opcí na jednotlivé měny. Celkově však volatility kurzu koruny zůstává nižší než před zavedením kurzového závazku ČNB.

Vývoj kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru byl obdobný jako vývoj kurzu eura (Graf 24). Pohyb kurzů těchto měn byl ve druhém pololetí loňského a prvním pololetí letošního roku do značné míry ovlivněn geopolitickými událostmi a související rostoucí averzí k riziku.⁵⁴

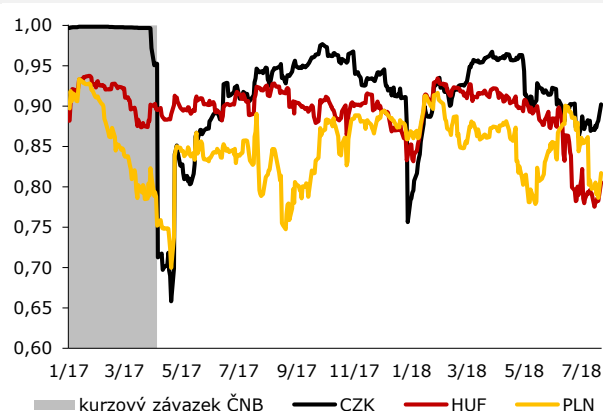
Obdobný vývoj kurzů se projevil ve zvýšené klouzavé korelaci sledovaných měn vůči dolaru s vývojem eura vůči americké měně. Klouzavá korelace mezi kurzy české koruny, maďarského forintu a polského zlotého vůči dolaru na jedné straně a kurzu eura k americkému dolaru na straně druhé dosahovala na přelomu let 2017 a 2018 hodnot blízkých 0,9. V souvislosti s ukončením kurzového závazku ČNB došlo u české koruny k dočasnému výraznému snížení korelace kurzu,⁵⁵ ta se však poté opět rychle zvýšila k hodnotám kolem 0,9 pozorovaným před zavedením závazku. Také v celém dosavadním průběhu roku 2018 se – stejně jako v minulosti – drží na vyšších hodnotách než je tomu v případě zjištěné korelace u maďarského forintu a polského zlotého (Graf 25). Vysoká míra korelace kurzů dvou měn vůči třetí, referenční měně přitom odráží podobnost faktorů, které na utváření kurzů působí, a je znakem slabší intenzity asymetrických tlaků.

Graf 24: Vývoj kurzů k USD
index, leden 2017 = 100



Zdroj: Datastream

Graf 25: Korelace měnových kurzů k USD
(korelace: nár. měna/USD, EUR/USD)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

⁵⁴ Do středu pozornosti se z politických událostí dostaly zejména riziko obchodních válek související s politikou Spojených států, brexit, neshody v německé vládě v souvislosti s migrační politikou, politické napětí v Itálii a situace v Severní Koreji a v Turecku.

⁵⁵ Viz Box 3 v Analýzách sladění 2017.

3.2 PODOBNOST TRANSMISE MĚNOVÉ POLITIKY

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

Finanční systém

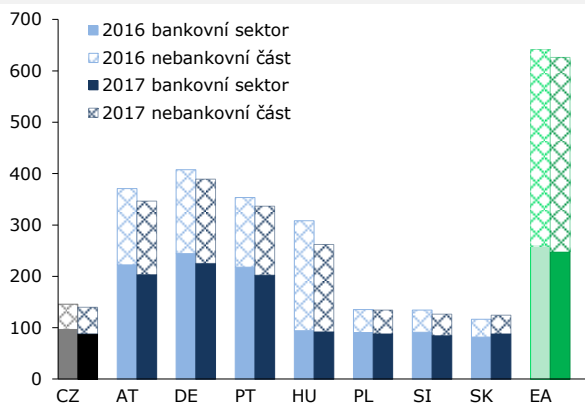
Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny. Ten ovšem nepředstavuje hladiny, k nimž by měl český finanční sektor dokonvergovat, protože v řadě zemí měnové unie došlo k předlužení soukromého sektoru.

Rozdíl mezi rozsahem finančního zprostředkování v České republice a v eurozóně se v loňském roce mírně snížil, nicméně stále zůstává výrazný. V České republice hloubka finančního zprostředkování⁵⁶ meziročně poklesla o 6,2 p. b. na hodnotu 140 %, v eurozóně došlo k jejímu snížení o 15,4 p. b. na 626,4 % (Graf 26). Hloubku finančního zprostředkování v eurozóně však nelze považovat za úroveň, k níž by měl český finanční sektor konvergovat, protože nadměrná velikost finančního sektoru spolu s provázaností jednotlivých finančních institucí mohou představovat zdroj rizik.

Dominantní částí finančního systému v České republice zůstává bankovní sektor.⁵⁷ Vysoké tempo růstu aktiv investičních a penzijních fondů ovšem v posledních letech zvyšuje také význam nebankovní části. Podíl nebankovní části na aktivech celého finančního systému se však stále pohybuje významně pod úrovní běžnou ve vyspělých zemích eurozóny.

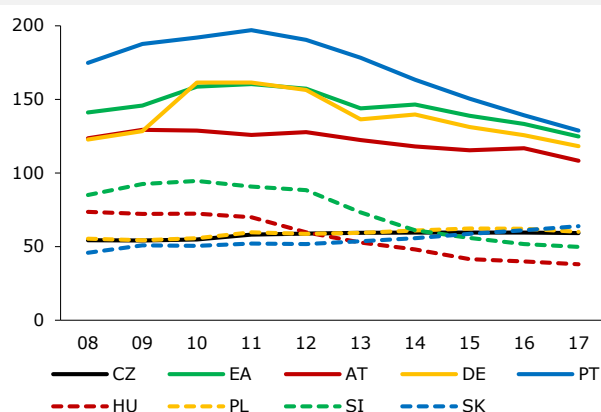
⁵⁶ Hloubka finančního zprostředkování je vyjádřena jako podíl aktiv finančních institucí (mimo centrální banky) na HDP. Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Pro účely zpracování této kapitoly byla použita data statistiky finančních účtů a měnové a finanční statistiky, která umožňují mezinárodní srovnání. Tyto údaje však nemusejí být vždy zcela shodné s údaji sbíranými v rámci národních dohledových statistik o dohlížených finančních institucích v jednotlivých zemích, a to kvůli dílčím metodologickým odlišnostem.

⁵⁷ Bankovní sektor představuje 79 % aktiv domácích finančních institucí (mimo ČNB). Vazba domácích bank na bankovní sektor eurozóny je dána převážně zahraničním původem vlastníků domácího bankovního sektoru. Ke konci roku 2017 bylo zahraničními vlastníky spravováno celkem 92,1 % aktiv bankovního sektoru.

Graf 26: Hloubka finančního zprostředkování
 (aktiva finančních institucí v % HDP)


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

Zdroj: ČNB, ECB, Eurostat, národní centrální banky

Graf 27: Zadlužení soukromého sektoru
 (v % HDP)


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

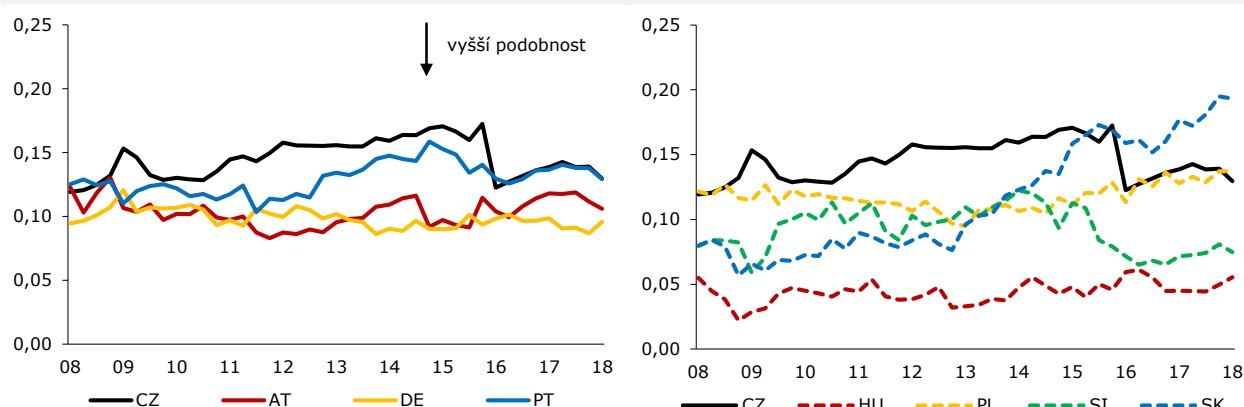
Zdroj: MMF IFS, Eurostat

České domácnosti a podniky jsou ve srovnání s eurozónou i nadále výrazně méně zadlužené. V eurozóně poměr zadlužení soukromého sektoru postupně klesá, z maximální hodnoty 160 % HDP v roce 2011 se snížil na 125 % HDP v roce 2017. Naopak v České republice došlo v tomto období k jeho mírnému nárůstu z 58 % HDP na 59 % HDP (Graf 27). Vzhledem k růstu úvěrů v domácí ekonomice a probíhajícímu procesu oddlužení soukromého sektoru v některých zemích eurozóny lze předpokládat, že konvergence k eurozóně bude v této oblasti pokračovat.

Struktura finančních aktiv a pasiv podniků a domácností

Pozvolná proměna struktury rozvah podniků v České republice vede k postupnému zvyšování jejich strukturální podobnosti s podniky v eurozóně. Struktura rozvah českých domácností naproti tomu vykazuje setrvačnost, a rozdíly ve struktuře mezi Českou republikou a eurozónou proto zůstávají celkově vyšší. To do značné míry odráží převládající konzervativní přístup českých domácností k investicím do finančních aktiv.

Strukturální podobnost rozvahy českých podniků s podniky v eurozóně mírně vzrostla (Graf 28). Přispěl k tomu zejména pokles podílu ostatních závazků, které v České republice tradičně představují významnou položku strany pasiv, prostřednictvím níž dochází k velmi krátkodobému financování (do tří měsíců). Ve směru vyšší strukturální podobnosti rovněž působilo oboustranné sblížení podílu bankovních úvěrů. Naproti tomu nedávný útlum emisí dluhových cenných papírů v ČR vede spíše k mírnému odchýlení struktur. Ve srovnání s ostatními zeměmi vykazují podniky v České republice vyšší podobnost s eurozónou než podniky na Slovensku a dosahují zhruba stejné podobnosti jako podniky v Portugalsku a Polsku.

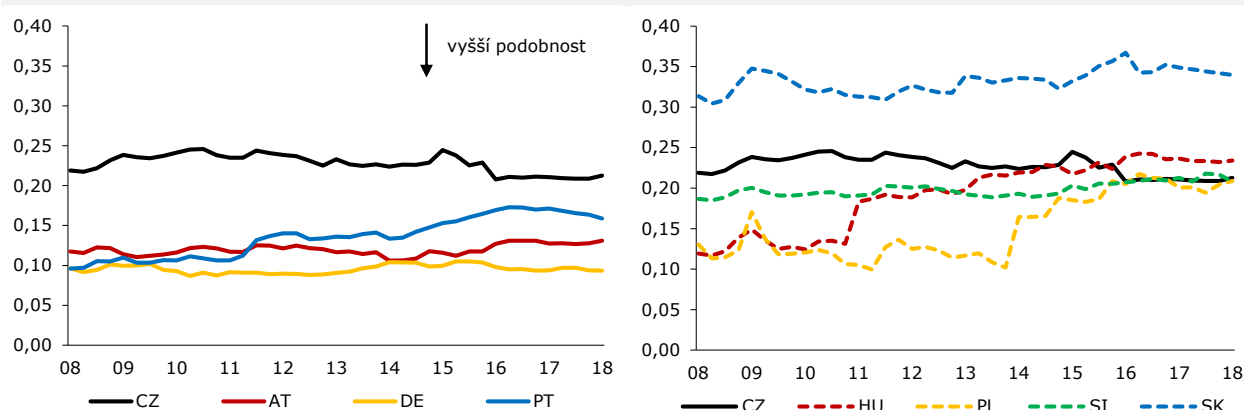
Graf 28: Strukturální podobnost rozvahy nefinančních podniků z pohledu finančních pasiv


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 nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech. Skokový pokles Landesmannova indexu na přelomu let 2015 a 2016 byl způsoben nárůstem podílu účastí českých firem v agregátní rozvaze vlivem metodické úpravy.⁵⁸

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Strukturální podobnost rozvah českých domácností s domácnostmi v EA se naopak příliš nemění.

Je to způsobeno pouze velmi pozvolným sblížováním podílu likviditní a investiční složky rozvah. Poslední znatelnější přiblížení ve struktuře rozvah českých domácností k eurozóně, tedy snižování podílu oběživa a vkladů na celkových aktivech ve prospěch podílových listů a penzijních programů, probíhalo v roce 2015 (Graf 29). Od té doby podobný vývoj nepokračuje. V současné době tak Landesmannův index setrvává na hodnotě kolem 0,21 a je vyšší než v ostatních srovnávaných zemích s výjimkou středoevropského regionu. České domácnosti tak ve srovnání s domácnostmi v eurozóně prozatím méně využívají příležitosti k investicím do finančních aktiv. Vzhledem k přetrvávající rozdílné struktuře rozvah domácností lze předpokládat i jejich rozdílnou citlivost v reakci na změnu úrokových sazeb.

Graf 29: Strukturální podobnost rozvahy domácností z pohledu finančních aktiv


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 nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

⁵⁸ Byla provedena revize postupu propočtu finančních instrumentů AF.512 (Nekotované akcie) a AF.519 (Ostatní účasti). Data byla uvedeným propočtem revidována za 1.Q 2016 až 3.Q 2017, za 4.Q 2017 jsou již sestavena revidovaným postupem. Revize dat za období 1.Q 2004 až 4.Q 2015 je plánována na rok 2020.

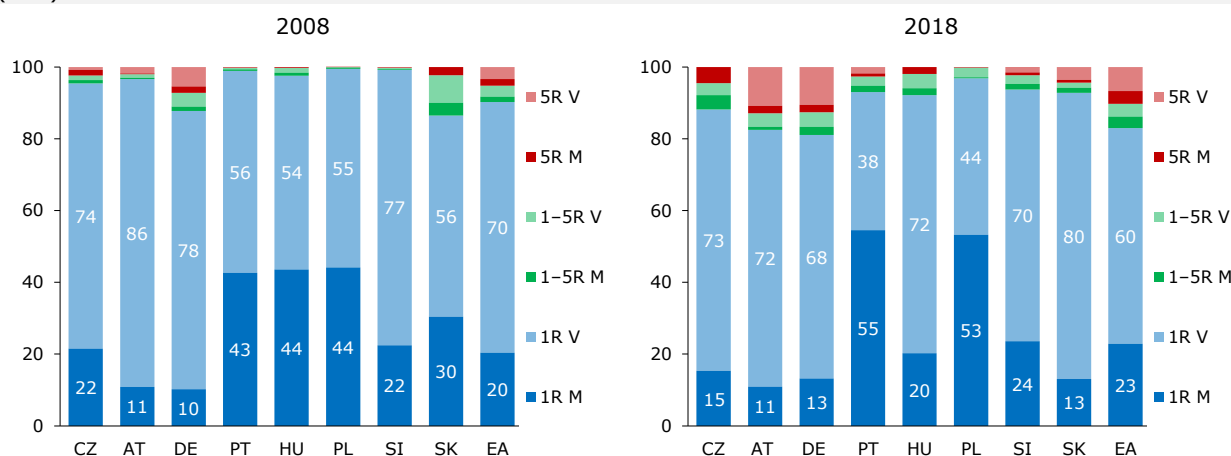
Vliv měnové politiky na klientské úrokové sazby

V České republice je přenos změn sazeb finančního trhu do klientských sazeb poměrně rychlý. Změnami mezibankovních sazeb jsou přitom výrazněji ovlivněny klientské sazby úvěrů nefinančním podnikům než sazby úvěrů domácnostem, mimo jiné kvůli smluvnímu navázání sazeb u prvně uvedené kategorie úvěrů na mezibankovní sazby. Transmise v ČR a v eurozóně funguje různě intenzivně skrze jednotlivé kanály, vlivem rozdílné fáze cyklu měnové politiky a vlivem použití nekonvenčních nástrojů v eurozóně. Proto není v současnosti porovnání transmise v ČR s transmisí v EA proveditelné. Rozpětí českých klientských sazeb nefinančním podnikům vůči jednodenní mezibankovní sazbě se nachází níže než v eurozóně a má mírně odlišnou strukturu, odrážející zejména vyšší heterogenitu rizikové prémie zemí eurozóny.

Většina nefinančních podniků sledovaných zemí čerpá úvěry s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší poměrně rychlou transmisí změny měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů v uvedeném segmentu.

V České republice byl v předkrizovém období přenos změny tržních sazeb do klientských u těchto úvěrů poměrně rychlý (60 % transmise se uskutečnilo již v průběhu jednoho měsíce).⁵⁹ V pokrizovém období však krátkodobá reakce na změnu sazby vymizela a transmise celkově oslabila; délka transmise zůstala jeden až tři měsíce, a to i u úvěrů do 30 mil. Kč s fixací nad 1 rok.⁶⁰ K menší citlivosti celkové transmise by do budoucna mohl vést dále pozvolna narůstající podíl úvěrů s fixací delší než 1 rok (Graf 30). Tento segment však v ČR zatím není příliš významný, neboť váha těchto úvěrů je stále nízká (12 %).

Graf 30: Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb (v %)



Pozn.: 1R M, resp. 1R V představuje označení pro malé (do 1 mil. EUR), resp. velké (nad 1 mil. EUR) úvěry s pohyblivou či fixní úrokovou sazbou do jednoho roku a další popisky představují tyto úvěry s delšími fixacemi úrokových sazeb. Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2018 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Rozpětí klientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby mezibankovního trhu je v České republice nižší než v eurozóně.

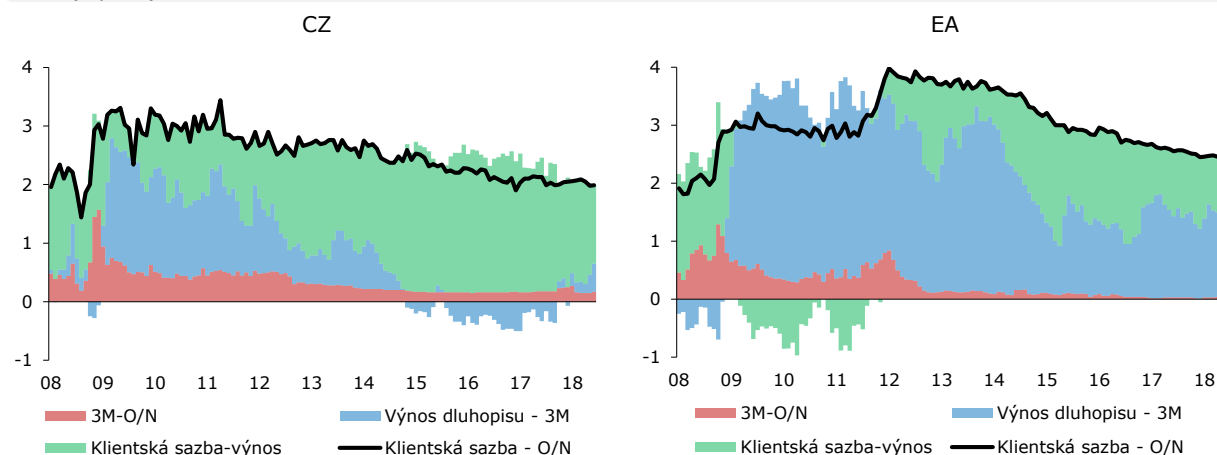
To odráží nižší úvěrové riziko klientů vnímané tuzemskými bankami a značnou heterogenitu rizikové prémie členských zemí eurozóny, jejíž periferní země zvyšují celkové úvěrové riziko v rámci měnové unie. Nárůst rozpětí v eurozóně nastal zejména po roce 2011, kdy v důsledku dluhové krize došlo ke skokovému nárůstu nejprve výnosů dluhopisů a následně i klientských sazeb (Graf 31). Od té doby pozvolna klesá, zatímco v případě České republiky je pozorován zvolna klesající trend již od roku 2009. Vliv předchozí krize se projevuje také v rozdílné struktuře rozpětí mezi Českou republikou a eurozónou. Zatímco

⁵⁹ Horváth a Podpiera (2009) a Babecká-Kucharčuková a kol. (2013).

⁶⁰ Havránek a kol. (2016).

v domácí ekonomice je rozpětí dominantně dáno rozdílem klientských sazeb a výnosů vládního dluhopisu, v eurozóně se na něm výrazněji podílí riziko vlád zachycené rozdílem výnosů jejich dluhopisů vůči tříměsíční sazbě peněžního trhu.

Graf 31: Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a O/N sazeb mezibankovního trhu (v p. b.)



Pozn.: Rozdíl mezi tříměsíční a jednodenní mezibankovní sazbou (3M - O/N). Rozdíl mezi pětiletým výnosem státních dluhopisů a tříměsíční mezibankovní sazbou (Vynos dluhopisu - 3M). Klientská sazba z úvěrů nefinančním podnikům vůči výnosu z pětiletého státního dluhopisu (Klientská sazba - výnos). Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB

Mezi úvěry na bydlení, které jsou hlavním segmentem zadluženosti domácností, vzrostl podíl úvěrů s fixací nad 5 let ve většině námi sledovaných zemí. Je to dáno velmi nízkými klientskými sazbami a motivací domácností zafixovat úrokovou sazbu co nejdéle do budoucna na co nejnižších nabízených úrokových sazbách. V České republice podobně jako v eurozóně čerpají domácnosti zejména úvěry s fixací sazby nad jeden rok, což přispívá k podobnosti transmise měnové politiky do bilancí domácností (Graf 32). V ČR však stále ještě dominují úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let, zatímco v eurozóně převládají úvěry s delšími fixacemi (téměř polovina všech poskytnutých úvěrů má aktuálně fixaci na 10 let). Oproti loňsku však došlo i v České republice k příklonu k fixacím mezi 5 až 10 lety, což může vést k pomalejší transmisi, a tím ke sblížení s eurozónou.

Graf 32: Struktura nově poskytnutých úvěrů domácnostem na bydlení dle fixací úrokových sazeb (v %)



Pozn.: Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2018 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Spontánní euroizace

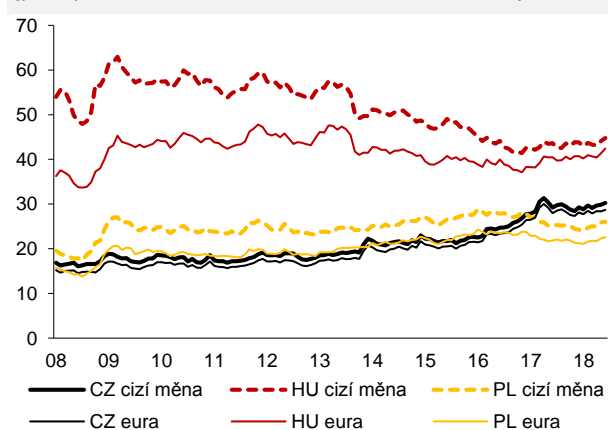
Proces spontánní euroizace české ekonomiky se vyznačuje postupně rostoucím využíváním eura nefinančními podniky zejména vlivem trvale vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahou o přirozené zajišťování kurzového rizika. Tento proces bude zřejmě pokračovat, čímž bude posilovat argumenty ve prospěch přijetí eura. Euroizace u domácností je naopak dlouhodobě velmi nízká.

Úroveň spontánní euroizace se za poslední rok zásadněji nezměnila, dlouhodobě se však postupně zvyšuje v důsledku trvale vysoké otevřenosti české ekonomiky. To se projevuje i vyšším využíváním eura při tuzemských platbách podniků a vyšším čerpáním podnikových úvěrů v eurech. Podíl celkových úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech soukromému sektoru však stále patří ve středoevropském regionu k nejnižším (dosahuje 15 % a v poměru k HDP se pohybuje na úrovni 8 %). Také podíl cizoměnových úvěrů na celkových aktivech bank zůstává poměrně nízký (6 %). Z hlediska vkladů je euroizace zanedbatelná. Poptávka domácností po úvěrech a vkladech v cizí měně je nízká vlivem vysoké důvěry v domácí měnu a stabilního makroekonomického a institucionálního prostředí.

U podniků podíl úvěrů v cizí měně na celkových bankovních úvěrech setrvává v blízkosti historického maxima, roste zajištění podniků termínovanými instrumenty (Graf 33 a Graf 36). Čerpání úvěrů v cizí měně souvisí s významnou obchodní provázaností s eurozónou a s přirozeným bilančním zajišťováním proti kurzovému riziku, které výrazně zesílilo před ukončením kurzového závazku v dubnu 2017. Po ukončení závazku pak růst úvěrů v cizí měně zpomalil, což bylo doprovázeno zvýšením zajišťování vývozu podniků klasickými termínovanými operacemi.⁶¹ Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech nefinančním podnikům se tak stabilizoval okolo 30 %. Naopak podíl vkladů v cizí měně na celkových podnikových vkladech je pod dlouhodobým průměrem.

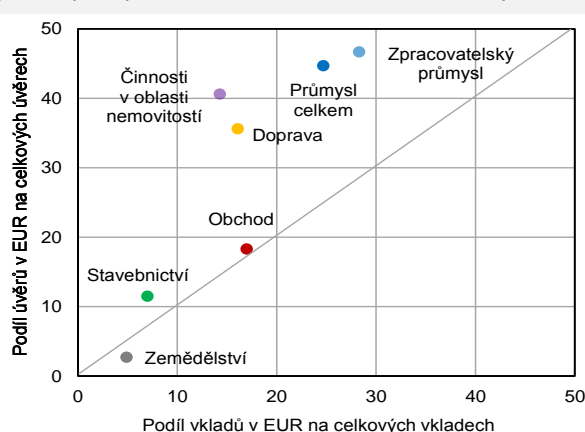
Z hlediska odvětví převládají eurové úvěry v průmyslu a v oblasti nemovitostí, roste však jejich objem i v obchodu, dopravě a ve stavebnictví. Podíl eurových úvěrů poskytnutých odvětví zpracovatelského průmyslu domácími bankami má dlouhodobě rostoucí trend a dosahuje již vysoké úrovně 47 %, což souvisí s významným zastoupením exportních podniků v tomto odvětví. Euroizace z hlediska úvěrů a vkladů je i při pohledu na jednotlivá odvětví u podniků asymetrická (Graf 34). Zatímco podíl eurových úvěrů se v posledních deseti letech ve významných odvětvích zvýšil, podíl eurových vkladů u domácích bank se zásadněji neměnil či v některých odvětvích dokonce poklesl.

Graf 33: Úvěry podnikům v cizí měně
(podíly na celk. úvěrech u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 34: Úvěry a vklady v eurech dle odvětví
(2018, podíly na celk. úvěrech a vkladech, v %)



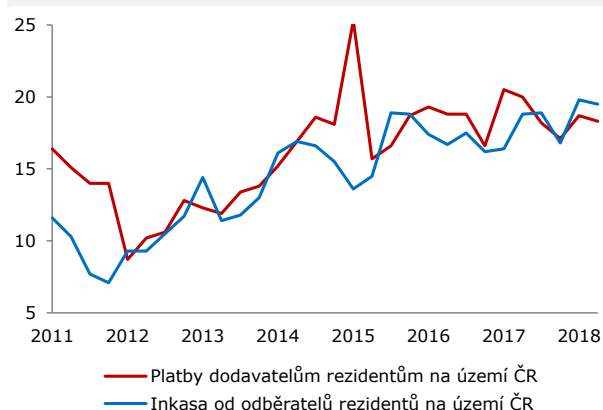
Zdroj: ČNB

⁶¹ Dle Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích (dále jen Šetření) bylo ve druhém čtvrtletí 2018 zajištěno zhruba 44 % vývozu podniků finančními termínovanými instrumenty.

Růst eurových podnikových úvěrů je v posledním období motivován i zvýšením diferenciálu českých klientských úrokových sazeb vůči eurozóně. Ten se u velkých úvěrů s objemem nad 1 mil. EUR pohybuje okolo 1 p. b., a podporuje tak přetrvávající vyšší růst úvěrů v cizí měně (8,8 %v červnu 2018) oproti dynamice korunových úvěrů.

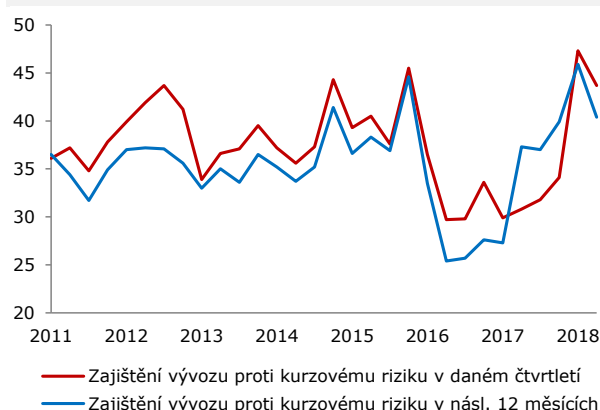
Podíl eurových plateb navzájem mezi českými podniky se v průběhu roku 2018 zásadně neměnil, za posledních několik let se však zdvojnásobil. Velké, exportně orientované průmyslové podniky tak z důvodu snížení kurzového rizika preferují platbu domácím dodavatelům v eurech. Podíl eurových plateb za materiál, výrobky a služby mezi domácími nefinančními podniky tak činí již zhruba 20 % (Graf 35).⁶²

Graf 35: Podíly eurových plateb mezi českými podniky (v %)



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Graf 36: Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku (v %)

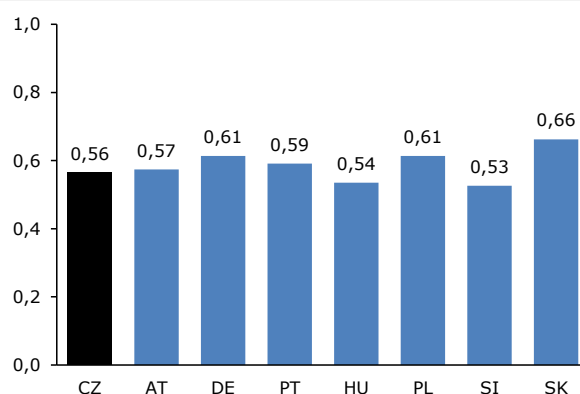


Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Inflační perzistence

Perzistence inflace je v České republice ve srovnání se sledovanými zeměmi spíše nižší (Graf 37). Inflace se tedy po šoku navrácí zpět k rovnováze poměrně rychle, což značí relativně dobrou schopnost české ekonomiky efektivně vstřebávat makroekonomické šoky. Rozdíly v odhadnuté perzistenci mezi zeměmi ve zkoumané skupině jsou však ekonomicky málo významné, znatelný není ani rozdíl mezi stávajícími členy eurozóny a zeměmi stojícími dosud mimo eurozónu. Případné dopady společné měnové politiky by tak z tohoto pohledu byly ve všech srovnávaných zemích obdobné.

Graf 37: Odhady perzistence inflace



Pozn.: Výpočet za období 2008Q1-2018Q2.





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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁶² Dle Šetření.

4 PŘIZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

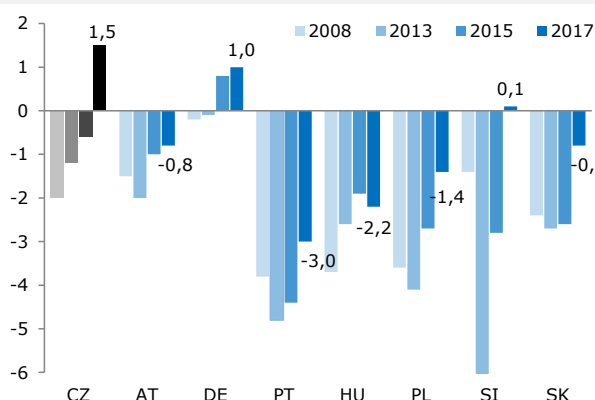
4.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

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

Aktuální příznivý stav českých veřejných financí vytváří prostor pro realizaci stabilizační funkce fiskální politiky. Ten však bude v budoucnu limitován dopady nedávno schválených diskrečních opatření, která povedou k nárůstu mandatorních výdajů a odrazí se i ve zhoršené dlouhodobé fiskální udržitelnosti.

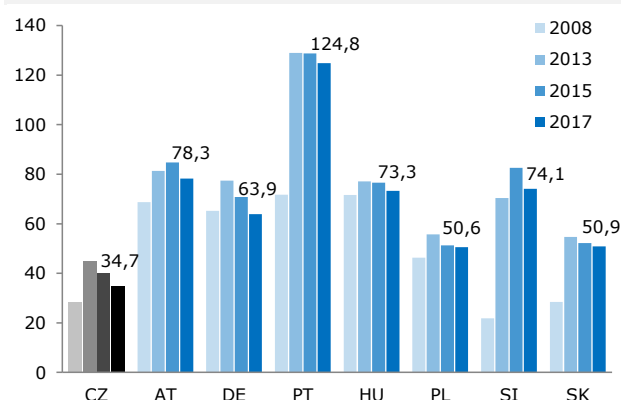
Z pohledu plnění konvergenčních kritérií a závazků vyplývajících z Paktu stability a růstu lze fiskální politiku ČR hodnotit příznivě. Hospodaření vládního sektoru se v posledních dvou letech – i díky dlouhodobému silnému hospodářskému růstu – nachází ve znatelném přebytku, který v roce 2017 dosáhl výše 1,5 % HDP. Přebytkového hospodaření vládního sektoru je dosahováno i ve strukturálním vyjádření. Bezpečně je tak plněn střednědobý cíl (MTO) pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP. Aktuální příznivý vývoj v oblasti veřejných financí je spojen s postupným poklesem podílu vládního dluhu na HDP, a to v roce 2017 až na hodnotu 34,7 % HDP. V rámci srovnávaných zemí je na tom ČR z hlediska výše salda i dluhu vládního sektoru aktuálně nejlépe (Graf 38 a Graf 39). Současná příznivá situace vytvořila potenciální prostor pro realizaci nutných strukturálních reforem i pro žádoucí stabilizační proticyklické působení fiskální politiky, a to jak při pravděpodobném pokračování expanze domácí ekonomiky, tak zejména v podmínkách případného budoucího ekonomického útlumu.

Graf 38: Saldo vládního sektoru (v % HDP)



Zdroj: Eurostat

Graf 39: Dluh vládního sektoru (v % HDP)



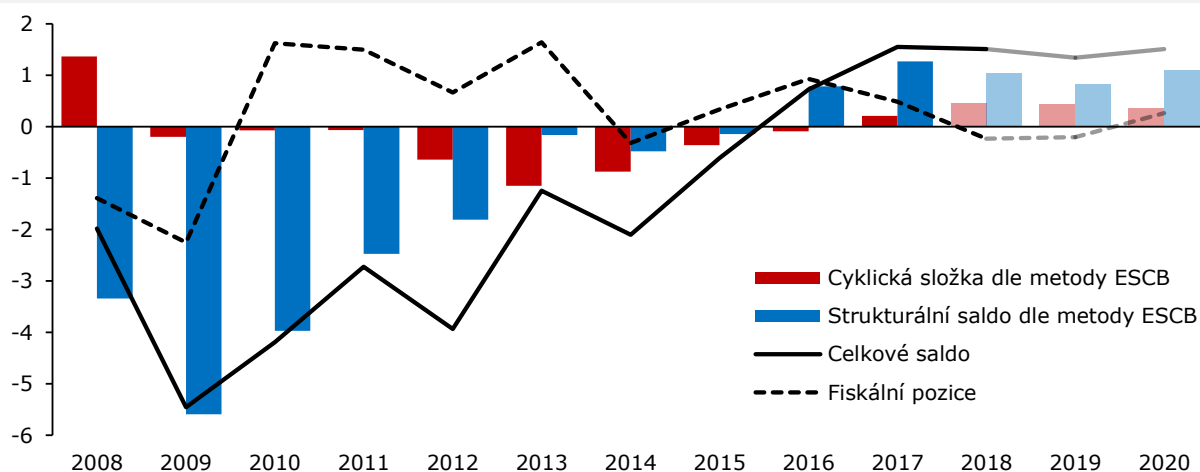
Zdroj: Eurostat

Rozsah působení automatických stabilizátorů není v případě České ekonomiky příliš vysoký. To je důsledkem relativně mírné progresy daňového systému a malého objemu vyplácených sociálních dávek závislých na cyklickém vývoji ekonomiky. Tyto faktory se odrážejí v nižší souhrnné rozpočtové elasticitě⁶³ na vývoj produkční mezery v porovnání s ostatními srovnávanými zeměmi.⁶⁴

⁶³ Ta vyjadřuje celkovou citlivost hospodaření vládního sektoru na ekonomický vývoj (resp. na mezeru výstupu).

Výsledná cyklická složka se tak v minulosti pohybovala poblíž nuly, zpravidla do 1 % HDP (Graf 40). Výjimkou byly roky 2008 a 2013–2014, kdy byl příznivý, resp. nepříznivý ekonomický vývoj tak zřetelný, že se cyklická složka od téměř neutrálních hodnot významně odchylovala. Nižší účinnost automatických stabilizátorů v ČR byla potvrzena i v rámci analýzy automatických stabilizátorů napříč příjmovými skupinami.⁶⁵

Graf 40: Saldo vládního sektoru ČR, jeho cyklická a strukturální část (v % HDP) a fiskální pozice (v p. b.)



Pozn.: Fiskální pozice měří meziroční změnu strukturálního salda, její kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi. Strukturální saldo je saldo vládního sektoru očištěné o vliv ekonomického cyklu a upravené o mimořádné jednorázové operace.

Zdroj: ČSÚ (2008–2017) a ČNB (prognóza 2018–2020 a výpočty)

Stabilizační působení fiskální politiky prostřednictvím cílených diskrečních opatření je v ČR dlouhodobě také spíše problematické. Vývoj strukturálního salda dokládá, že charakter české fiskální politiky byl v minulosti často procyklický. Zřetelně proticyklický charakter měla fiskální politika pouze v roce 2009, kdy došlo k přijetí vládních protikrizových opatření vedoucích k prohloubení strukturálního schodku. Následný příliš rychlý přechod k fiskální konsolidaci se stal jednou z příčin ekonomického poklesu v letech 2012 a 2013. Procyklické působení fiskální politiky je očekáváno i v letošním roce, kdy se na pozadí robustního ekonomického růstu a rychle rostoucích daňových příjmů projeví dopady v loňském roce schválených diskrečních opatření s negativním dopadem do hospodaření vládního sektoru.⁶⁶ K navýšení výdajů přispěje navíc předpokládané oživení vládních investic spolufinancovaných z EU fondů.

Důsledkem nedávno přijaté úpravy důchodového systému a dalších sociálních dávek bude nárůst mandatorních výdajů.⁶⁷ Mezi nedávné změny důchodového systému s největším

⁶⁴ Dle nejnovějších odhadů OECD dosahuje souhrnná rozpočtová elasticita v případě České republiky výše 0,45. Podobně je na tom Slovinsko a Polsko. Nejvyšší elasticita je u Rakouska (0,6) a Německa (0,66).

⁶⁵ Tato analýza je součástí dokumentu „Report on Public Finance in EMU 2017“ (Evropská komise, 2018c). Obsahuje odhad celkového efektu automatické stabilizace fiskální politiky na příjem, spotřebu a HDP za využití makro-simulačního modelu Evropské komise (QUEST) a současně prezentuje výsledky z mikro-simulačního modelu EUROMOD. Rozsah automatické stabilizace průměrného příjmu v ČR podle těchto odhadů dosahuje necelých 30 % (průměr EU je 33 %). V rámci srovnávaných zemí je nejvyšší efekt automatické stabilizace v Rakousku (45 %) a Německu (39 %) s tím, že kromě Polska je její odhadnutý rozsah u všech uvažovaných zemí vyšší než v případě České republiky. Tento výsledek je důsledkem nižší progresivity českého daňového systému oproti jiným zemím.

⁶⁶ Mezi tato opatření patří např. výrazný nárůst mezd ve vládním sektoru, diskreční navýšení důchodů a balík dalších opatření v sociální oblasti.

⁶⁷ Mezi mandatorní výdaje se v ČR dle definice používané Ministerstvem financí řadí výdaje vyplývající ze zákona a ostatní mandatorní výdaje (zejména výdaje vyplývající z mezinárodních smluv nebo soudních a mimosoudních

nepříznivým dopadem do vládních výdajů patří úprava valorizačního vzorce, zvýšení základní výměry důchodů na 10 % průměrné mzdy od roku 2019, navýšení důchodu důchodcům starších 85 let a zastropování věku odchodu do důchodu na 65 let.⁶⁸ Vyšší podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích přitom významně limituje manévrovací prostor pro realizaci diskreční fiskální politiky. Vzhledem k tomu, že převážná část nyní navýšených mandatorních výdajů nebude v případě české ekonomiky sloužit jako automatický stabilizátor, tj. působení těchto výdajů na ekonomický vývoj nebude mít významně proticyklický charakter, dojde k dalšímu snížení potenciální stabilizační role fiskální politiky v české ekonomice.

V České republice jsou přitom již nyní mandatorní výdaje považovány za relativně vysoké.

Jejich podíl v posledních letech (s výjimkou roku 2015) činil více než 55 % celkových výdajů státního rozpočtu a jejich podíl na příjmech státního rozpočtu byl zpravidla ještě vyšší (Tabulka 1). Pokud se v podílových ukazatelích zohlední i quasi mandatorní výdaje,⁶⁹ dosáhne podíl výdajů státního rozpočtu, které mají závazný charakter, více než tři čtvrtiny celkových výdajů. Pro rok 2018 státní rozpočet očekává, že celkový objem mandatorních a quasi mandatorních výdajů bude tvořit 78,3 % celkových výdajů, resp. 81,3 % celkových příjmů.

Tabulka 1: Vývoj podílu mandatorních a quasi mandatorních výdajů státního rozpočtu ČR (v %)

	2008	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	53,7	54,3	57,7	58,2	57,8	54,2	58,2	57,0	57,3	55,0
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	19,9	18,7	17,7	17,5	17,3	17,5	18,9	20,2	21,0	21,3
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	54,7	62,8	63,3	62,5	61,7	57,0	55,4	57,3	59,5	56,5
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	20,3	21,6	19,4	18,8	18,5	18,4	18,0	20,3	21,8	21,9

Pozn.: Pro roky 2008-2017 skutečnost, pro roky 2018-2019 předpoklady státního rozpočtu.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2018).

Úpravy důchodového systému se projevují i ve zhoršení hodnocení České republiky v oblasti dlouhodobé fiskální udržitelnosti. Vyplývá to z nejnovějších odhadů výhledu vývoje výdajů spojených se stárnutím populace, které v květnu letošního roku publikovala Evropská komise.⁷⁰ V roce 2016 se Česká republika v případě výdajů na penze, zdravotní a dlouhodobou péči (v poměru k HDP) nacházela v rámci srovnávaných zemí v nejpříznivější situaci, do roku 2060 se však podíl těchto výdajů spojených se stárnutím populace v České republice významně zvýší (Tabulka 2). Prognózovaný nárůst výdajů je přitom výrazně vyšší, než očekávala předchozí zpráva o stárnutí populace z roku 2015, a to vlivem zmíněných navýšení výdajů na důchody a dlouhodobou péči.

rozhodnutí sporů, které jsou pro Českou republiku závazné). Konkrétně se jedná o dávky důchodového pojištění, platby státu do zdravotního pojištění, státní sociální podporu, dávky nemocenského pojištění, výdaje na dluhovou službu, příspěvek státu na podporu stavebního spoření a penzijního připojištění, dotace státním fondům, výdaje na příspěvky politickým stranám, odvody do rozpočtu EU, prohrané arbitráže apod.

⁶⁸ Podle aktuální úpravy dojde kolem roku 2030 ke sjednocení důchodového věku na 65 letech, a to po mnoha letech jeho postupného automatického navýšování. Následně zvýšení důchodového věku již bude v diskreční pravomoci vlády, která se bude rozhodovat na základě návrhu zprávy o důchodovém systému, kterou jí bude v pětiletých intervalech předkládat Ministerstvo práce a sociálních věcí. Případné návrhy na úpravu důchodového věku budou vycházet z vývoje naděje dožití (střední délky života) tak, aby pojištěnci mohli v průměru strávit čtvrtinu svého života ve starobním důchodu.

⁶⁹ Jedná se o výdaje, u nichž povinnost vyplácet není daná přímo zákonem ani jinými právními normami či smluvními závazky, mají přesto charakter mandatorních dávek, protože stát se nemůže zříci jejich plnění. Do quasi mandatorních výdajů patří zejména mzdy pracovníků rozpočtových a příspěvkových organizací, výdaje na obranu apod.

⁷⁰ Tzv. Ageing Report (Evropská komise 2018d).

Tabulka 2: Vládní výdaje související se stárnutím populace (v % HDP)

	Důchody		Zdravotní péče		Dlouhodobá péče		Celkem		Změna
	2016	2060	2016	2060	2016	2060	2016	2060	60-16
CZ	8,2	11,6	5,4	6,6	1,3	2,8	14,9	21,0	6,1
AT	13,8	14,7	7,0	8,2	1,9	3,6	22,7	26,5	3,8
DE	10,1	12,5	7,4	8,1	1,3	2,0	18,8	22,6	3,8
PT	13,5	12,0	5,9	8,3	0,5	1,4	19,9	21,7	1,8
HU	9,7	11,1	4,9	5,8	0,7	1,1	15,3	18,0	2,7
PL	11,2	11,1	4,3	5,2	0,5	1,2	16,0	17,5	1,5
SI	10,9	15,2	5,6	6,8	0,9	1,8	17,4	23,8	6,4
SK	8,6	9,9	5,6	7,0	0,9	1,5	15,1	18,4	3,3
EA	12,3	12,4	6,8	7,5	1,6	2,7	20,7	22,6	1,9
CZ^{a)}	7,5	12,0	4,9	7,4	1,4	1,9	13,8	21,3	7,5

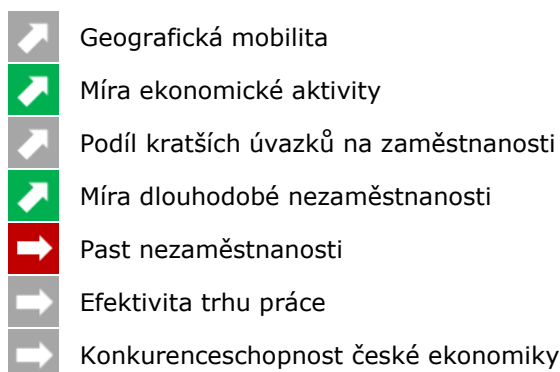
Pozn.: ^{a)} vlastní výpočet ČNB

Zdroj: Evropská komise (2018d)

Budoucí zvýšení výdajů spojených se stárnutím populace představuje riziko pro vývoj vládního dluhu a nákladů dluhové služby, které se nyní pohybují na velmi nízkých úrovních.

Z pohledu zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí a zvýšení prostoru pro stabilizační funkci fiskální politiky je nyní klíčové realizovat úpravy penzijního systému a systému zdravotní péče, pro které je v aktuální příznivé situaci českých veřejných financí prostor. Nedávno přijaté změny důchodového systému jdou však zatím opačným směrem.

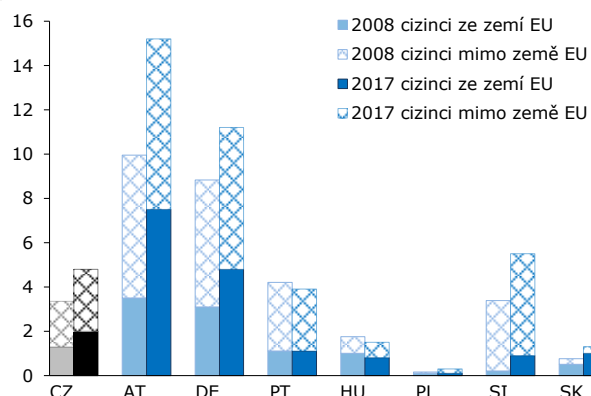
4.2 TRH PRÁCE A PRODUKTŮ



Ukazatele trhu práce se v posledních letech zlepšují z velké části vlivem příznivé fáze hospodářského cyklu. Lze v nich nicméně vysledovat známky pozvolného zvyšování jeho flexibility, a to ve většině sledovaných oblastí. Na flexibilitu trhu práce působí příznivě zejména rostoucí podíl cizinců na populaci a vyšší podíl částečných úvazků. Z hlediska celkové konkurenceschopnosti ekonomiky patří Česká republika v rámci sledovaných zemí k lépe hodnoceným.

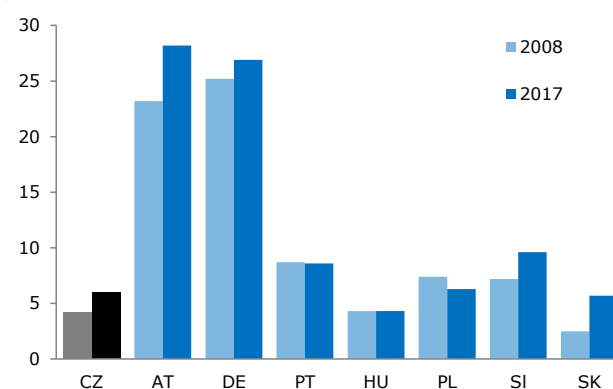
Geografická mobilita pracovní síly se v České republice postupně zvyšuje. Přispívá k tomu především vnější mobilita pracovní síly. Jedním z jejích ukazatelů je nárůst podílu cizinců na populaci (Graf 41), který se za poslední dekádu zvýšil, a to jak z hlediska podílu cizinců ze zemí EU, tak i mimo EU. Ve srovnání s Německem a především s Rakouskem však podíl cizinců na populaci ČR zůstává stále nízký. Na druhé straně ochota domácího obyvatelstva stěhovat se za prací – ať už v rámci ČR či do zahraničí – je dlouhodobě nízká, téměř neměnná a výrazně zaostává za jinými zeměmi EU.

Graf 41: Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci (v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 42: Podíl zaměstnání na kratší pracovní dobu (v %)



Zdroj: Eurostat

O zvýšení flexibility trhu práce svědčí i rostoucí míra ekonomické aktivity a pokles míry dlouhodobé nezaměstnanosti. Míra ekonomické aktivity obyvatelstva se během posledního desetiletí výrazně zvýšila a v roce 2017 dosáhla téměř 76 %. Česká republika se tak dále přiblížila sledovaným vyspělým zemím eurozóny. Ke zvyšování míry ekonomické aktivity přispěl vedle prodlužování hranice odchodu do důchodu také rostoucí podíl částečných úvazků v ekonomice, což umožňuje pracovat i osobám, které dříve často zůstávaly mimo pracovní sílu (např. rodičům malých dětí či lidem v blízkosti důchodového věku). I přes pozvolný nárůst však podíl částečných úvazků na celkové zaměstnanosti v ČR zůstává v mezinárodním srovnání nadále nízký a podobně jako v dalších středoevropských zemích se pohybuje výrazně pod úrovní obvyklou v Německu a Rakousku (Graf 42). Zároveň pokračoval pokles míry dlouhodobé nezaměstnanosti, která se v ČR v loňském roce

nacházela na historicky nejnižších hodnotách a byla dokonce nižší než v Německu a Rakousku. I když má tento vývoj z velké části cyklické příčiny, signalizuje zároveň absenci výrazných strukturálních problémů, a tedy i vysokou flexibilitu trhu práce.

Flexibilita trhu práce je naopak snižována poměrně hlubokou pastí nezaměstnanosti.⁷¹ Ta se v posledních letech ustálila zhruba na 80% úrovni a ze sledovaných zemí patří k vyšším (Tabulka 3). Hloubka pasti nezaměstnanosti v České republice souvisí s mírou zdanění a významnou rolí sociálního systému, potažmo různých typů podpor. Ty mohou – zejména u nezaměstnaných osob s potenciálem relativně nízkého příjmu – znatelně snižovat motivaci k návratu do zaměstnání. U nízkopříjmových zaměstnanců je ze stejných důvodů zároveň poměrně nízká motivace najít si lépe placené zaměstnání.⁷²

Tabulka 3: Past nezaměstnanosti (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CZ	66,9	68,2	79,5	80,0	80,2	80,1	80,1	80,2	80,3
AT	67,6	67,8	67,0	67,2	67,4	67,6	67,8	68,0	68,1
DE	74,2	73,9	74,9	72,9	73,3	73,3	73,0	73,0	73,1
PT	81,5	81,1	80,7	79,0	79,0	79,2	80,0	79,8	80,3
HU	80,6	80,3	80,6	79,9	79,6	79,5	78,8	78,6	78,4
PL	78,2	76,2	76,0	81,6	80,7	80,8	80,9	79,4	81,8
SI	80,7	83,4	83,4	83,2	89,7	89,5	89,8	89,7	89,6
SK	43,6	44,3	42,2	42,6	44,3	44,3	44,3	44,5	44,7

Pozn.: Jedná se o modelový příklad svobodného, bezdětného zaměstnance se mzdou na úrovni 67 % průměrné mzdy.

Zdroj: Eurostat

V mezinárodním srovnání podle ukazatele GCI⁷³ patří Česká republika z hlediska souhrnné kvality trhu práce k lépe hodnoceným zemím. Devízou českého pracovního trhu je zejména flexibilita v oblasti mzdového vyjednávání (Graf 43). Platí to i přes postupné legislativní zvyšování minimální mzdy, neboť její podíl na průměrné mzdě je i nadále ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi nízký. Nemá tak výraznější negativní dopad na flexibilitu v oblasti určování mezd, která patří ze sledovaných zemí k nejvyšším. Naopak vysoké náklady spojené s najímáním a propouštěním domácích i zahraničních pracovníků a související nízká interní mobilita práce se řadí k faktorům snižujícím kvalitu trhu práce a tím i konkurenceschopnost České republiky.

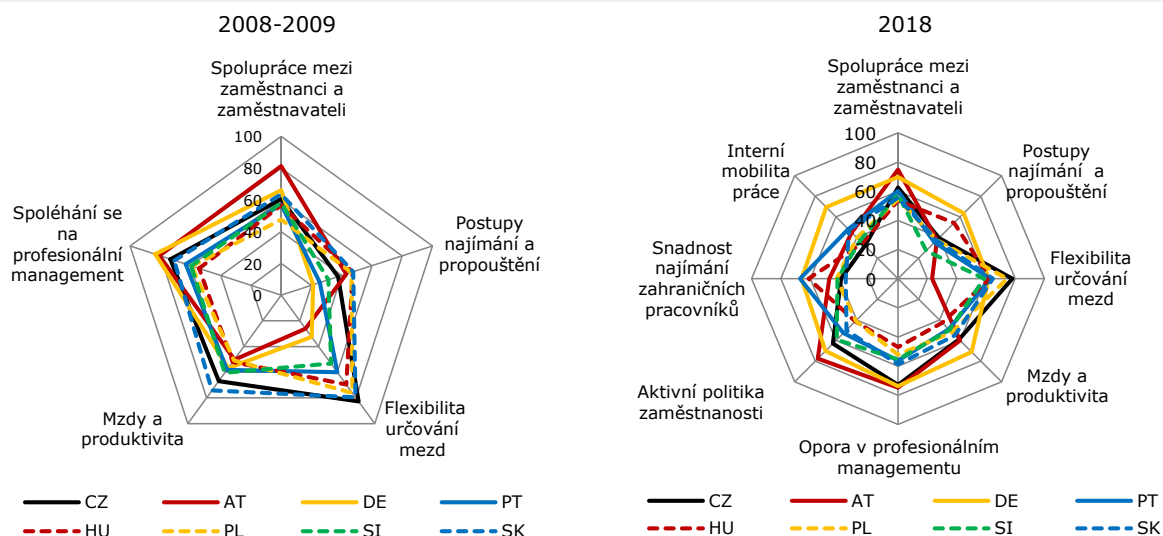
Z hlediska celkové konkurenceschopnosti je v rámci ukazatele GCI Česká republika hodnocena příznivě, nicméně existuje patrný prostor pro zlepšení v oblasti kvality institucí a v inovačních schopnostech (Graf 44). V rámci kvality institucionálního prostředí je negativně hodnocen zejména rozsah vládních regulací a pomalá adaptace vlády na změny v dlouhodobých technologických, sociálních, ekonomických a demografických trendech. Konkurenceschopnost v oblasti inovací je snižována zejména orientací zákazníků primárně na nízkou cenu výrobků a rovněž nízkou rozmanitostí pracovní síly. I přesto patří hodnocení institucí a inovací k průměru srovnávaných zemí. Velmi dobře si Česká republika vede naopak v oblasti infrastruktury, kde je výborně hodnocena pro hustotu a propojenost silniční sítě. Nejlepšího hodnocení pak ČR dosáhla v oblasti makroekonomické stability, kde se s dalšími 30 zeměmi dělí o první místo. Celkově se Česká republika nachází v roce 2018 na 29. místě ze 140 hodnocených zemí a mezi sledovanými zeměmi pouze za Německem a Rakouskem.

⁷¹ Past nezaměstnanosti měří podíl hrubého příjmu, který je odčerpán v momentě, kdy nezaměstnaná osoba přejde do zaměstnání, v důsledku vyšších daní, příspěvků na sociální zabezpečení a odebrání podpory v nezaměstnanosti a dalších sociálních dávek.

⁷² Tato situace je v literatuře označována jako past nízkých mezd.

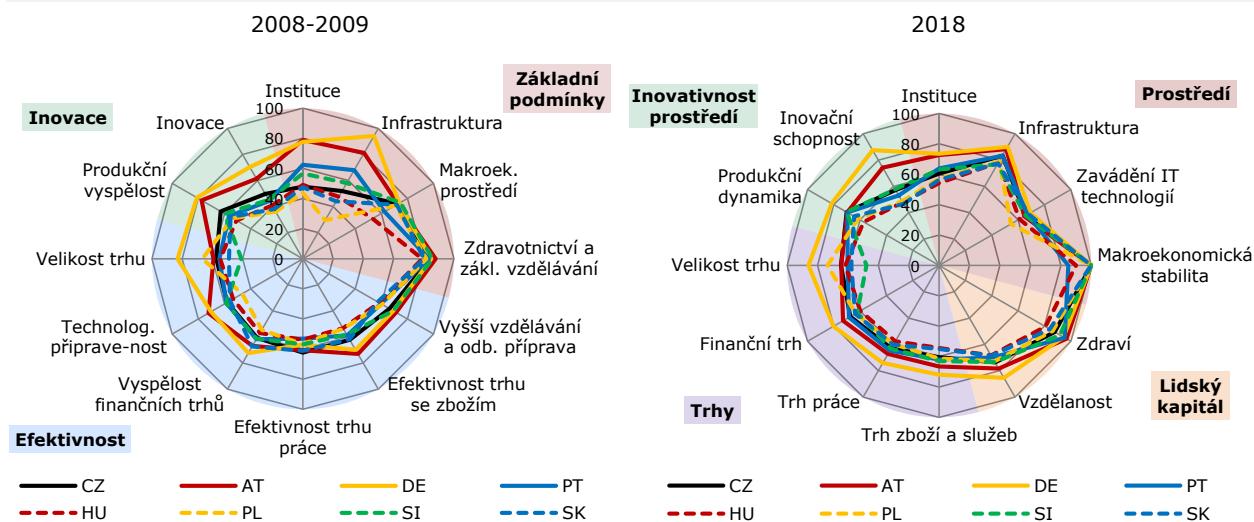
⁷³ Global Competitiveness Index, publikovaný každoročně Světovým ekonomickým fórem (World Economic Forum, WEF). Podrobnosti viz Metodologická příloha.

Graf 43: Global Competitiveness Index 4.0 – hodnocení trhu práce








Pozn.: Index GCI pro trh práce je od roku 2018 členěn do nových kategorií. Pro každou z nich je nově normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Pro přehlednější srovnání jsou hodnoty z roku 2008/2009 znormovány dle metodologie nového indexu.
Zdroj: World Economic Forum (2009, 2018)

Graf 44: Global Competitiveness Index 4.0 – celkové hodnocení



Pozn.: Index GCI je od roku 2018 členěn do nových kategorií. Pro každou z nich je nově normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Pro přehlednější srovnání jsou hodnoty z roku 2008/2009 znormovány dle metodologie nového indexu.
Zdroj: World Economic Forum (2009, 2018)

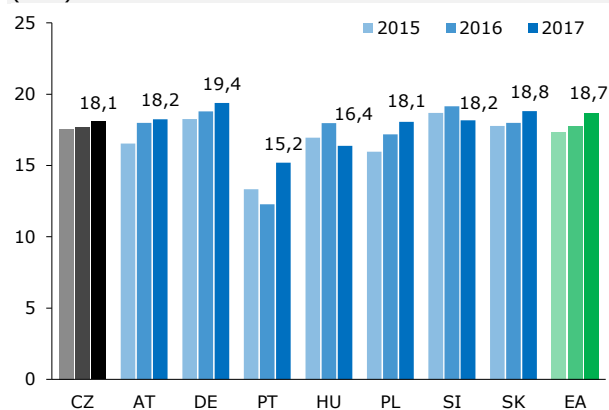
4.3 BANKOVNÍ SEKTOR A JEHO SCHOPNOST ABSORBOVAT ŠOKY

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko
-  Rizika pro domácí bankovní sektor související s fází finančního cyklu

Stav finančního systému hraje důležitou roli ve schopnosti ekonomiky tlumit externí šoky. V České republice je přitom klíčová zejména stabilita bankovního sektoru, který představuje téměř 80 % celkových aktiv domácích finančních institucí (mimo ČNB). Český bankovní sektor si udržuje vysokou ziskovost, dobrou likviditní pozici i solidní kapitálovou vybavenost, a tedy i vysokou odolnost vůči možným nepříznivým šokům. V případě přijetí společné měny by tak mohl plnit funkci přizpůsobovacího a stabilizačního mechanismu. Zdrojem rizik pro bankovní sektor zůstává zejména roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. Rizika mohou být spojena i s přijetím eura a souvisejícím vstupem do bankovní unie, jež budou znamenat přesun některých pravomocí na unijní úroveň.

Odolnost bankovního sektoru České republiky vůči případným nepříznivým šokům je v mezinárodním srovnání vysoká. Jejím základem je solidní kapitálová vybavenost českých bank, jejíž významnou složkou je nerozdělený zisk. Kapitálový poměr českého bankovního sektoru na konsolidované bázi se v roce 2017 zvýšil o 0,4 p. b. na 18,1 %, a dosahuje tak podobné úrovně jako v eurozóně, kde meziročně vzrostl o 1,0 p. b. na 18,7 % (Graf 45). Český bankovní sektor zároveň nadále vykazuje vysokou ziskovost – rentabilita kapitálu dlouhodobě výrazně převyšuje průměr států eurozóny (Graf 46).⁷⁴ Zisk českého bankovního sektoru je přitom tvořen převážně stabilními složkami, jako je úrokový zisk a zisk z poplatků a provizí.

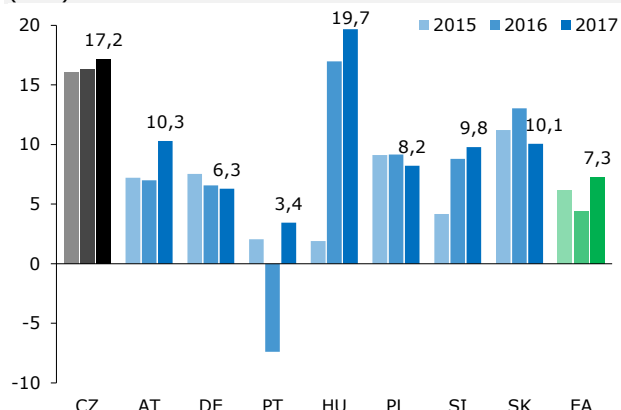
Graf 45: Celkový kapitálový poměr
(v %)



Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu banky k rizikově váženým aktivům. EA představuje vážený průměr členských zemí eurozóny, kde byl jako váha použit HDP.

Zdroj: MMF FSI

Graf 46: Rentabilita kapitálu (RoE)
(v %)



Pozn.: EA představuje vážený průměr členských zemí eurozóny, kde byl jako váha použit HDP.

Zdroj: MMF FSI, Deutsche Bundesbank

⁷⁴ Data prezentující mezinárodní srovnání mají spíše indikativní charakter vzhledem k tomu, že metoda výpočtu daného ukazatele a konsolidace se pro jednotlivé země může lišit (údaje pro Českou republiku z MMF FSI jsou vždy na konsolidované bázi vyjma úvěrů se selháním), navíc dochází v některých případech ke zpětné revizi dat.

Díky dostatečnému kapitálovému vybavení a solidní ziskovosti by domácí banky měly být schopny absorbovat i případné vysoké úvěrové ztráty, jak dokládají i poslední makrozátěžové testy bankovního sektoru.⁷⁵

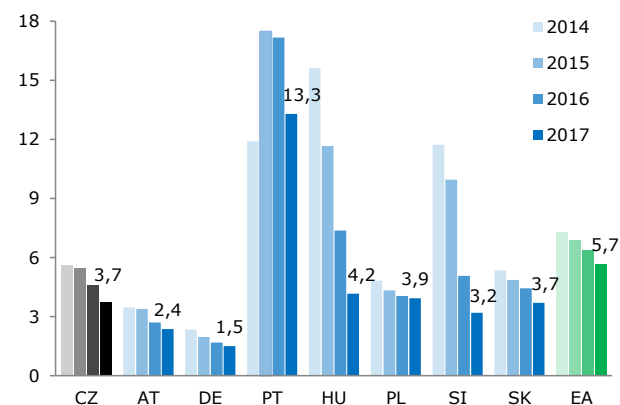
Kvalita úvěrového portfolia i likviditní pozice bankovního sektoru rostou k historicky nejlepším hodnotám. V roce 2017 kleslo projevené úvěrové riziko vyjádřené podílem úvěrů se selháním na celkových úvěrech o 0,9 p. b. na 3,7 % (Graf 47). Pokles podílu úvěrů se selháním lze pozorovat i v ostatních sledovaných zemích. To souvisí s rostoucí fází hospodářského a finančního cyklu, která ovšem může být doprovázena přijímáním vyšších úvěrových rizik a vést tak k růstu zranitelnosti bank v sestupné fázi cyklu.

Většina domácích bank se zaměřuje na konzervativní model bankovního podnikání spočívající v přijímání vkladů a poskytování úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům. Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům rezidentům dosahuje v českém bankovním sektoru 141 %, což představuje společně s Maďarskem nejvyšší hodnotu ze všech sledovaných zemí. Přebytek vkladů nad úvěry a v mezinárodním srovnání nízká zadluženost soukromého sektoru vytvářejí prostor pro další růst bankovních úvěrů, a to při udržení dostatečné úrovně likvidních aktiv.

Nejvýznamnější riziko pro český bankovní sektor aktuálně představuje vytrvalý růst cen rezidenčních nemovitostí, který má silnou vazbu na další růst úvěrů na jejich pořízení. Rizika pro český bankovní sektor jsou spojena zejména s dalším posunem domácí ekonomiky v růstové fázi finančního cyklu směrem vzhůru spojeným s akumulací cyklických rizik. V eurozóně nadále přetrvávají také rizika spojená s prostředím mimořádně nízkých úrokových sazeb, která vytvářejí tlak na ziskovost finančních institucí.⁷⁶

Rizika budoucího přijetí eura jsou spojena i se vstupem do bankovní unie, jejímž členem by se Česká republika stala (nejpozději) se vstupem do eurozóny. Rizika spočívají v přesunu některých pravomocí na unijní úroveň (zejména přímého dohledu u klíčových bank) bez přesunu odpovědnosti za celkovou kondici národního finančního sektoru. Vstupem do eurozóny by se Česká republika účastnila také jednotného mechanismu pro řešení problémů v bankovním sektoru⁷⁷ a přispívala by do jednotného fondu pro řešení problémů v bankovním sektoru,⁷⁸ jejichž účinnost ověří až případná budoucí finanční krize. Výkon makroobezřetnostní politiky by po přijetí společné měny nabyl na významu v případě, že by český hospodářský a finanční cyklus nebyl synchronizován s vývojem v eurozóně.⁷⁹

Graf 47: Úvěry se selháním
(v % z celkových bankovních úvěrů)



Pozn.: EA představuje vážený průměr členských zemí eurozóny, kde byl jako váha použit HDP.

Zdroj: MMF FSI, ČNB, Deutsche Bundesbank

⁷⁵ Viz Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018.

⁷⁶ ESRB (2016) se věnuje dopadům nízkých úrokových sazeb na finanční stabilitu a uvádí návrhy opatření k omezení identifikovaných rizik.

⁷⁷ Domácí systémově významné instituce jsou součástí mezinárodních finančních skupin, jejichž sídla jsou v členských zemích bankovní unie, ČNB proto již v současné době spolupracuje v rámci kolegií s Jednotným výborem pro řešení krizí.

⁷⁸ Domácí banky přispívají do Fondu pro řešení krize, který je součástí národního Garančního systému finančního trhu. Problémy bankovního sektoru by se do přijetí eura řešily dle národní legislativy, tedy na základě mechanismu vycházejícího ze zákona č. 374/2015 Sb. o ozdravných postupech a řešení krize na finančním trhu.

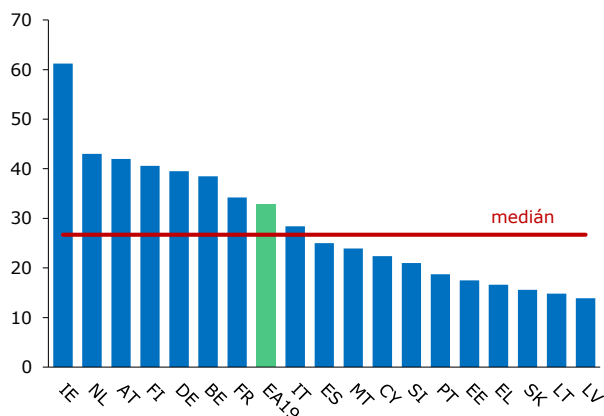
⁷⁹ Účinnost makroobezřetnostní politiky by však mohla omezit přeměna bank s právní subjektivitou v dané zemi (dceřiná banka) na pobočku zahraniční banky (blíže viz Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018, str. 115-117, a Box 5 v těchto Analýzách sladění).

C CHARTBOOK

1 EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY

Výkonnost ekonomik zůstává napříč zeměmi eurozóny velice různorodá...

HDP na obyvatele v zemích eurozóny
(2017, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

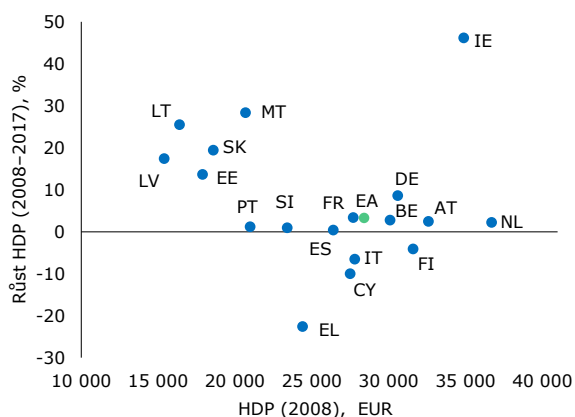


Pozn.: Lucembursko není v obou grafech uvedeno z důvodu mnoha specifík tamní ekonomiky, která vede k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

...přičemž proces reálné konvergence probíhá pouze u nově přistupivších zemí...

Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny



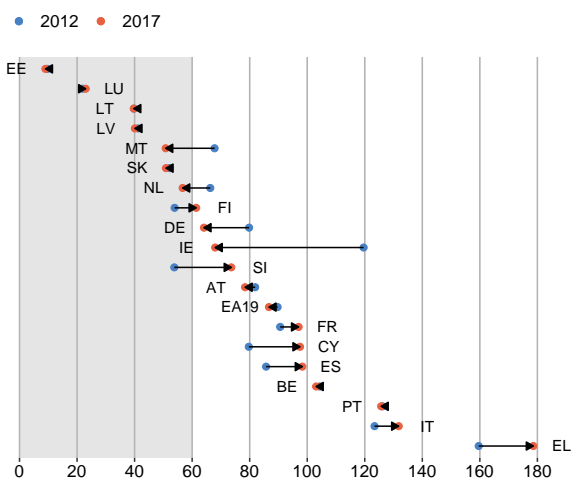
Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergenční).

Zdroj: Eurostat

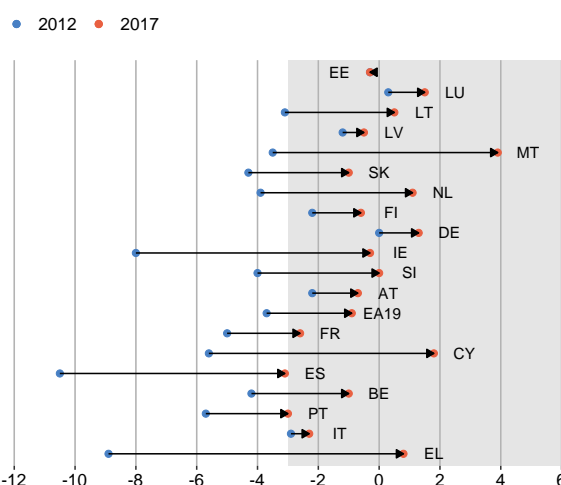
...zatímco země jižního křídla zaznamenaly mj. v souvislosti s konsolidací veřejných financí pokles výkonnosti; zadlužení veřejného sektoru v poměru k HDP se přesto nesnížilo.

Vývoj fiskální pozice zemí eurozóny

Vládní dluh (% HDP)



Saldo vládního sektoru (% HDP)



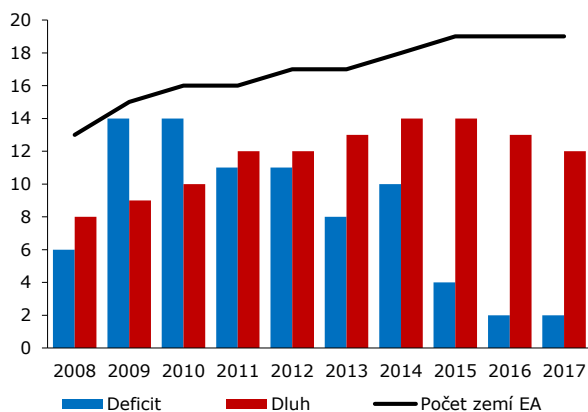
Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Výchozí bod (2012) byl zvolen tak, aby zachytil negativní fiskální efekty finanční krize (záchranné programy v bankovních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

Zdroj: Eurostat

Nízká fiskální disciplína je dlouhodobým problémem eurozóny...

Nedodržování fiskálních kritérií

(počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu)

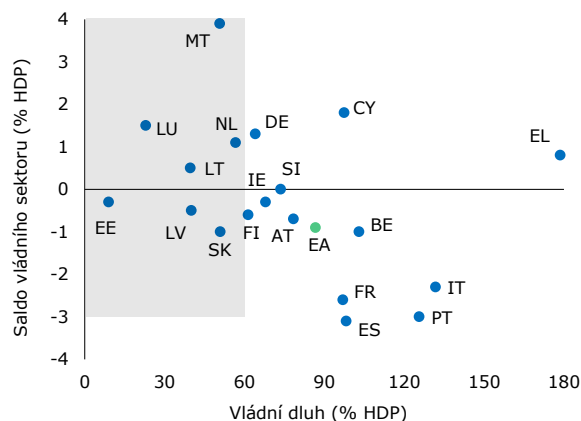


Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu
Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočet ČNB

...přičemž v současnosti splňuje pouze sedm zemí zároveň kritéria dluhu a deficitu.

Fiskální pozice zemí eurozóny

(2017)

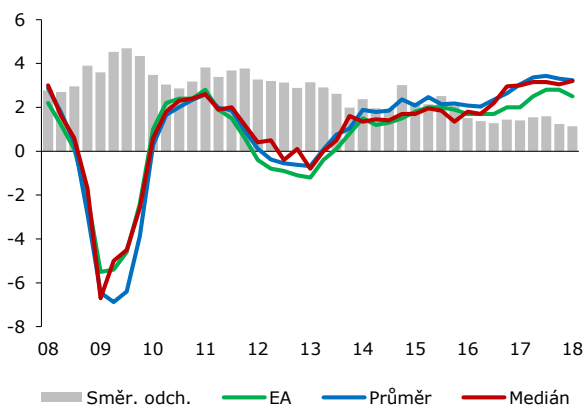


Pozn.: V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu.
Zdroj: Eurostat

Situaci ve veřejných financích pomáhá hospodářský růst, který především v loňském roce výrazně zrychlil...

Růst reálného HDP zemí eurozóny

(v %)



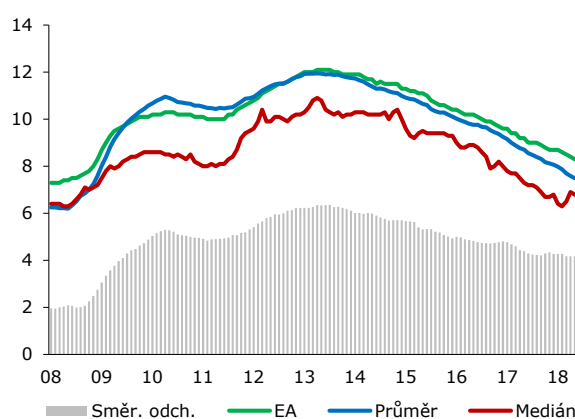
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Data pro Irsko nebyla zahrnuta z důvodu mimořádně vysokého růstu v roce 2015, který přesahoval 20 % v souvislosti s přesunem sídel několika mezinárodních společností do Irska. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

...a projevuje se také v pokračujícím zlepšování situace na trhu práce.

Nezaměstnanost v zemích eurozóny

(v %)



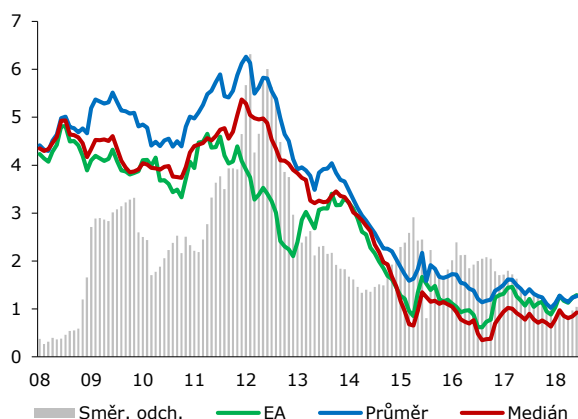
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

K růstu v eurozóně přispívá uvolněná měnová politika ECB, která vedla k poklesu výnosů vládních dluhopisů napříč zeměmi...

Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny

(v %)



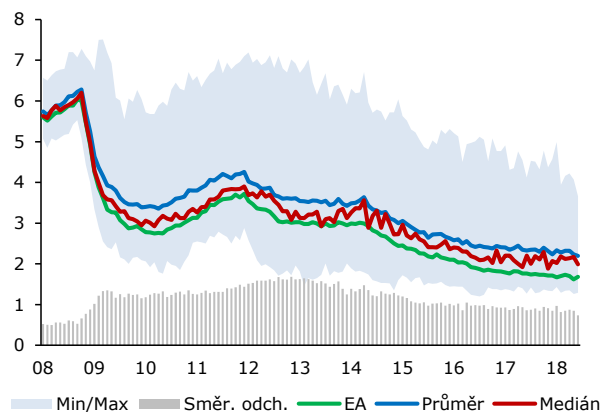
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru 10letých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

Zdroj: ECB (včetně řady EA), výpočet ČNB

...a také ke snížení sazeb klientských úvěrů.

Náklady na získání finančních prostředků nefinančních podniků

(v %)



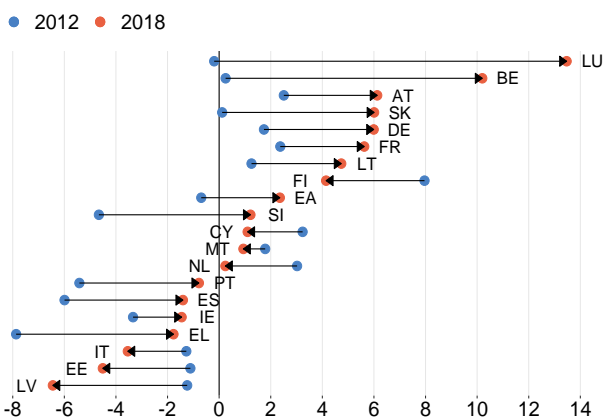
Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

Úvěry domácím nefinančním podnikům v některých zemích navzdory výrazně uvolněné měnové politice nadále klesají...

Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům

(mzr., v %)



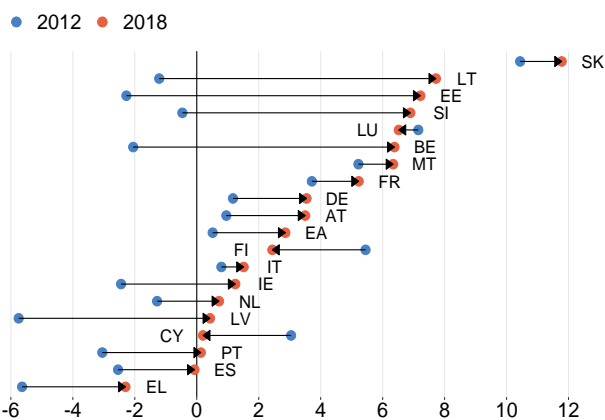
Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrné růsty v prvním pololetí uvedeného roku.

Zdroj: ECB (BSI databáze)

...objem úvěrů domácnostem ale roste téměř ve všech zemích, přičemž jeho vysoká tempa v některých zemích odrážejí zvyšování hypotečních úvěrů.

Růst bankovních úvěrů domácnostem

(mzr., v %)

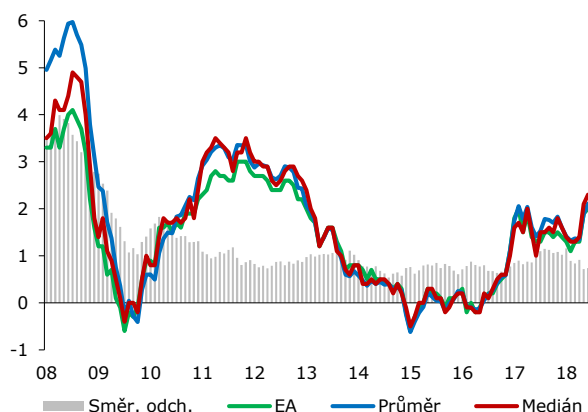


Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrné růsty v prvním pololetí uvedeného roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Zatímco celková inflace v červnu vzrostla v důsledku vyššího příspěvku cen energií k inflačnímu cíli ECB...

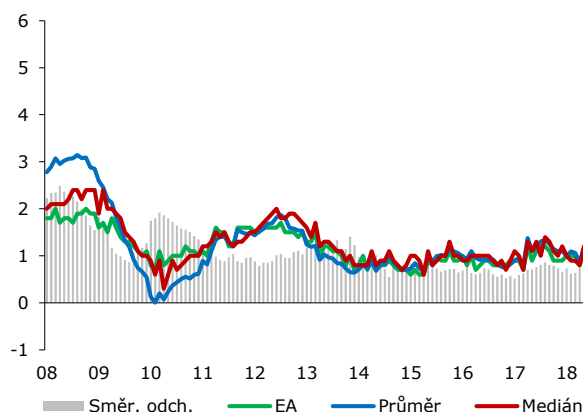
Celková inflace v zemích eurozóny (mzr., v %)



Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB.

...jádrová inflace se nadále pohybuje okolo 1 %...

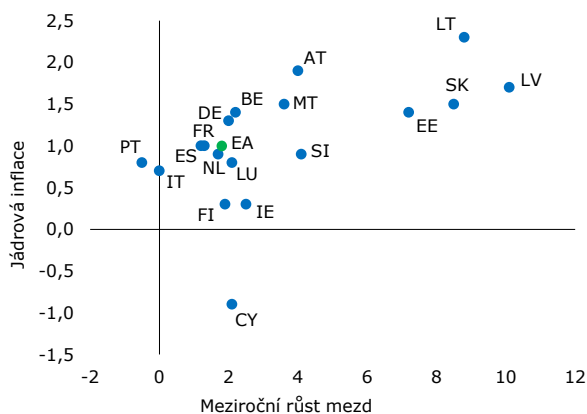
Inflace bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku (mzr., v %)



Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

...přičemž její rozptyl napříč zeměmi eurozóny odráží mj. rozdílný růst mezd.

Růst mzdových nákladů, jádrová inflace (mzr. růsty v 1. čtvrtletí 2018, v %)



Pozn.: Řady růstu mezd jsou sezónně očištěné, data za Řecko nejsou dostupná.
Zdroj: Eurostat.

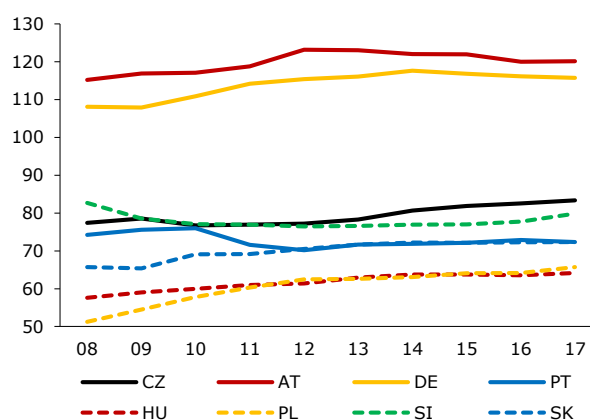
3 CYKLICKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

3.1 PŘÍMÉ UKAZATELE SLADĚNOSTI

REÁLNÁ EKONOMICKÁ KONVERGENCE

Proces dlouhodobé konvergence HDP se obnovil, odstup od vyspělých zemí eurozóny ale zůstává značný...

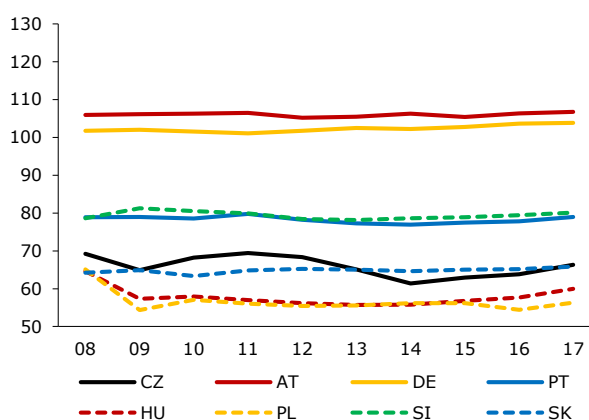
HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS)
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

...což ještě více platí pro cenovou hladinu, v níž Česká republika zaostává i za Portugalskem a Slovinskem.

Cenová hladina HDP
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálný kurz koruny procházel v posledním desetiletí výkyvy spojenými s globální krizí. Ve srovnání s rokem 2008, kdy došlo v období před pádem Lehman Brothers ke skokovému posílení koruny, mírně oslabil. Pouze reálný kurz Slovenska a Rakouska je oproti roku 2008 silnější.

Reálný kurz vůči euru na bázi HICP

(2007=100; nárůst indexu znamená posílení reálného kurzu)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	114,5	108,3	112,8	115,3	113,9	110,3	104,1	105,3	106,7	110,5
AT	99,9	100,0	100,0	100,9	100,9	101,7	102,7	103,5	104,3	105,0
DE	99,4	99,4	98,9	98,7	98,3	98,5	98,9	99,0	99,1	99,3
PT	99,3	98,1	97,9	98,7	99,0	98,1	97,5	98,0	98,4	98,4
HU	102,5	95,4	100,1	99,8	99,4	97,2	93,1	92,7	92,5	93,9
PL	108,6	91,4	100,0	98,0	97,7	96,8	96,8	96,1	91,8	94,1
SI	102,1	102,7	103,1	102,4	102,8	103,3	103,3	102,5	102,1	102,1
SK	108,7	113,4	112,4	113,9	115,3	115,4	114,8	114,4	113,5	113,4

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálné úrokové sazby byly v České republice v posledním desetiletí převážně záporné, podobně jako v dalších srovnávaných zemích.

Reálné tříměsíční úrokové sazby

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	-2,1	1,6	0,1	-0,9	-2,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-2,0
AT	1,4	0,8	-0,9	-2,1	-2,0	-1,9	-1,2	-0,8	-1,2	-2,5
DE	1,8	1,0	-0,3	-1,1	-1,5	-1,4	-0,6	-0,2	-0,6	-2,0
PT	1,9	2,1	-0,6	-2,1	-2,1	-0,2	0,4	-0,5	-0,9	-1,9
HU	2,5	5,0	1,4	2,5	2,3	2,4	2,5	1,5	0,5	-2,2
PL	2,1	0,4	1,2	0,6	1,2	2,2	2,5	2,5	1,9	0,1
SI	-0,8	0,4	-1,2	-0,7	-2,2	-1,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,9
SK	0,2	0,3	0,1	-2,6	-3,1	-1,2	0,3	0,3	0,2	-1,7

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

V posledních deseti letech nedošlo k výraznému přiblížení mezd vyjádřených v eurech k průměru eurozóny. Platí to nejen pro Českou republiku, ale i pro další sledované země.

Průměrná mzda na zaměstnance v EUR

(EA=100)

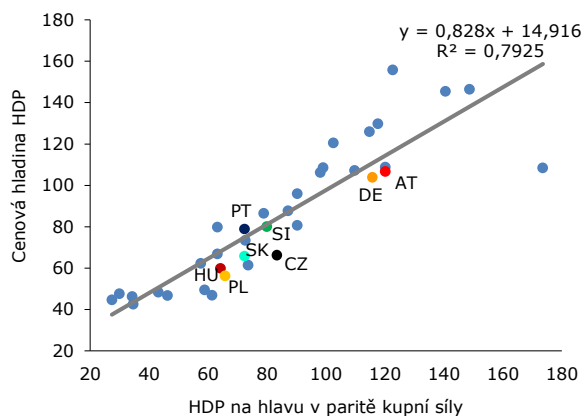
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	36,1	40,4	37,2	39,4	40,8	39,8	37,8	36,1	37,0	38,7
AT	106,5	106,3	106,0	104,9	104,8	105,7	106,3	106,8	107,6	108,9
DE	95,9	94,6	93,1	93,4	94,2	94,8	95,0	96,3	97,5	98,6
PT	55,8	55,3	55,6	55,6	53,4	50,8	51,8	50,2	49,7	50,2
HU	36,1	37,3	32,4	32,8	32,7	31,5	30,8	29,5	28,5	29,2
PL	28,7	32,3	26,6	30,7	30,7	30,8	30,7	31,0	31,1	31,0
SI	60,9	63,1	63,1	64,2	63,8	62,1	61,4	61,4	61,4	62,4
SK	30,6	34,1	35,6	36,8	36,7	37,0	37,3	37,5	38,3	38,7

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

Česká cenová hladina leží pod úrovní, která by v mezinárodním srovnání odpovídala výši HDP na hlavu. Obdobná situace však panuje i v dalších zemích středoevropského regionu.

HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina

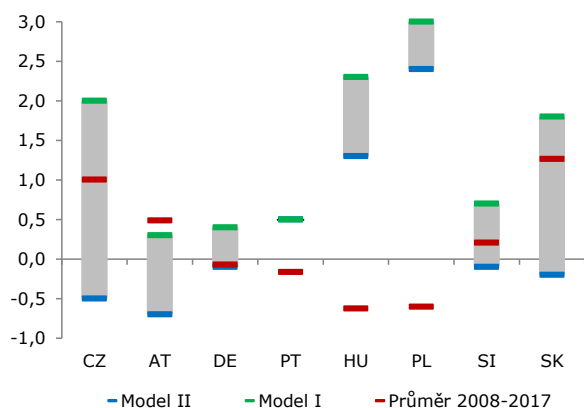
(2017, EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Reálný kurz koruny v průměru posiloval o 1 % za rok. Do budoucna leží jeho odhadované roční rovnovážné tempo v intervalu -0,5 až 2,0 %.⁸⁰

Reálné posilování kurzu: průměr za poslední desetiletí a rozpětí odhadů na dalších 5 let (EA=100, na bázi HICP)



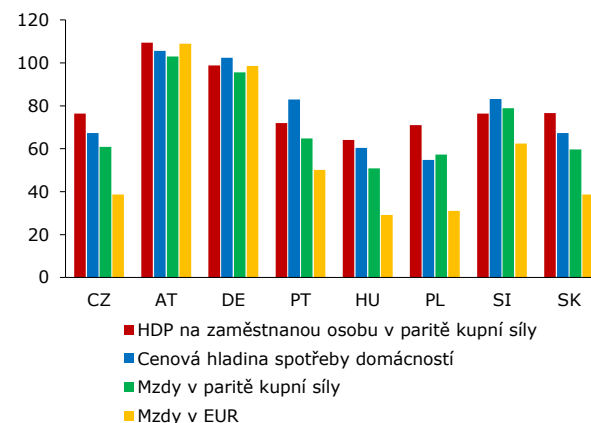
Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za období let 2008-2017. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě dvou panelových regresí vztahujících cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Mzdy v paritě kupní síly v České republice dosahují zhruba 60 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí jen cca 40 %. Podobná je situace na Slovensku, které má i obdobnou výši HDP na zaměstnanou osobu.

Další ukazatele dlouhodobé konvergence

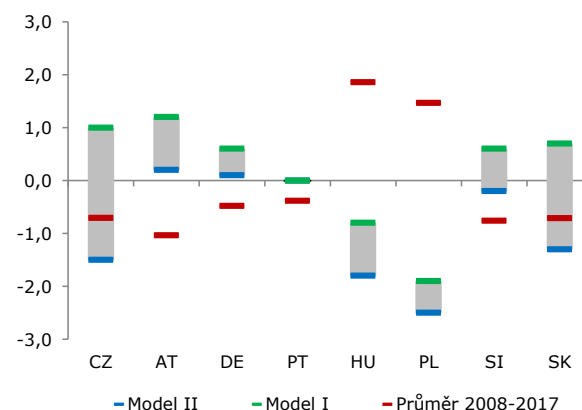
(2017, EA=100)



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

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

Reálné 3M úrokové sazby: průměr za poslední desetiletí a rozpětí odhadů na dalších 5 let (v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)



Pozn.: Údaj za období 2008-2017 je prostý aritmetický průměr. Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby na následujících pět let je odvozený z rozpětí odhadů tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně ve výši 0,5 %.

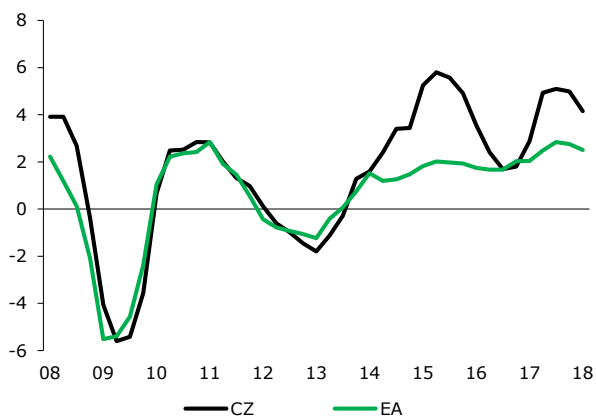
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁸⁰ Prognózy ČNB počínaje Zprávou o inflaci IV/2013 pracují s předpokladem dlouhodobého rovnovážného reálného posilování kurzu koruny tempem 1,5 % ročně vůči tzv. efektivní eurozóně.

SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

Sladěnost české ekonomiky s eurozónou byla silná zejména ve fázi hospodářské krize, během oživení pak poklesla.

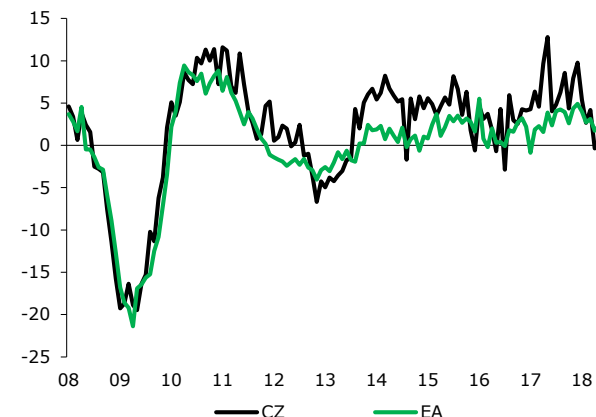
Meziroční změny reálného HDP
(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Vysoká sladěnost se týká zejména průmyslové produkce, jejíž růst je stabilně nad průměrem eurozóny.

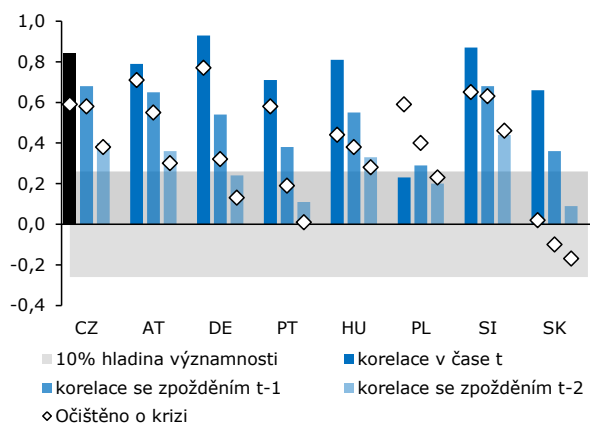
Meziroční změny indexu průmyslové produkce
(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost ekonomického cyklu České republiky s vývojem eurozóny zůstává vysoká, velkou roli v tom sehrává společná reakce na globální ekonomickou a finanční krizi.

Korelační koeficienty HDP s eurozónou

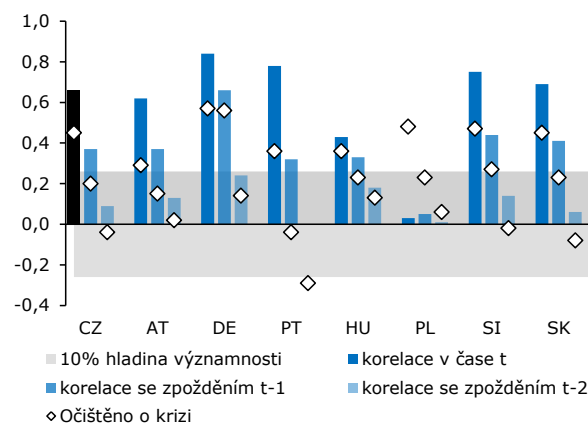


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezónně očištěných dat. Ve výpočtu hodnot očištěných o krizi jsou vynechána krizová čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé oblasti grafu (tzn. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti).

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

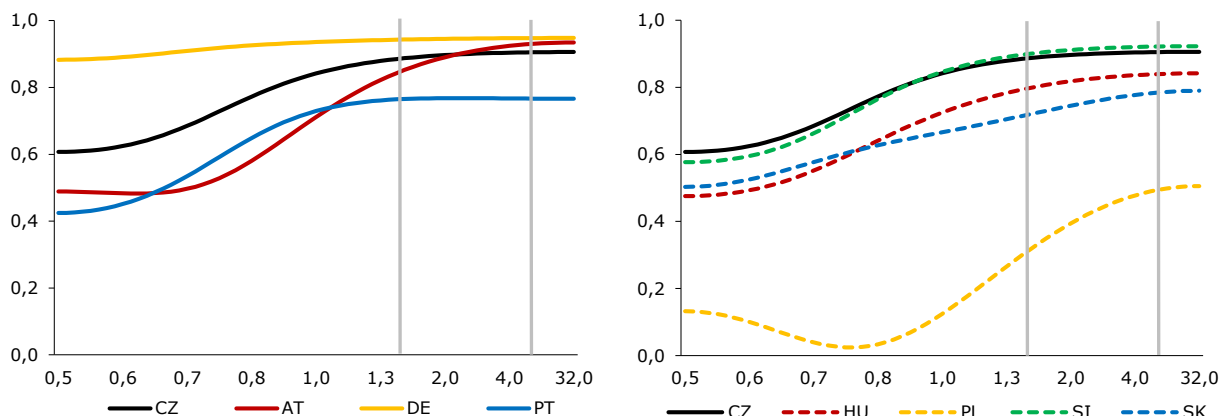
Podobné je to i u vztahu českých exportů do eurozóny s jejím HDP.

Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny



Vysoké hodnoty frekvenčně specifických korelací indikují sladěnost ekonomických cyklů ve sledovaném pásmu 1,5–8 let.

Frekvenčně specifické korelace ekonomické aktivity s eurozónou

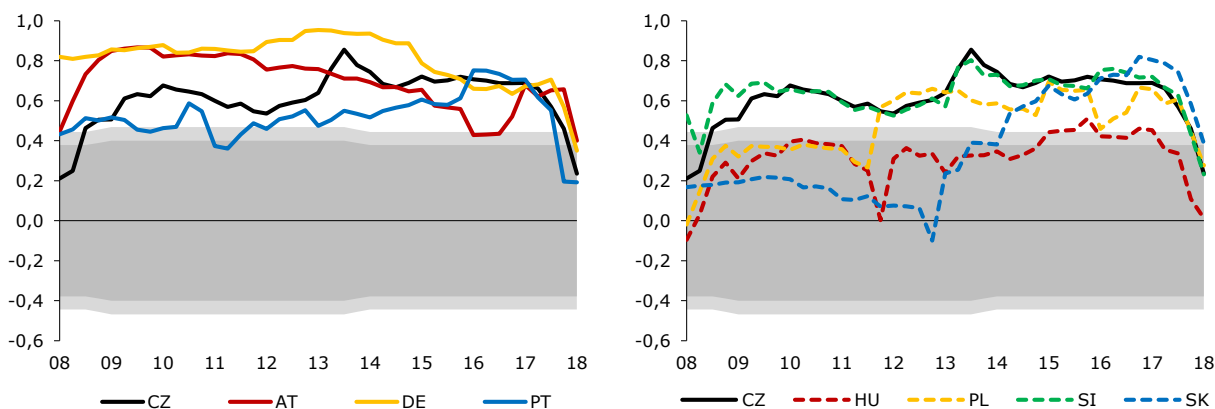


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezonně očištěných dat. Ve výpočtu hodnot očištěných o krizi jsou vynechána krizová čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Výrazný propad klouzavých korelací s ekonomickou aktivitou eurozóny u všech sledovaných zemí ale signalizuje možný pokles cyklické sladěnosti.

Klouzavé korelace ekonomické aktivity s eurozónou



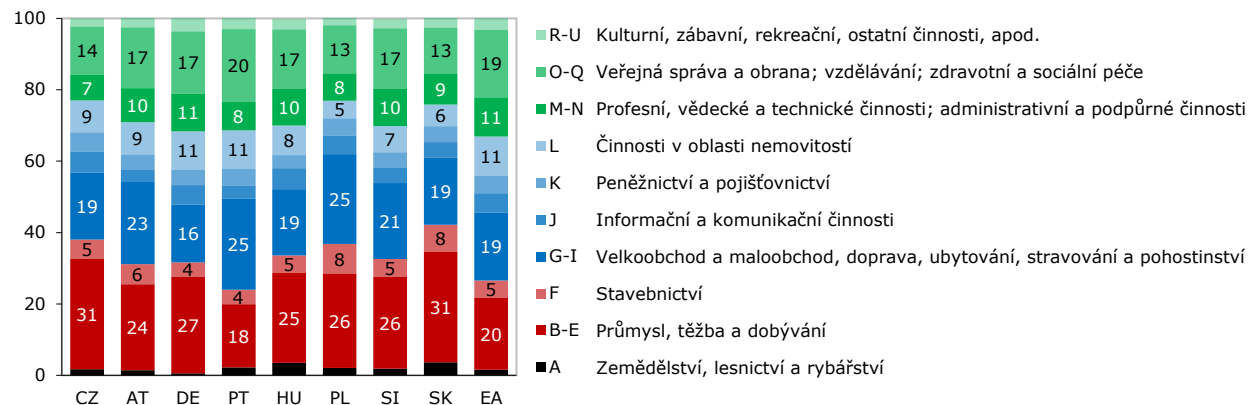
Pozn.: Časový údaj vyznačuje konec období klouzavého okna o délce 5 let (v obdobích, která obsahují krizová čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1, jsou tato z výpočtu vynechána, tj. období mají délku 4,5 roku). Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezonně očištěných dat. Statistická významnost 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 světle šedé části grafu. Hodnoty v tmavě šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

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

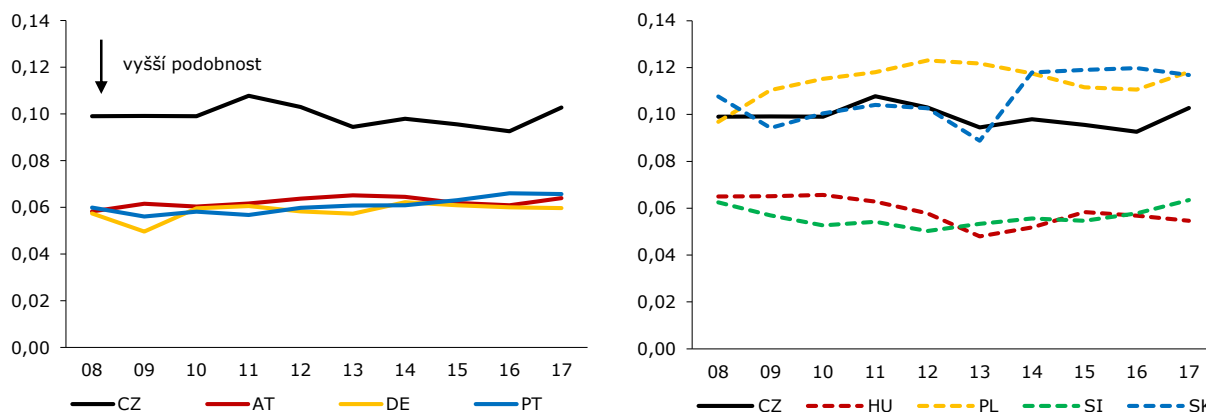
Podíly ekonomických odvětví na přidané hodnotě
(2017, v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odišná struktura tvorby přidané hodnoty se promítá i do vyšších hodnot Landesmannova indexu.

Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně
(Landesmannův index)



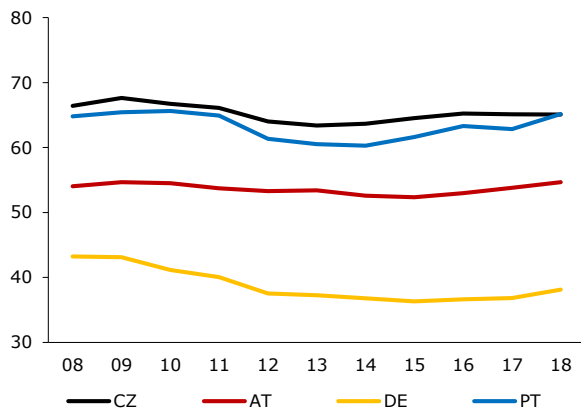
Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných ekonomik podobnější. Vzhledem k metodologickým změnám ve výpočtu HDP a revizím jeho historických hodnot se mohou výsledky zveřejněné v dřívějších vydáních této publikace mírně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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

PROPOJENÍ EKONOMIKY S EUROZÓNOU

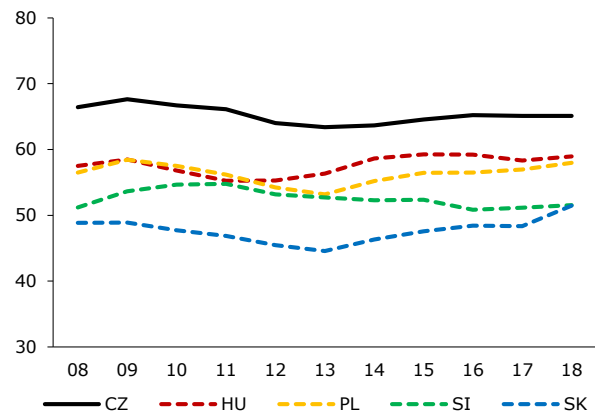
Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě České republiky dlouhodobě nejvyšších hodnot...

Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu (v %)



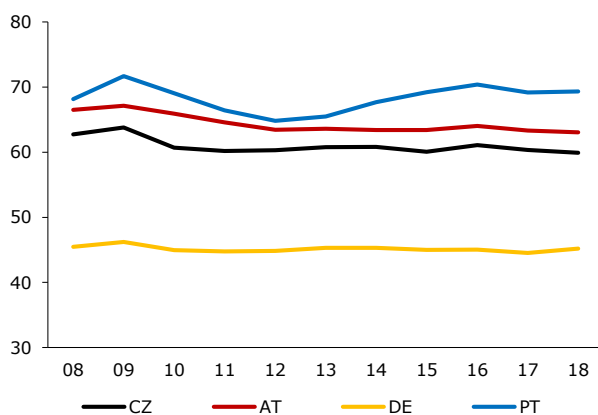
Pozn.: Hodnota za rok 2018 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

...vysoko nad úrovní ostatních srovnávaných nových členských zemí EU.



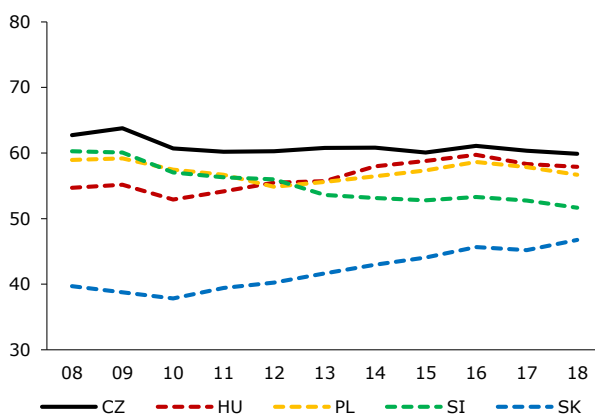
Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu je v případě České republiky o něco nižší...

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu (v %)



Pozn.: Hodnota za rok 2018 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

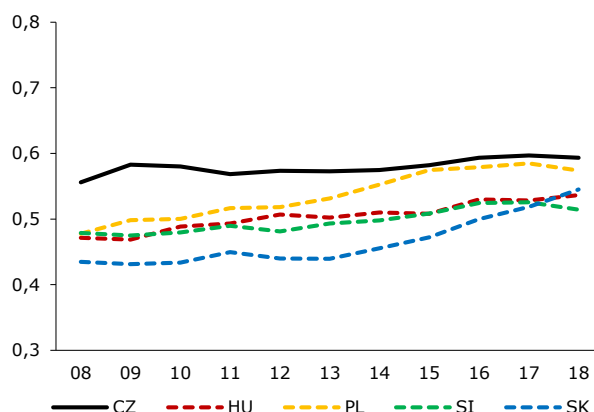
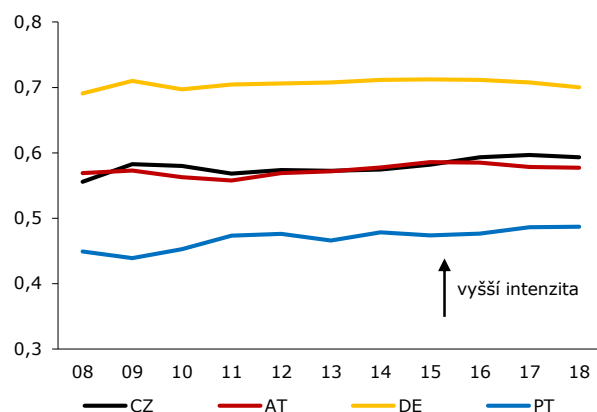
...nicméně ve srovnání s ostatními novými členskými zeměmi EU je v případě České republiky tento podíl nejvyšší.



Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou dokresluje vysoká vzájemná intenzita vnitroodvětvového obchodu...

...která je ve srovnání s novými členy EU nejvyšší. V posledních letech dosahuje podobné úrovně pouze Polsko.

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 2018 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také mírou vlastnické provázanosti, která je v případě investic z eurozóny v České republice ze srovnávaných zemí nejvyšší.

Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP
(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	46,8	54,9	57,9	53,8	60,6	59,3	61,7	62,4	63,5	65,1
AT	39,6	44,7	36,0	35,3	35,6	35,2	36,6	44,3	34,9	35,7
DE	21,0	23,0	23,4	23,5	25,7	26,8	26,2	25,9	26,1	26,2
PT	30,6	36,4	40,8	42,0	55,5	59,1	59,8	58,6	61,5	63,3
HU	42,4	49,0	50,1	48,2	57,4	55,3	55,1	56,7	49,3	45,0
PL	24,7	31,3	36,1	32,7	37,0	39,1	39,5	36,7	39,1	39,5
SI	17,8	18,6	18,8	20,1	20,8	19,8	21,9	23,7	25,6	25,6
SK	46,4	48,8	48,4	49,8	48,7	47,1	44,5	45,6	47,0	48,5

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

Investice nových členských zemí Evropské unie v eurozóně dosahují ve srovnání s tradičními státy stále nízkých hodnot. Česká republika je na tom nicméně z nových členských států nejlépe.

Poměr stavu přímých investic do eurozóny k HDP
(v %)

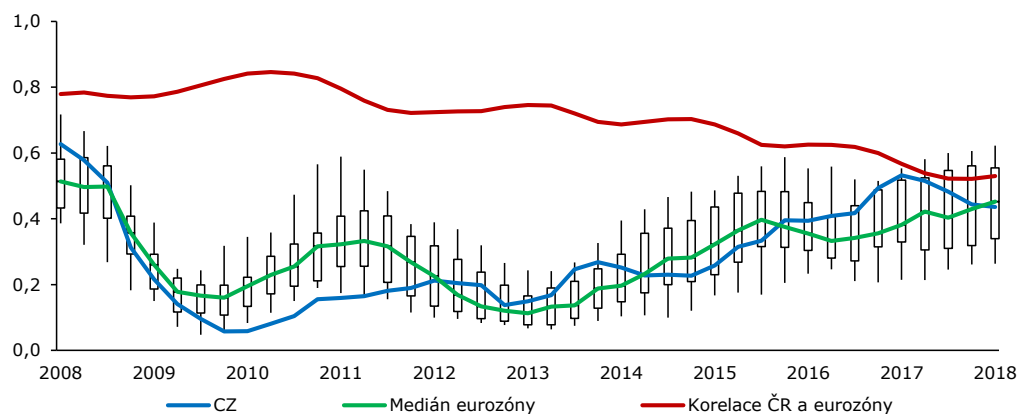
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	8,7	11,0	13,1	12,7	14,9	16,7	17,5	18,6	18,1	18,5
AT	19,1	21,9	24,2	25,1	25,0	26,1	30,1	26,3	29,2	31,3
DE	19,8	22,6	23,0	24,0	26,5	27,3	27,7	28,0	28,6	30,0
PT	16,4	17,2	17,4	23,7	28,7	30,2	28,8	30,1	33,1	32,2
HU	6,2	6,2	5,1	5,4	9,9	9,6	11,3	8,8	9,8	8,2
PL	3,0	4,3	7,5	7,9	8,8	8,6	8,5	8,8	9,2	7,3
SI	3,2	4,6	4,8	4,7	4,0	3,8	4,2	4,3	4,7	5,2
SK	5,2	6,2	6,0	8,1	6,6	7,1	6,7	7,9	11,4	14,2

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

SLADĚNOST FINANČNÍCH CYKLŮ

V roce 2017 se sladění finančních cyklů České republiky a eurozóny snížila.

Zjednodušený indikátor finančního cyklu v ČR a eurozóně a jejich vzájemná korelace
(0 minimum, 1 maximum)



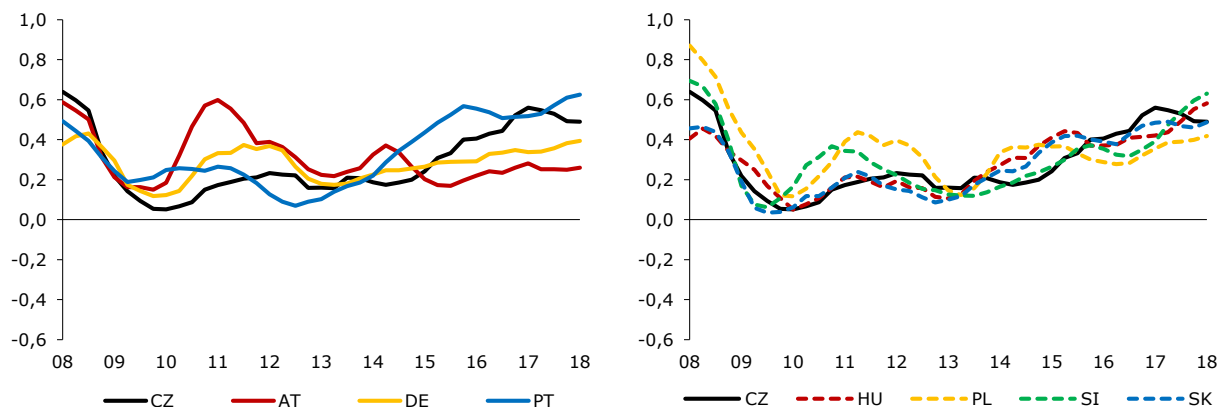
Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnoty odpovídají expanzivní fázi finančního cyklu. Krabicový graf znázorňuje pro každé období maximální hodnotu, 75% kvantil (začátek obdélníku), 25% kvantil (konec obdélníku) a minimální dosaženou hodnotu zjednodušeného indikátoru finančního cyklu v zemích eurozóny.

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

Finanční cyklus České republiky je více sladěn se střeoevropskými zeměmi než s ostatními sledovanými evropskými státy.

Zjednodušený indikátor finančního cyklu

(0 minimum, 1 maximum)

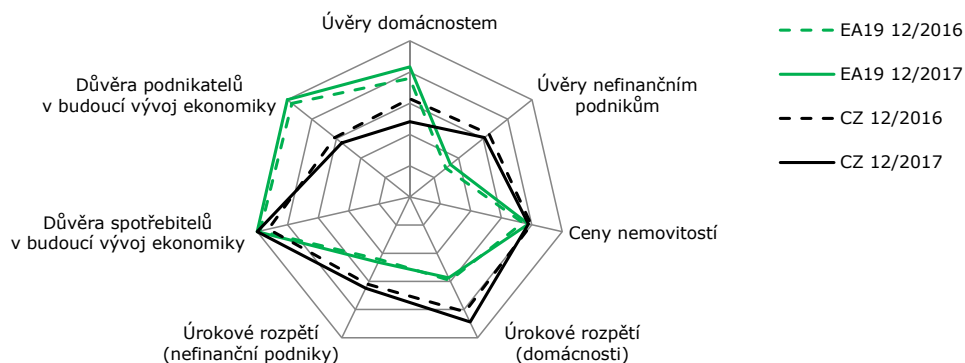


Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnoty odpovídají expanzivní fázi finančního cyklu.

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

Sladěnost jednotlivých příspěvků indikátoru finančního cyklu se v roce 2017 celkově snížila.

Vývoj příspěvků zjednodušeného indikátoru finančního cyklu



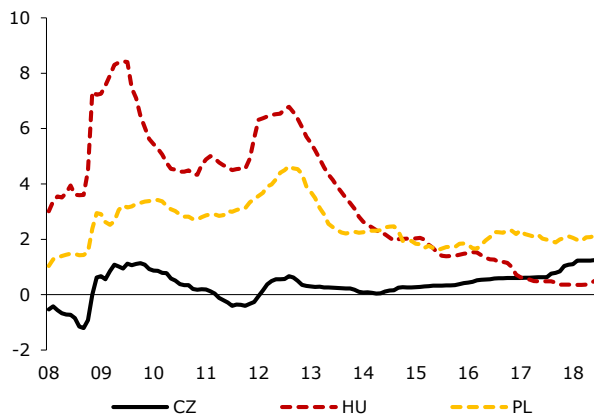
Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnoty odpovídají expanzivní fázi finančního cyklu. Totéž platí i pro jeho jednotlivé složky.

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

KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB

Zpřísnění měnové politiky zvýšilo úrokový diferenciál mezi 3M sazbami v České republice a eurozóně.

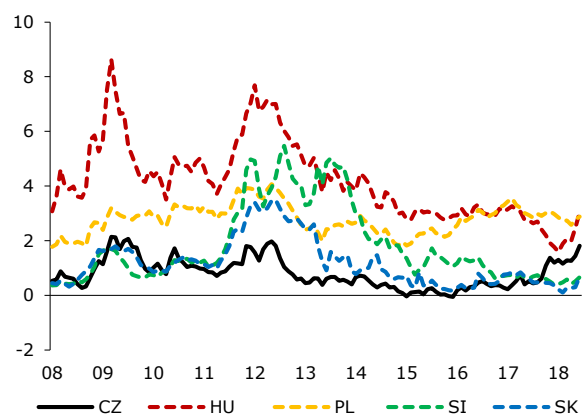
Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách
(v p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rozpětí u dlouhodobých sazeb se zvýšilo u České republiky nejen vlivem sentimentu na finančních trzích, ale také kvůli očekávání pokračujícího zvyšování sazeb ČNB.

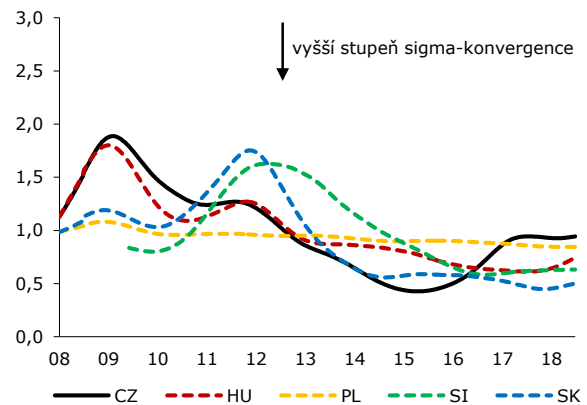
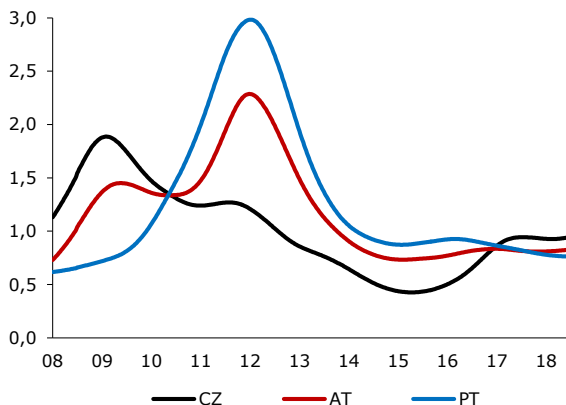
Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu
(diferenciál v p. b. vůči výnosu desetiletého vládního dluhopisu)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladění českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem zůstává nadále snižováno.

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

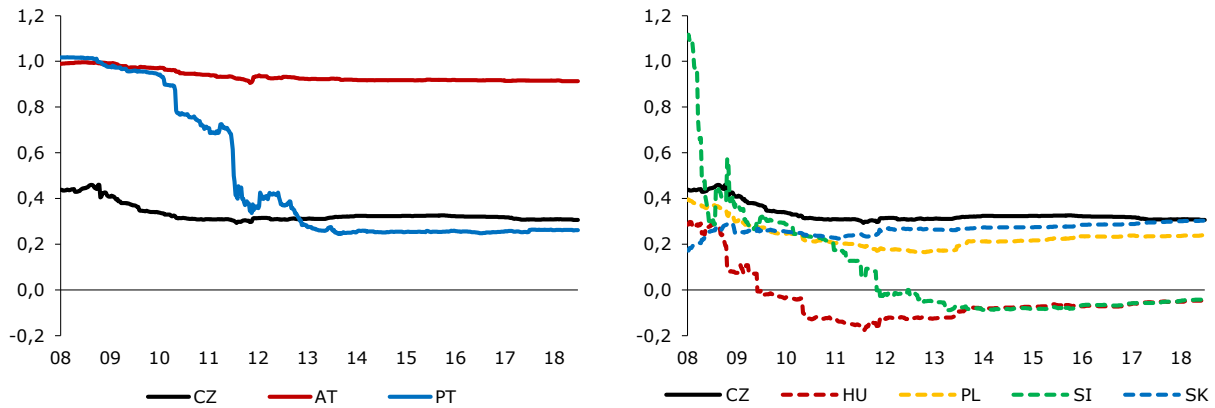


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na trhu vládních dluhopisů zůstává v České republice vysoká.

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

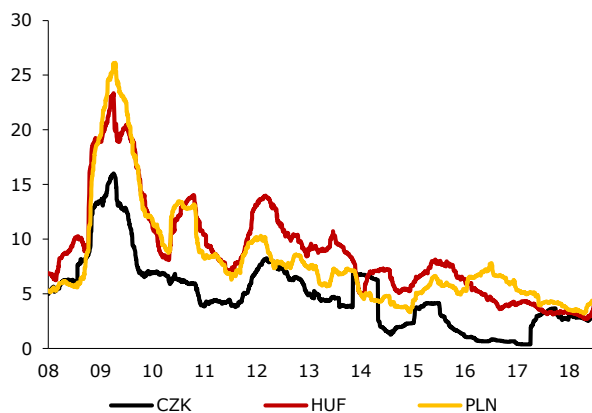


Pozn.: Kladné (záporné) hodnoty parametru gama blíží se k jedné vyjadřují stejnosměrnou (protisměrnou) a podobně silnou citlivost na zprávy a tedy vyšší míru integrace; hodnoty blízké nule pak nízkou míru integrace.
Zdroj: Bloomberg, Datastream, výpočet ČNB

VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ

Historická volatilita koruny je od opuštění kurzového závazku stabilní a jen lehce nižší oproti dalším měnám regionu.

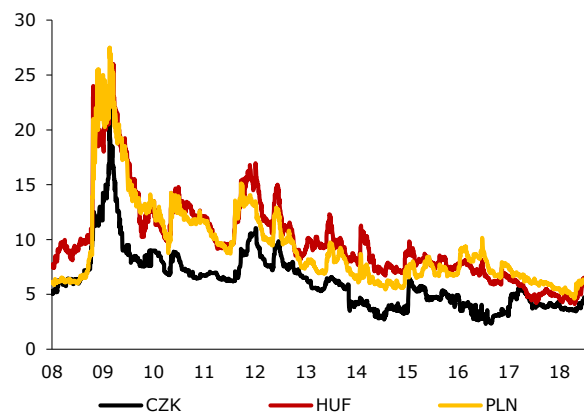
Historická volatilita měnových kurzů k euru
(v %)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Implikovaná volatilita se po mírném poklesu souvisejícím se zavedením kurzového závazku opět zvýšila.

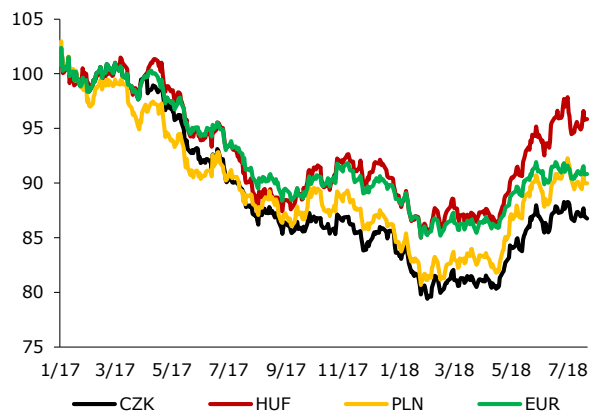
Implikovaná volatilita měnových kurzů k euru
(denní data, očekávané volatility kurzů národních měn dané cenami opcí na jednotlivé měny, v %)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Vývoj kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru byl obdobný jako vývoj kurzu eura...

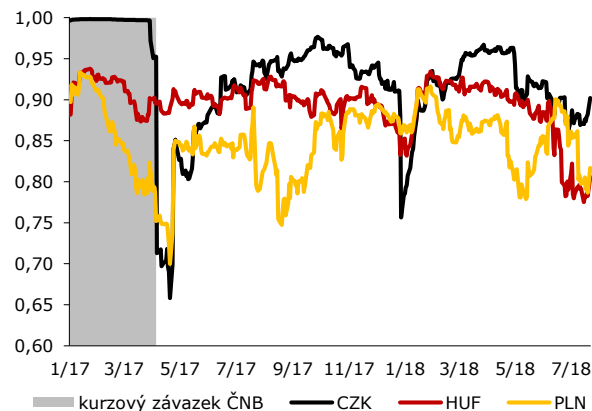
Vývoj kurzů k americkému dolaru (index, leden 2017 = 100)



Zdroj: Datastream

...což se projevilo ve vysoké klouzavé korelaci vývoje kurzu těchto měn vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru.

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



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

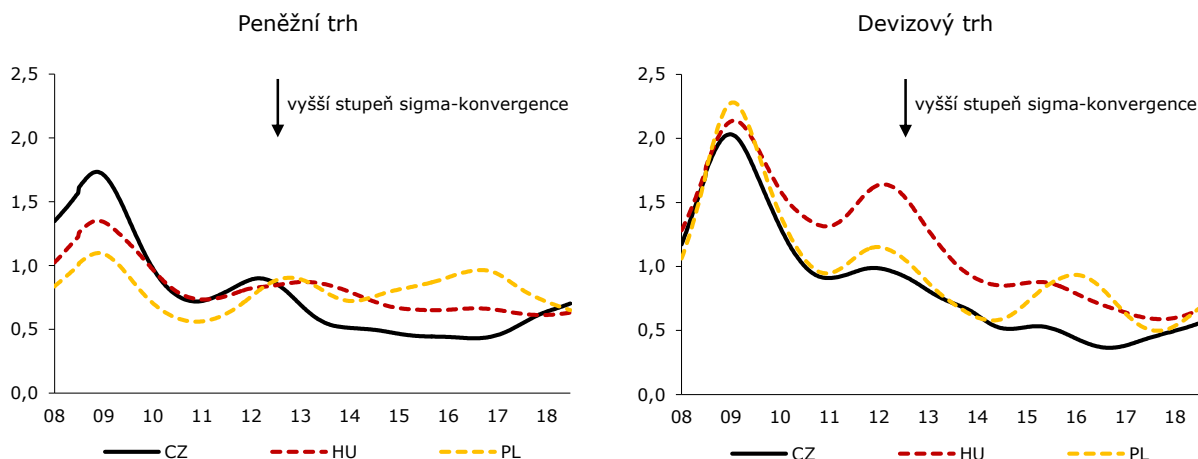
Korelace měnových kurzů národních měn vůči americkému dolaru s vývojem kurzu eura vůči dolaru

	2016				2017				2018		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
CZ	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	0,99 (0,00)	1,00 (0,00)	1,00 (0,00)	0,84 (0,08)	0,94 (0,02)	0,94 (0,03)	0,91 (0,05)	0,92 (0,03)	0,88 (0,01)
HU	0,81 (0,04)	0,87 (0,03)	0,89 (0,02)	0,87 (0,03)	0,91 (0,02)	0,90 (0,01)	0,91 (0,01)	0,89 (0,02)	0,91 (0,03)	0,88 (0,03)	0,79 (0,01)
PL	0,75 (0,07)	0,79 (0,06)	0,85 (0,03)	0,82 (0,04)	0,87 (0,05)	0,82 (0,04)	0,82 (0,03)	0,88 (0,01)	0,88 (0,02)	0,85 (0,03)	0,82 (0,03)

Pozn.: Výpočet na denních datech, průměr za období. V závorkách je směrodatná odchylka.
Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Sladěnost českého peněžního a devizového trhu s benchmarkovým německým trhem zůstává vysoká, ale v posledních dvou letech vykazuje mírnou divergenci.

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

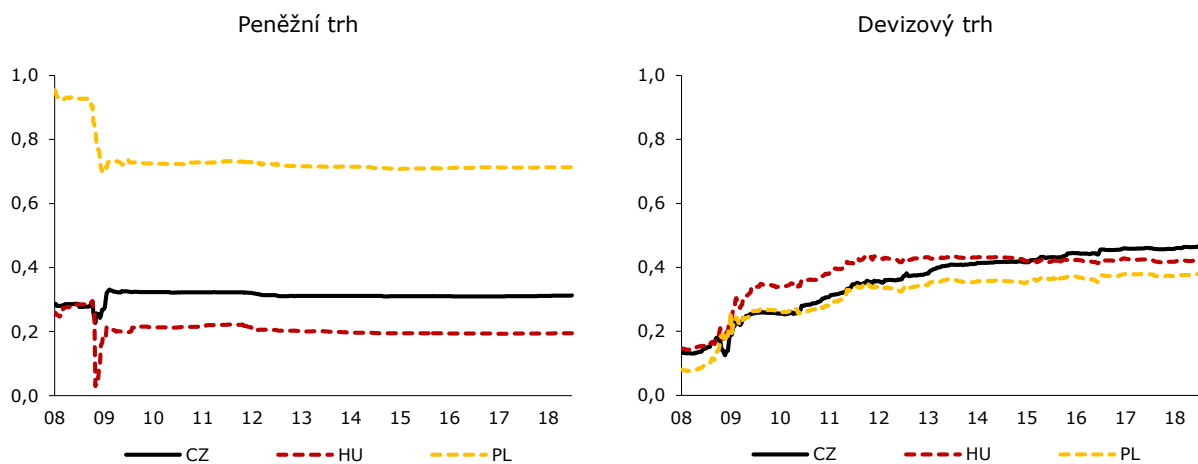


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.
Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na peněžním trhu zůstává v České republice stabilní...

...zatímco na devizovém trhu postupně narůstá.

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



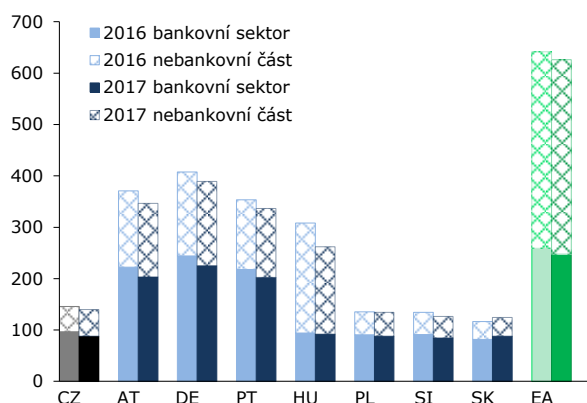
Pozn.: Kladné (záporné) hodnoty parametru gama blíží se k jedné vyjadřují stejnosměrnou (protisměrnou) a podobně silnou citlivost na zprávy a tedy vyšší míru integrace; hodnoty blízké nule pak nízkou míru integrace.
Zdroj: Bloomberg, Datastream, výpočet ČNB

3.2 PODOBNOST TRANSMISE MĚNOVÉ POLITIKY

FINANČNÍ SYSTÉM

Hloubka finančního zprostředkování je v České republice v porovnání s eurozónou významně menší.

Hloubka finančního zprostředkování
(aktiva finančních institucí v % HDP)

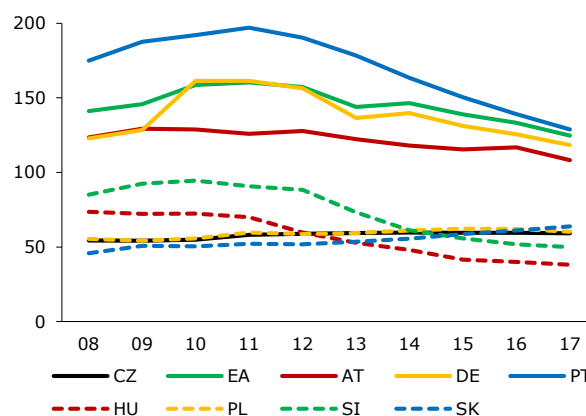


Pozn.: Finanční sektor nezahrnuje aktiva centrálních bank. Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Lucemburska, Irska, Nizozemí a Francie jak ve vztahu k jejich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

Zdroj: ČNB, ECB, Eurostat, národní centrální banky

Zadlužení soukromého sektoru zůstává významně pod průměrem eurozóny.

Zadlužení soukromého sektoru
(v % HDP)



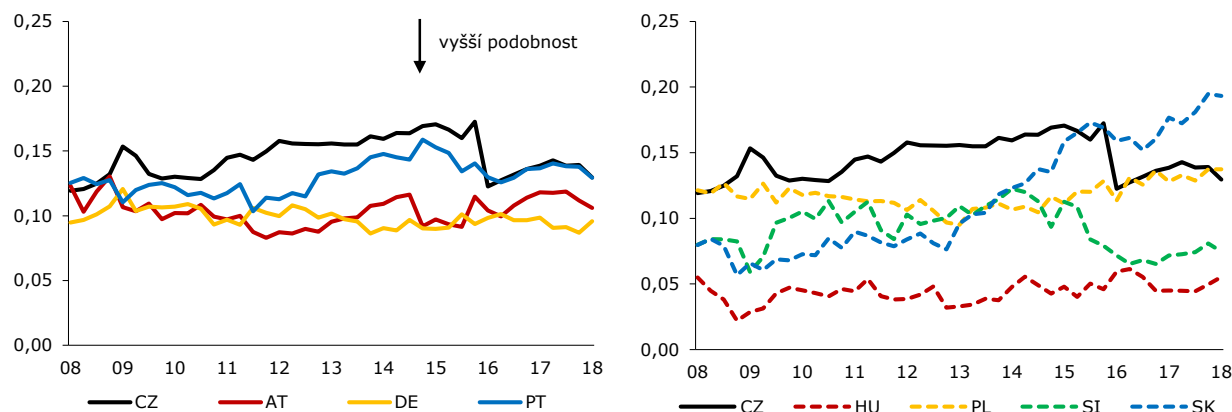
Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí HDP.

Zdroj: MMF IFS, Eurostat

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV A PASIV PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

Strukturální podobnost rozvahy českých podniků s podniky v eurozóně mírně vzrostla.

Strukturální podobnost rozvahy nefinančních podniků z pohledu finančních pasiv
(Landesmannův index)



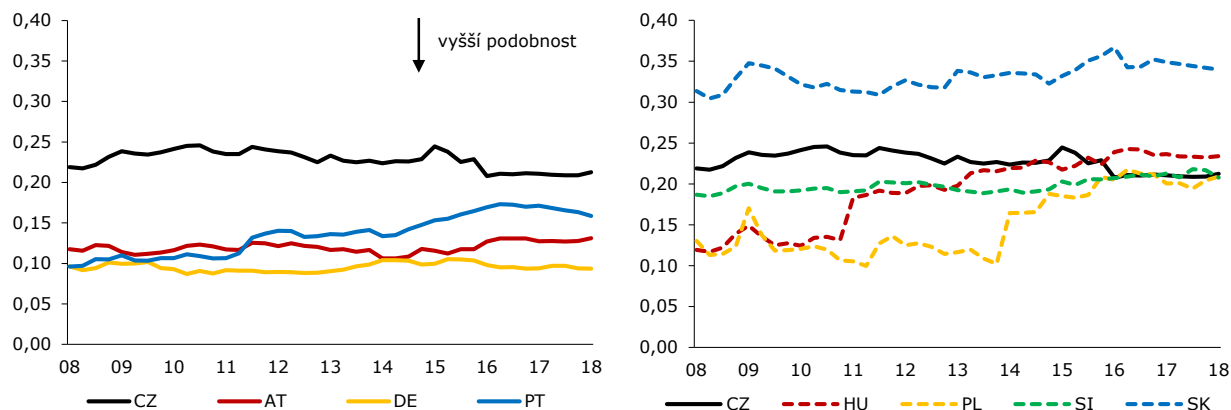
Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Naopak strukturální podobnost rozvah českých domácností s domácnostmi v eurozóně se příliš nemění a je menší než ve vyspělých zemích měnové unie.

Strukturální podobnost rozvahy domácností z pohledu finančních aktiv

(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.

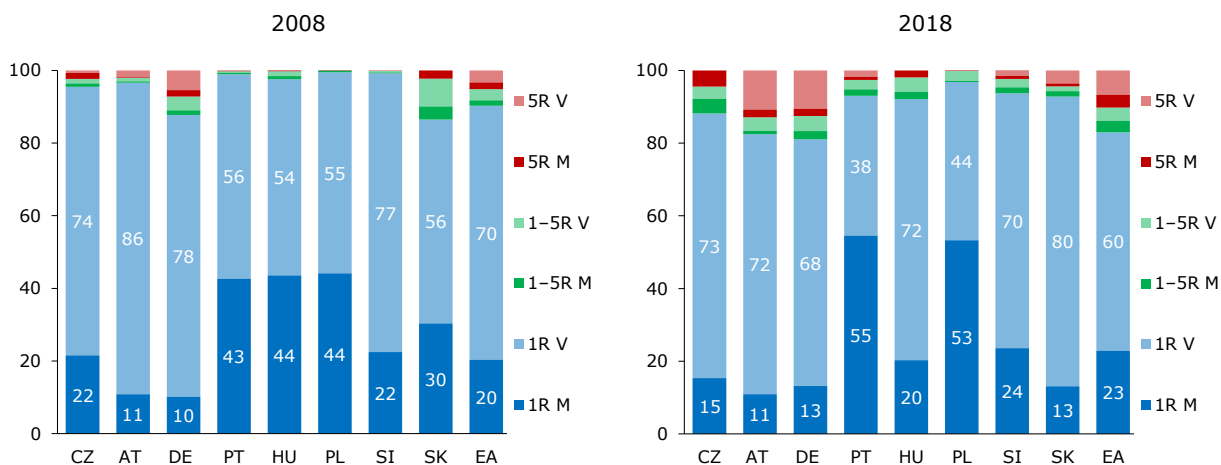
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Většina nefinančních podniků sledovaných zemí čerpá úvěry s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což umožňuje poměrně rychlou transmisi změny měnověpolitických a následně tržních sazeb.

Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb

(v %)

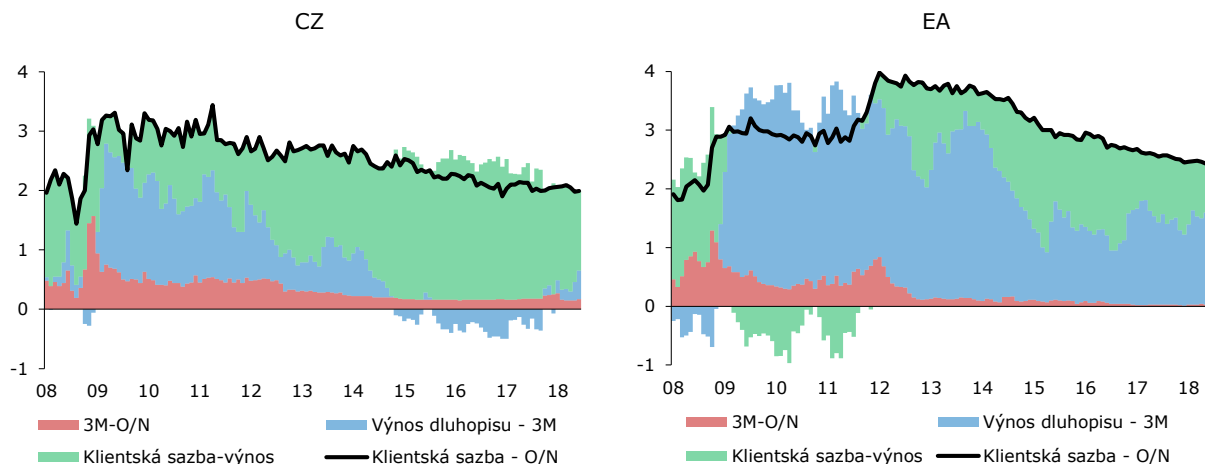


Pozn.: 1R M, resp. 1R V představuje označení pro malé (do 1 mil. EUR), resp. velké (nad 1 mil. EUR) úvěry s pohyblivou či fixní úrokovou sazbou do jednoho roku a další popisky představují analogické úvěry s delšími fixacemi úrokových sazeb. Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2018 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Rozpětí klientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby mezibankovního trhu je v České republice nižší než v eurozóně a má odlišnou strukturu.

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



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

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

Klientská sazba z úvěrů nefinančním podnikům vůči výnosu z pětiletého státního dluhopisu (Klientská sazba - výnos).

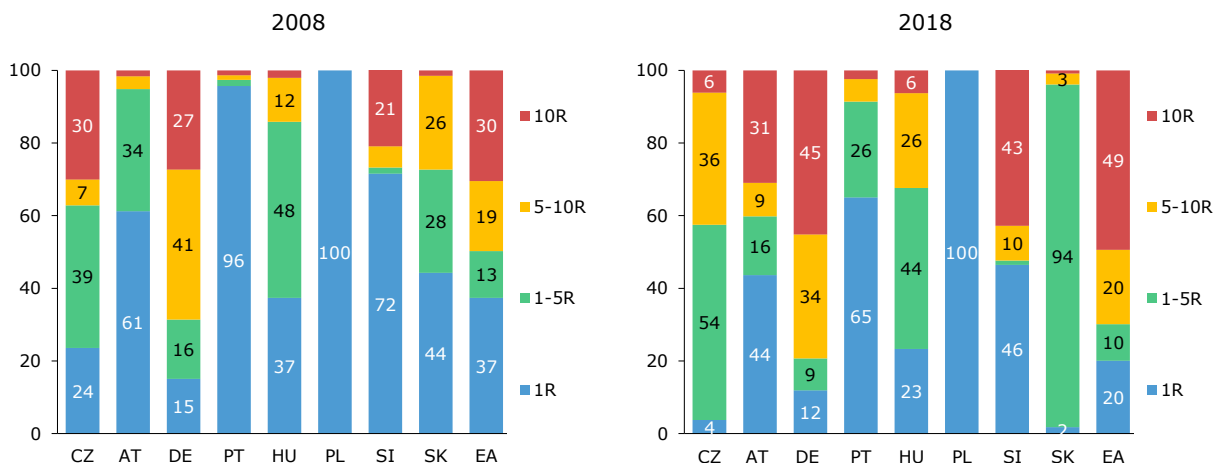
Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB

Mezi úvěry na bydlení, které jsou hlavním segmentem zadluženosti domácností, vzrostl ve většině sledovaných zemí podíl úvěrů s fixací nad 5 let.

Struktura nově poskytnutých úvěrů domácnostem na bydlení dle fixací úrokových sazeb

(v %)



Pozn.: Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2018 jsou k červnu.

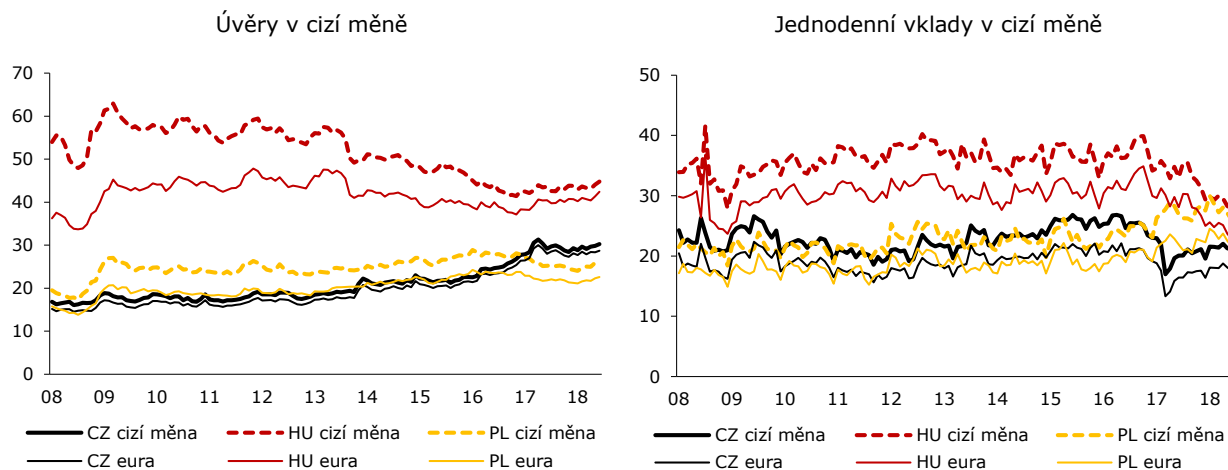
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

SPONTÁNNÍ EUROIZACE

Podíl úvěrů v cizí měně se u nefinančních podniků za poslední dekádu zvýšil.

Úvěry a jednodenní vklady nefinančních podniků v cizí měně

(podíly na celkových úvěrech a jednodenních vkladech nefinančních podniků u domácích bank, v %)

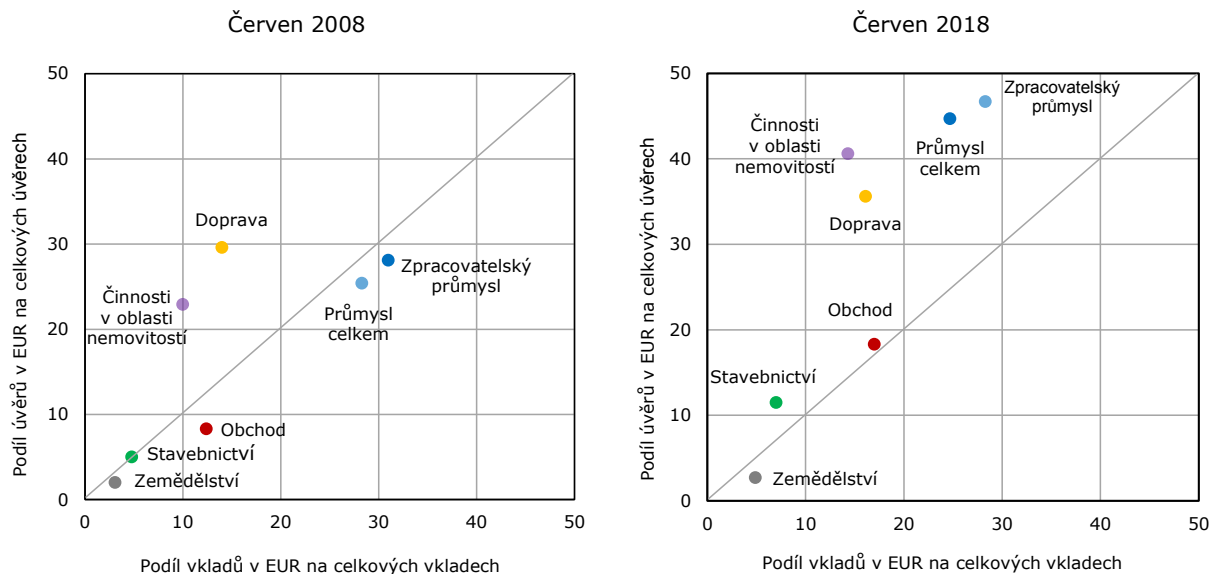


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Euroizace české ekonomiky je asymetrická z hlediska úvěrů a vkladů, když podíl eurových úvěrů se v posledních deseti letech zvýšil ve většině významných odvětví, zatímco podíl vkladů se zásadněji neměnil, či v některých odvětvích dokonce poklesl.

Úvěry a vklady v eurech dle vybraných odvětví

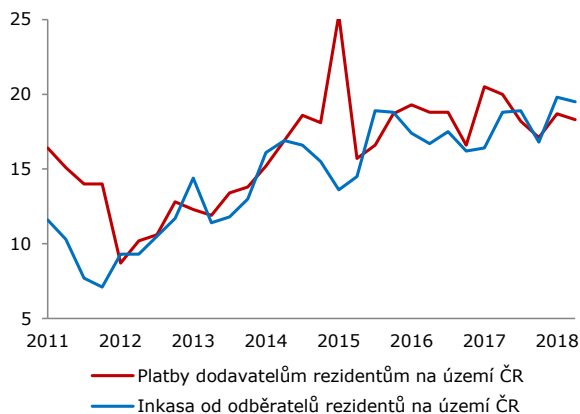
(podíly na celkových úvěrech a vkladech nefinančních podniků v daném odvětví u domácích bank, v %)



Zdroj: ČNB

Podíl plateb v eurech mezi českými podniky se v posledních několika letech zdvojnásobil.

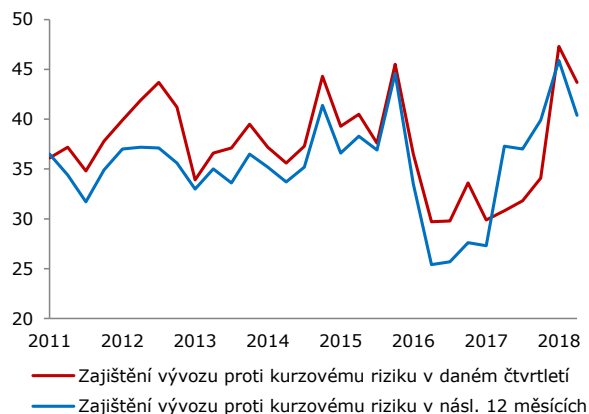
Podíly eurových plateb mezi českými podniky (v %)



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

Po ukončení kurzového závazku výrazně zesílilo zajišťování vývozu termínovanými operacemi.

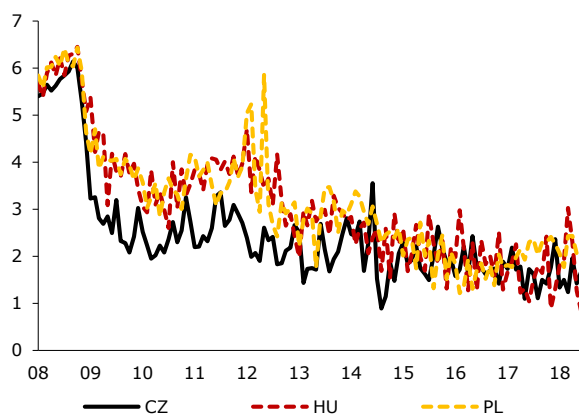
Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku (v %)



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

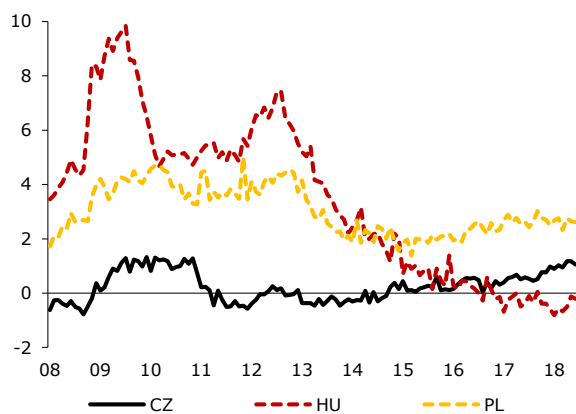
Diferenciál úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům se v posledním období v České republice zvyšuje a motivuje růst eurových úvěrů.

Úrokové sazby z eurových úvěrů nefinančních podniků (v %)



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

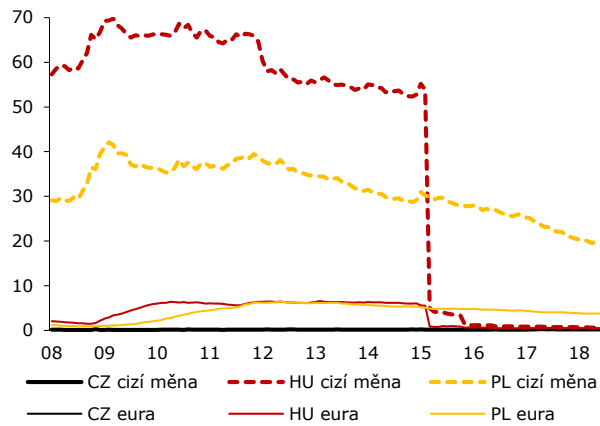
Úrokové diferenciály z úvěrů v domácí a zahraniční měně nefinančních podniků (v p. b.)



Finanční euroizace domácností je v České republice dlouhodobě na velmi nízké úrovni.

Úvěry domácností v cizí měně

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

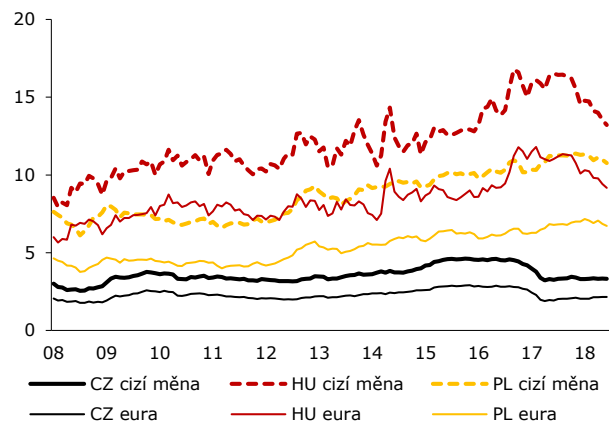


Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 podíl cizoměnových úvěrů propadl až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Jednodenní vklady domácností v cizí měně

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

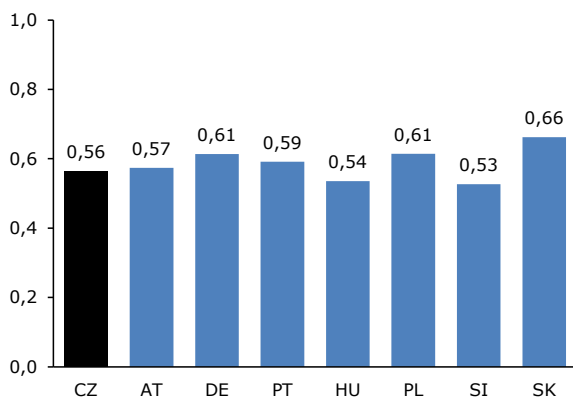


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

INFLAČNÍ PERZISTENCE

Setrvačnost inflace je v České republice ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi spíše nižší.

Odhady perzistence inflace



Pozn.: Výpočet za období 2008Q1-2018Q2.

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

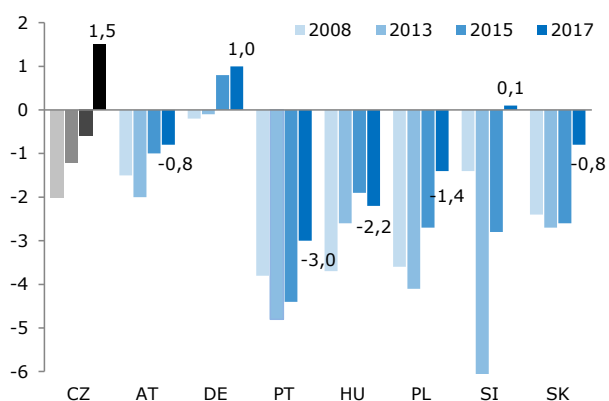
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

4 PŘÍZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

4.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

Hospodaření vládního sektoru České republiky je aktuálně přebytkové...

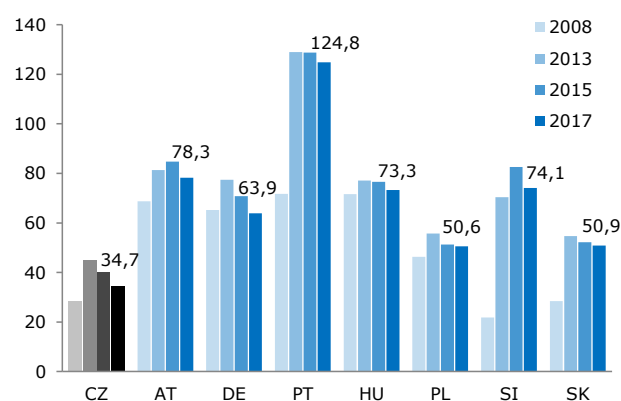
Saldo vládního sektoru
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

...celkové zadlužení vládních institucí je v České republice na relativně nízké úrovni.

Dluh vládního sektoru
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

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

Ukazatelé citlivosti hospodaření vládního sektoru na ekonomický vývoj

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

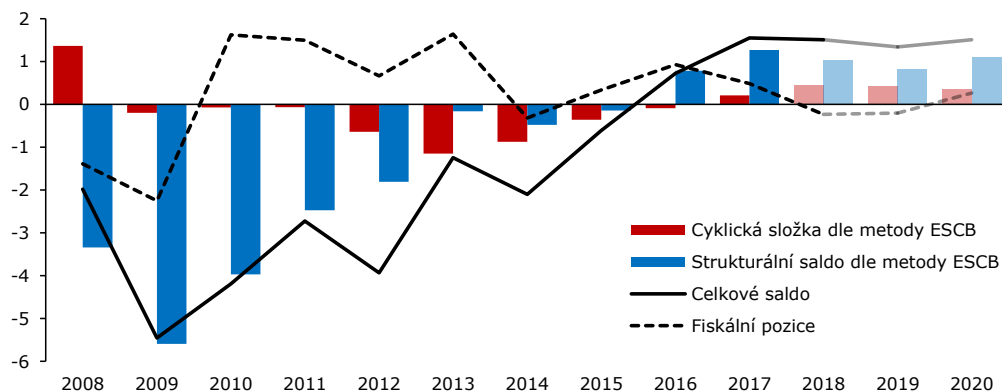
Pozn.: Podle interních odhadů ČNB je souhrnná rozpočtová elasticita v případě ČR ještě nižší a dosahuje přibližně 0,33, Ministerstvo financí ČR odhaduje její výši na 0,43. Odhady souhrnné rozpočtové elasticity se v případě ČR liší z důvodu odlišných odhadů dílčích elasticit jednotlivých daňových příjmů.

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

Charakter české fiskální politiky byl v minulosti často procyklický.

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

(v % HDP, v p.b.)



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

Zdroj: ČSÚ (2008-2017), výpočty ČNB (prognóza 2018-2020)

Dosahování přebytků hospodaření vládního sektoru je v případě České republiky očekáváno i na horizontu prognózy.

Saldo vládního sektoru, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	Celkové saldo						Cyklicky očištěné saldo					
	2008	2016	2017	2018	2019	2020	2008	2016	2017	2018	2019	2020
CZ	-2,0	0,7	1,5	1,4	0,8	0,7	-3,8	0,9	1,1	0,9	0,2	0,2
AT	-1,5	-1,6	-0,8	-0,3	0,0	0,1	-2,6	-1,2	-0,8	-0,8	-0,4	-0,2
DE	-0,2	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1	-1,1	0,8	0,6	1,2	1,0	1,1
PT	-3,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,2	-4,2	-1,6	-3,3	-1,4	-1,3	-1,0
HU	-3,7	-1,6	-2,2	-2,4	-1,9	-1,8	-4,6	-1,8	-3,1	-3,8	-3,3	-3,0
PL	-3,6	-2,2	-1,4	-0,9	-0,9	-1,0	-4,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-1,8
SI	-1,4	-1,9	0,1	0,5	0,4	0,2	-4,6	-1,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0
SK	-2,4	-2,2	-0,8	-0,6	-0,3	-0,1	-5,1	-2,1	-0,9	-0,8	-0,8	-0,6
EA	-2,2	-1,6	-1,0	-0,6	-0,8	-0,7	-3,1	-1,0	-0,9	-0,8	-1,2	-1,1
CZ^{a)}	-2,0	0,7	1,5	1,5	1,3	1,5	-3,7	1,0	1,4	1,5	1,3	1,4

Pozn.: ^{a)} Celkové saldo: do roku 2017 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (podzim 2018); pro roky 2018 až 2020 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2018. Cyklicky očištěné saldo je vypočteno dle metody EK.

Zdroj: Evropská komise (2018a, 2018b), ČNB

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

Poměr veřejných příjmů a výdajů k HDP v ČR
(2017, v % HDP)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
Celkové příjmy	40,5	48,4	45,0	42,7	44,7	39,7	43,2	39,4	46,1
- daně	20,2	27,1	23,5	25,0	25,3	21,0	21,9	18,3	25,8
- sociální pojištění	15,1	15,1	16,7	11,7	12,8	13,9	14,8	14,8	15,2
Celkové výdaje	39,0	49,2	43,9	45,7	46,9	41,1	43,2	40,2	47,0
- náhrady zaměstnancům	9,2	10,6	7,5	10,9	10,9	10,2	11,2	9,2	9,8
- mezispotřeba	5,9	6,2	4,8	5,4	7,9	5,5	6,3	5,7	5,1
- sociální dávky	11,8	18,2	15,4	16,5	12,2	15,1	15,1	13,5	16,7
- hrubá tvorba kapitálu	3,4	3,1	2,2	1,8	4,5	3,8	3,1	3,2	2,6
- dluhová služba	0,7	1,8	1,0	3,8	2,8	1,6	2,5	1,4	2,0

Zdroj: Evropská komise (2018a)

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 %)

	2008	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	53,7	54,3	57,7	58,2	57,8	54,2	58,2	57,0	57,3	55,0
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	19,9	18,7	17,7	17,5	17,3	17,5	18,9	20,2	21,0	21,3
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	54,7	62,8	63,3	62,5	61,7	57,0	55,4	57,3	59,5	56,5
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	20,3	21,6	19,4	18,8	18,5	18,4	18,0	20,3	21,8	21,9

Pozn.: Pro roky 2008-2017 skutečnost, pro roky 2018-2019 předpoklady státního rozpočtu.
Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2018)

Pokles vládního dluhu vyjádřeného v % HDP je v ČR doprovázen i snižujícími se náklady na dluhovou službu.

Dluhová služba

(odhad Evropské komise, v % HDP)

	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CZ	1,0	1,4	1,3	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8
AT	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	1,5	1,4
DE	2,7	2,3	2,0	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8
PT	3,1	4,9	4,9	4,9	4,6	4,2	3,8	3,5	3,3	3,2
HU	4,0	4,6	4,5	4,0	3,5	3,2	2,8	2,5	2,4	2,4
PL	2,1	2,7	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
SI	1,1	2,0	2,6	3,2	3,2	3,0	2,5	2,0	1,7	1,6
SK	1,3	1,8	1,9	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EA	2,9	3,0	2,8	2,6	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8

Zdroj: Evropská komise (2018a)

Nedávné úpravy českého důchodového systému přispějí k dalšímu zhoršení nepříznivého výhledu v oblasti dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí.

Vládní výdaje související se stárnutím populace

(v % HDP)

	Důchody		Zdravotní péče		Dlouhodobá péče		Celkem		Změna
	2016	2060	2016	2060	2016	2060	2016	2060	60-16
CZ	8,2	11,6	5,4	6,6	1,3	2,8	14,9	21,0	6,1
AT	13,8	14,7	7,0	8,2	1,9	3,6	22,7	26,5	3,8
DE	10,1	12,5	7,4	8,1	1,3	2,0	18,8	22,6	3,8
PT	13,5	12,0	5,9	8,3	0,5	1,4	19,9	21,7	1,8
HU	9,7	11,1	4,9	5,8	0,7	1,1	15,3	18,0	2,7
PL	11,2	11,1	4,3	5,2	0,5	1,2	16,0	17,5	1,5
SI	10,9	15,2	5,6	6,8	0,9	1,8	17,4	23,8	6,4
SK	8,6	9,9	5,6	7,0	0,9	1,5	15,1	18,4	3,3
EA	12,3	12,4	6,8	7,5	1,6	2,7	20,7	22,6	1,9
CZ^{a)}	7,5	12,0	4,9	7,4	1,4	1,9	13,8	21,3	7,5

Pozn.: a) Vlastní výpočet ČNB.

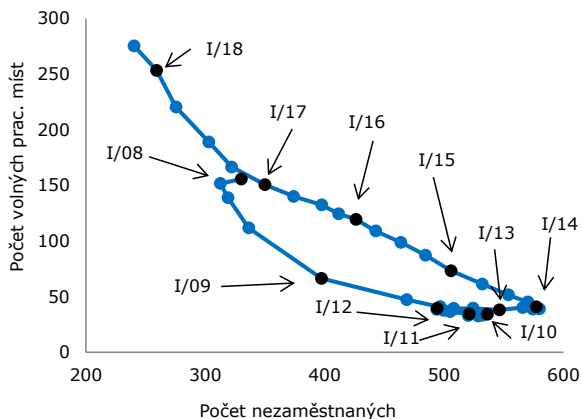
Zdroj: Evropská komise (2018d)

4.2 TRH PRÁCE A PRODUKTŮ

V posledních letech cyklicky klesá počet nezaměstnaných a roste počet volných pracovních míst.

Beveridgeova křivka

(počty v tisících, sezonně očištěno)

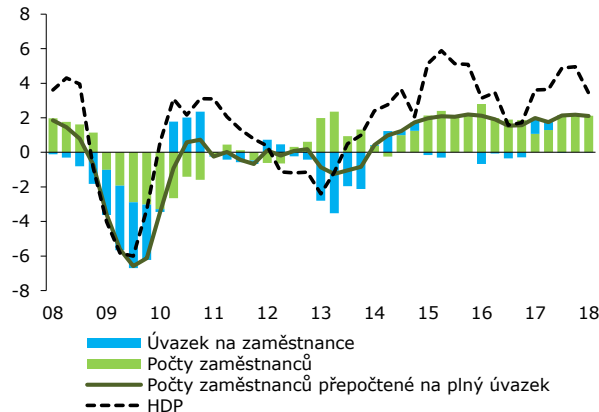


Zdroj: MPSV

Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky od roku 2014 trvale roste, zatímco průměrný úvazek zhruba stagnuje.

Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)

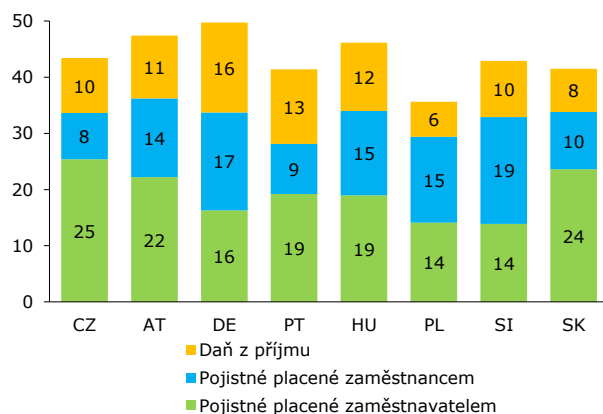


Zdroj: ČSÚ, výpočty ČNB

Vedlejší náklady práce jsou v České republice nejvyšší ze sledovaného vzorku zemí...

Složky zdanění práce

(% z průměrné mzdy)



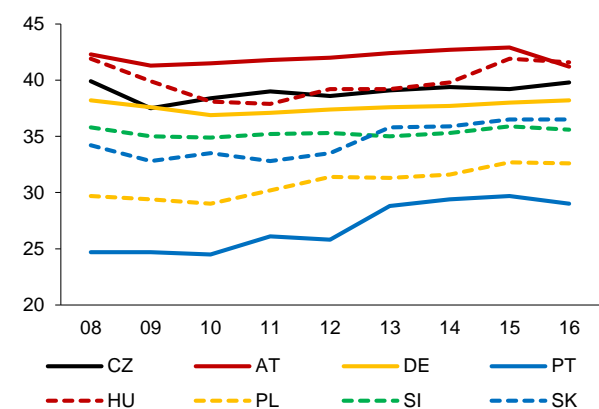
Pozn.: Vedlejšími náklady práce je pojistné placené zaměstnavatelem.

Zdroj: OECD

...a rovněž celková implicitní míra zdanění práce je v České republice mezi sledovanými zeměmi spíše vyšší.

Implicitní míra zdanění práce

(v %)



Zdroj: Eurostat

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v České republice v posledním období rychle klesá a je ze sledovaných zemí nejnižší.

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	2,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7	2,4	1,7	1,0
AT	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9	1,8
DE	3,9	3,5	3,3	2,8	2,4	2,3	2,2	2,0	1,7	1,6
PT	3,6	4,2	5,7	6,2	7,7	9,3	8,4	7,2	6,2	4,2
HU	3,6	4,2	5,5	5,2	5,0	4,9	3,7	3,1	2,4	1,7
PL	2,5	2,6	3,0	3,6	4,1	4,4	3,8	3,0	2,2	1,5
SI	1,9	1,8	3,2	3,6	4,3	5,2	5,3	4,7	4,3	3,1
SK	6,7	6,6	9,3	9,3	9,4	10,0	9,3	7,6	5,8	5,1

Zdroj: Eurostat

Podíl zaměstnaných na kratší pracovní dobu se v České republice postupně zvyšuje, stále však nedosahuje hodnot vyspělých zemí, tedy Rakouska a Německa...

Zaměstnaní na kratší pracovní dobu

(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	4,2	4,7	5,1	4,6	4,9	5,7	5,4	5,2	5,6	6,0
AT	23,2	24,4	24,9	25,0	25,7	26,5	27,4	27,7	28,2	28,2
DE	25,2	25,5	25,7	25,9	25,9	26,7	26,6	26,8	26,8	26,9
PT	8,7	8,4	8,4	10,1	11,0	10,8	9,9	9,6	9,2	8,6
HU	4,3	5,2	5,5	6,4	6,7	6,4	6,0	5,7	4,7	4,3
PL	7,4	7,3	7,3	7,0	6,9	6,9	6,8	6,6	6,2	6,3
SI	7,2	8,6	9,2	8,6	8,5	8,5	9,2	9,3	8,9	9,6
SK	2,5	3,4	3,7	3,9	3,9	4,5	5,0	5,7	5,7	5,7

Zdroj: Eurostat

...rostoucí nabídka částečných úvazků však přispívá ke zvyšování míry ekonomické aktivity v České republice.

Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let

(v %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	69,9	69,7	70,1	70,2	70,5	71,6	72,9	73,5	74,0	75,0	75,9
AT	73,5	73,9	74,3	74,4	74,6	75,1	75,5	75,4	75,5	76,2	76,4
DE	75,6	75,9	76,3	76,7	77,3	77,2	77,6	77,7	77,6	77,9	78,2
PT	73,9	73,9	73,4	73,7	73,6	73,4	73,0	73,2	73,4	73,7	74,7
HU	61,6	61,2	61,2	61,9	62,4	63,7	64,7	67,0	68,6	70,1	71,2
PL	63,2	63,8	64,7	65,3	65,7	66,5	67,0	67,9	68,1	68,8	69,6
SI	71,3	71,8	71,8	71,5	70,3	70,4	70,5	70,9	71,8	71,6	74,2
SK	68,3	68,8	68,4	68,7	68,7	69,4	69,9	70,3	70,9	71,9	72,1

Zdroj: Eurostat

Ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi patří rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR ke středně vysokým a pohybují se zhruba na úrovni Německa.

Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

	Regiony NUTS II										Regiony NUTS III									
	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17
CZ	44	34	31	28	33	31	30	33	33	30	46	35	32	29	34	32	30	33	34	32
AT	39	34	37	40	43	39	43	45	46	47	41	36	39	42	45	41	45	47	49	49
DE	45	37	36	41	40	39	39	37	32	32	51	43	42	48	47	46	-	-	-	-
PT	19	18	20	13	14	16	13	14	14	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HU	43	31	23	26	23	21	31	34	41	46	49	36	28	30	27	25	36	37	47	51
PL	18	20	14	14	15	16	18	19	23	28	27	29	26	26	27	26	27	29	33	38
SI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22	28	21	19	22	21	21	17
SK	41	32	27	32	31	29	28	26	29	37	51	38	29	33	33	31	30	31	33	42

Pozn.: Variační koeficient je podíl směrodatné odchylky vážené podle velikosti regionů a průměrné míry nezaměstnanosti v %
Zdroj: Evropská komise (2018d)

Ochota domácího obyvatelstva stěhovat se v rámci České republiky je dlouhodobě nízká a téměř neměnná.

Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	24	22	23	22	22	22	23	23	24	-
AT	38	37	37	38	39	39	40	43	44	42
DE	44	44	44	47	47	48	49	53	-	-
HU	24	21	20	20	19	19	22	22	26	27
PL	11	11	11	11	10	10	11	10	10	11
SI	52	48	52	53	55	55	55	53	54	54
SK	17	15	16	16	15	16	17	17	18	18

Pozn.: Stěhování z obce do obce (HU, PL a SI – všechny změny trvalého pobytu). Údaje za Portugalsko nejsou k dispozici.
Výpočet nezohledňuje rozdílnou velikost územních jednotek ve zvolených zemích.
Zdroj: Statistické ročenky, Eurostat, výpočet ČNB

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

Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci

(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	3,3(1,3)	3,9(1,4)	4,0(1,3)	4,0(1,3)	4,0(1,4)	4,0(1,5)	4,1(1,6)	4,3(1,7)	4,5(1,9)	4,8(2,0)
AT	9,9(3,5)	10,3(3,8)	10,5(4,0)	10,8(4,2)	11,3(4,5)	11,8(4,9)	12,5(6,1)	13,3(6,6)	14,5(7,1)	15,2(7,5)
DE	8,8(3,1)	8,8(3,1)	8,7(3,1)	7,6(2,8)	7,9(3,0)	8,3(3,3)	8,7(3,9)	9,3(4,3)	10,5(4,6)	11,2(4,8)
PT	4,2(1,1)	4,2(0,8)	4,3(0,9)	4,2(1,0)	4,1(1,0)	4,0(1,0)	3,8(1,0)	3,8(1,0)	3,8(1,0)	3,9(1,1)
HU	1,8(1,0)	1,9(1,1)	2,0(1,2)	2,1(1,3)	1,4(0,8)	1,4(0,8)	1,4(0,8)	1,5(0,8)	1,6(0,9)	1,5(0,8)
PL	0,2(0,1)	-	0,2(0,1)	0,2(0,1)	0,2(0,1)	0,2(0,1)	0,3(0,1)	0,3(0,1)	0,3(0,1)	0,3(0,1)
SI	3,4(0,2)	3,5(0,2)	4,0(0,2)	4,0(0,3)	4,2(0,3)	4,4(0,3)	4,7(0,8)	4,9(0,8)	5,2(0,9)	5,5(0,9)
SK	0,8(0,5)	1,1(0,9)	1,2(1,0)	1,3(1,0)	1,3(1,0)	1,3(1,0)	1,1(0,8)	1,1(0,9)	1,2(0,9)	1,3(1,0)

Pozn.: V závorce cizí státní příslušníci ze zemí EU.
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Podíl minimální mzdy na průměrné mzdě v posledních letech výrazně narostl, přesto je však ze všech sledovaných zemí nejnižší.

Minimální mzda

(v % průměrné mzdy)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ	35,2	34,3	33,3	32,4	31,6	32,6	32,8	34,4	35,5	37,3
DE	-	-	-	-	-	-	-	41,9	41,0	41,7
PT	44,2	42,8	42,4	42,2	42,9	42,7	44,1	43,7	45,4	47,2
HU	38,8	38,3	38,0	38,6	42,5	43,3	43,3	43,2	43,4	44,5
PL	39,1	42,2	42,0	41,7	43,5	44,6	45,3	45,5	46,3	47,3
SI	43,4	44,2	50,5	51,7	52,2	53,2	52,8	52,4	52,7	53,7
SK	33,6	35,7	36,0	36,1	35,6	36,0	35,4	36,9	37,7	38,5

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

Zdroj: Eurostat

Poměr minimální mzdy a mzdy v prvním (nejnižším) decilu mzdového rozdělení je tradičně vysoký v oborech s nízkou kvalifikací a v posledních letech navíc rychle narůstá.

Poměr minimální mzdy a hrubé měsíční mzdy ve vybraných profesích

(v %)

Hlavní třída zaměstnání	Minimální mzda / 1. decil									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Celkem ČR (podnikatelská sféra)	63,2	63,9	63,5	72,9	69,9	70,5	71,6	77,3	79,7	80,9
provozní pracovníci ve službách a obchodu	85,0	85,9	86,5	91,4	85,2	84,1	86,3	91,1	91,9	92,4
dělníci v zemědělství, lesnictví a rybářství	67,2	67,9	65,2	71,9	61,5	60,8	62,0	75,3	81,8	83,9
pomocní a nekvalifikovaní pracovníci	87,7	88,1	89,1	91,7	89,4	89,5	90,3	95,0	96,1	96,1

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

Ve sledovaném období bylo celkové zdanění práce v České republice v porovnání s rozvinutými sousedními zeměmi (Německem a Rakouskem) nižší.

Celkové zdanění práce

(v %)

	100 % průměrné mzdy					67 % průměrné mzdy				
	2007	2014	2015	2016	2017	2007	2014	2015	2016	2017
CZ	42,9	42,6	42,8	43,0	43,4	40,6	39,7	40,0	40,3	40,8
AT	48,8	49,4	49,6	47,3	47,4	44,2	44,8	45,1	43,0	43,1
DE	51,8	49,3	49,4	49,5	49,7	47,0	45,1	45,3	45,4	45,5
PT	37,3	41,2	42,1	41,6	41,4	32,5	34,9	36,3	36,5	36,6
HU	54,5	49,0	49,0	48,2	46,2	46,1	49,0	49,0	48,2	46,2
PL	38,2	35,7	35,7	35,6	35,6	37,1	34,9	35,0	34,9	35,0
SI	43,3	42,5	42,6	42,7	42,9	40,9	38,6	38,6	38,7	40,0
SK	38,4	41,3	41,4	41,5	41,6	35,5	38,6	38,8	39,0	39,2

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

Zdroj: OECD

Past nezaměstnanosti ukazuje poměrně nízkou motivaci k návratu do zaměstnání.**Past nezaměstnanosti (v %)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CZ	66,9	68,2	79,5	80,0	80,2	80,1	80,1	80,2	80,3
AT	67,6	67,8	67,0	67,2	67,4	67,6	67,8	68,0	68,1
DE	74,2	73,9	74,9	72,9	73,3	73,3	73,0	73,0	73,1
PT	81,5	81,1	80,7	79,0	79,0	79,2	80,0	79,8	80,3
HU	80,6	80,3	80,6	79,9	79,6	79,5	78,8	78,6	78,4
PL	78,2	76,2	76,0	81,6	80,7	80,8	80,9	79,4	81,8
SI	80,7	83,4	83,4	83,2	89,7	89,5	89,8	89,7	89,6
SK	43,6	44,3	42,2	42,6	44,3	44,3	44,3	44,5	44,7

Pozn.: Past nezaměstnanosti měří podíl hrubého příjmu, který je odčerpán 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. Novější data nejsou dostupná.

Zdroj: Eurostat

Past nízkých mezd ukazuje na nízkou motivaci k nalezení lépe placené práce, neboť při zvýšení mzdy ze 33 % na 67 % je podstatná část zvýšeného hrubého výdělku odčerpána vlivem nastavení daňového a sociálního systému.**Past nízké mzdy (v %)**

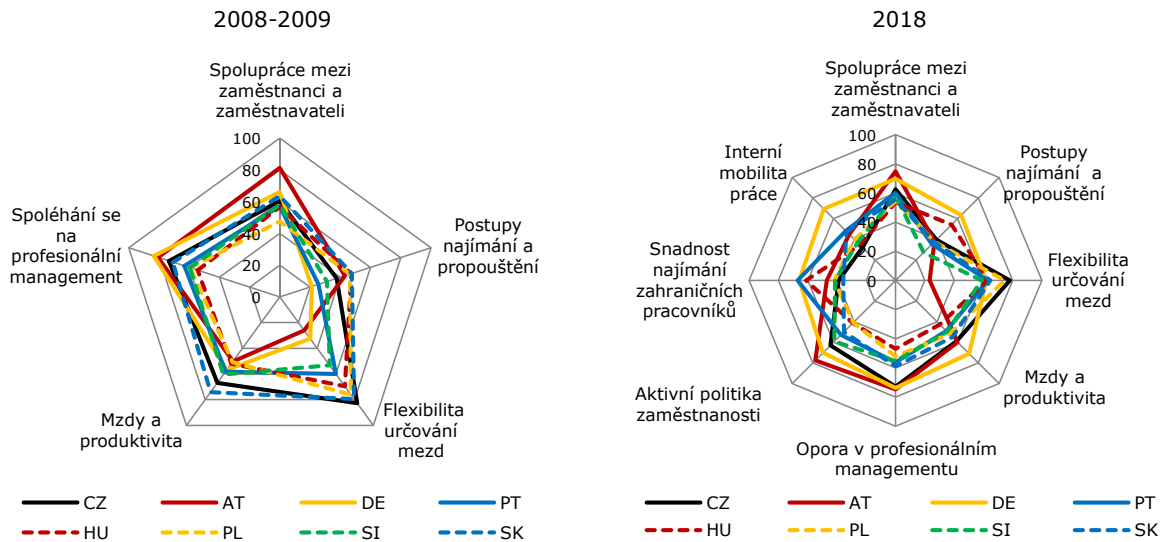
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CZ	99,3	93,6	89,1	88,3	88,0	93,1	93,3	90,9	87,2
AT	70,5	71,6	67,1	69,4	94,5	95,5	96,2	97,3	96,9
DE	86,9	86,6	84,6	79,6	80,4	86,2	86,9	87,3	83,4
PT	65,5	68,9	72,3	66,5	56,0	26,9	23,6	24,6	28,2
HU	56,4	55,5	113,2	79,2	66,8	30,8	31,8	39,4	36,7
PL	68,5	58,9	54,4	44,1	37,1	33,5	62,7	53,8	44,7
SI	68,1	68,8	69,1	64,5	61,9	58,1	58,3	58,7	74,3
SK	43,7	37,1	54,9	58,3	52,0	49,6	47,6	51,4	49,9

Pozn.: Past nízké mzdy měří podíl z hrubých výdělků, který je odčerpán na základě kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí dávek, když se hrubé příjmy zvýší ze 33 % na 67 % průměrných výdělků pracovníka v podnikatelské sféře. Tento ukazatel se sestavuje za osoby žijící v páru, z nichž pouze jedna je výdělečně činná, se dvěma dětmi ve věku od 6 do 11 let. Novější data nejsou dostupná.

Zdroj: Eurostat

V mezinárodním srovnání podle ukazatele GCI patří Česká republika z hlediska souhrnné kvality trhu práce k lépe hodnoceným zemím.

Global Competitiveness Index 4.0 – hodnocení trhu práce

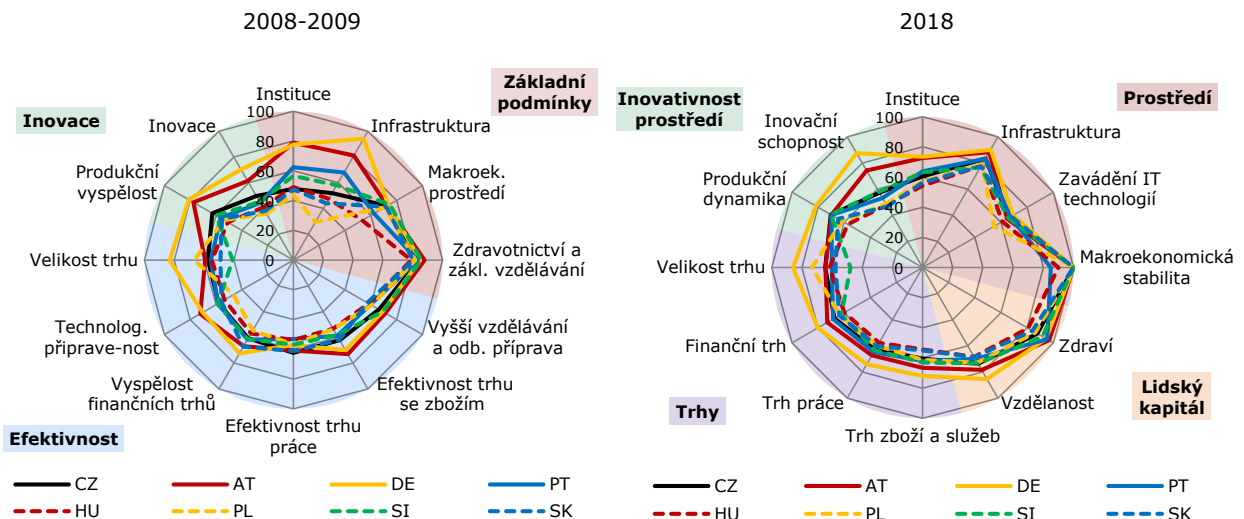


Pozn.: Index GCI pro trh práce je od roku 2018 členěn do nových kategorií. Pro každou z nich je nově normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Pro přehlednější srovnání jsou hodnoty z roku 2008/2009 znormovány dle metodologie nového indexu.

Zdroj: World Economic Forum (2009, 2018)

Konkurenceschopnost české ekonomiky se i přes dílčí problémy za poslední dekádu zvýšila.

Global Competitiveness Index – celkové hodnocení



Pozn.: Index GCI je od roku 2018 členěn do nových kategorií. Pro každou z nich je nově normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Pro přehlednější srovnání jsou hodnoty z roku 2008/2009 znormovány dle metodologie nového indexu.

Zdroj: World Economic Forum (2009, 2018)

Hodnocení podmínek pro zakládání podniků v České republice dosahuje podobné úrovně jako v Německu a Rakousku.

Podmínky pro zakládání a uzavírání podniků

(skóre v dané kategorii; v závorce pořadí země v daném roce)

	Zakládání podniků							Uzavírání podniků						
	12	13	14	15	16	17	18	12	13	14	15	16	17	18
CZ	79,3 (140.)	79,5 (110.)	81,3 (90.)	81,3 (88.)	83,0 (81.)	83,6 (81.)	83,6 (115.)	88,7 (35.)	78,8 (20.)	79,1 (20.)	79,3 (22.)	79,6 (26.)	79,8 (25.)	80,1 (15.)
AT	79,9 (133.)	80,0 (113.)	82,8 (101.)	82,8 (106.)	83,1 (111.)	83,1 (118.)	83,2 (118.)	70,0 (12.)	78,7 (16.)	78,8 (16.)	78,9 (18.)	78,9 (20.)	77,4 (23.)	77,5 (21.)
DE	81,7 (104.)	81,73 (103.)	81,36 (110.)	82,7 (107.)	83,4 (114.)	83,5 (113.)	83,6 (114.)	89,5 (19.)	91,7 (3.)	91,8 (3.)	91,9 (3.)	92,3 (3.)	90,3 (4.)	90,1 (4.)
PT	90,7 (25.)	92,44 (10.)	90,98 (10.)	91,0 (31.)	91,0 (32.)	90,9 (48.)	90,9 (57.)	41,2 (22.)	83,9 (11.)	79,8 (9.)	80,6 (8.)	81,2 (7.)	79,7 (15.)	80,0 (16.)
HU	89,3 (54.)	89,3 (24.)	86,6 (56.)	87,1 (55.)	87,3 (75.)	87,6 (79.)	87,9 (82.)	59,0 (69.)	51,9 (64.)	52,9 (64.)	53,7 (63.)	54,4 (63.)	54,8 (62.)	55,0 (65.)
PL	79,0 (124.)	82,5 (80.)	82,6 (80.)	82,7 (102.)	82,8 (107.)	82,8 (120.)	82,9 (121.)	77,1 (37.)	68,6 (30.)	69,7 (31.)	70,4 (33.)	76,4 (27.)	77,7 (22.)	76,5 (25.)
SI	94,4 (33.)	94,4 (14.)	94,4 (14.)	94,5 (45.)	94,6 (49.)	94,7 (46.)	92,9 (38.)	58,2 (41.)	62,9 (39.)	62,9 (41.)	83,4 (12.)	84,0 (12.)	83,7 (10.)	83,7 (9.)
SK	81,1 (80.)	78,5 (83.)	80,3 (71.)	81,8 (64.)	81,9 (68.)	82,0 (83.)	82,0 (127.)	53,9 (38.)	69,7 (28.)	69,9 (30.)	70,0 (34.)	70,5 (35.)	66,1 (42.)	66,9 (42.)
Počet zemí	185	189	189	189	190	190	190	185	189	189	189	190	190	190

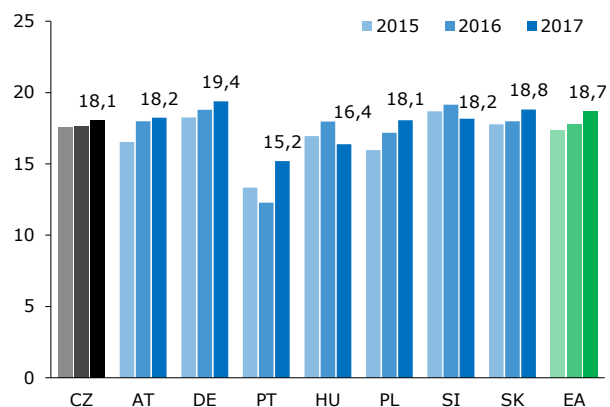
Pozn.: Skóre zemí v podmínkách pro zakládání a uzavírání podniků je uvedeno na škále 0–100, přičemž vyšší hodnota znamená lepší podmínky. Zakládání podniků: počet procedur, doba (dny), náklady a minimální požadovaný kapitál v % příjmu na hlavu. Uzavírání podniků: doba (roky), náklady v % hodnoty majetku, míra návratnosti v centech na dolar. Pořadí zemí již zahrnuje i následné revize dat (více informací viz <http://www.doingbusiness.org/>).

Zdroj: World Bank (2018)

4.3 BANKOVNÍ SEKTOR A JEHO SCHOPNOST ABSORBOVAT ŠOKY

Celkový kapitálový poměr ukazuje na vysokou odolnost bankovního sektoru.

Celkový kapitálový poměr
(v %)

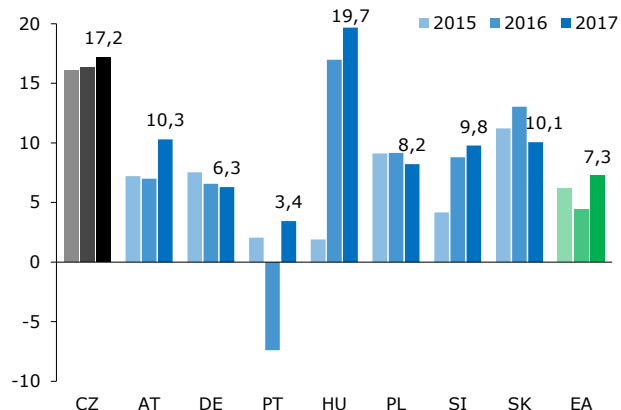


Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu banky k rizikově váženým aktivům. EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF FSI

Rentabilita kapitálu zůstává vysoká.

Rentabilita kapitálu (RoE)
(v %)

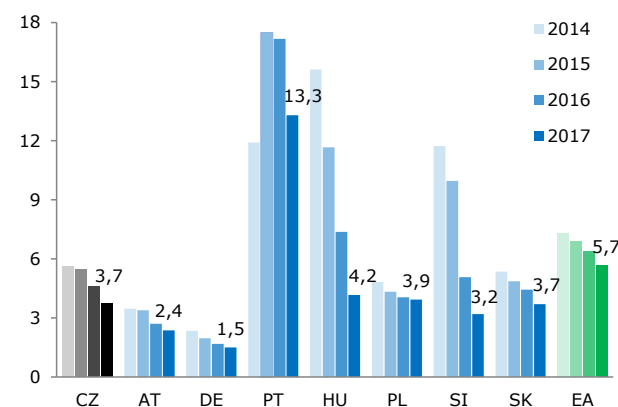


Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF FSI, Deutsche Bundesbank

Úvěry se selháním dále klesají.

Úvěry se selháním
(v % z celkových bankovních úvěrů)

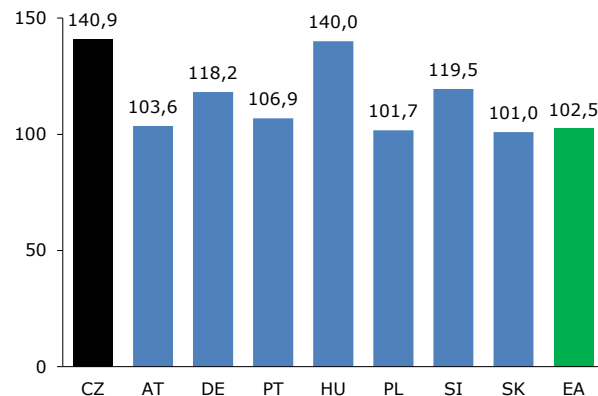


Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF FSI, ČNB, Deutsche Bundesbank

Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům zůstává v České republice vysoký.

Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům ve vybraných zemích EU
(v %)



Zdroj: ECB, národní centrální banky

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

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

Babecká Kucharčuková, O., Franta, M., Hájková, D., Král, P., Kubicová, I., Podpiera, A., Saxa, B. (2013): „What we Know about Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results“, CNB Research and Policy Notes, No. 1/2013.

Benecká S., Fadejeva L., Feldkircher M. (2018). „Spillovers from Euro Area Monetary Policy: A Focus on Emerging Europe“, CNB Working Paper 2/2018.

Biggs, M., Mayer T., Pick, A. (2009). „Credit and Economic Recovery“, DNB Working Paper No. 218, July 2009.

Burriel, P., Galesi, A. (2018). „Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries“. *European Economic Review* 101 (2018): 210-229.

Cecchetti, S. G., McCauley R. N., McGuire P. M. (2012). Interpreting TARGET2 balances. BIS Working Paper, No. 393/2012.

Česká národní banka (2006–2017): *Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.*

Česká národní banka (2017): Box 1, LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce, *Zpráva o inflaci IV/2017*, dostupné online:

<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_IV/boxy_a_prilohy/zoj_2017_IV_box_1.html>

Česká národní banka (2018a): *Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018.*

Česká národní banka (2018b): *Zpráva o inflaci IV/2018.*

ECB Economic Bulletin, 3/2017 – Boxes: The ECB’s asset purchase programme and TARGET balances: monetary policy implementation and beyond.

ESRB (2016): *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, November 2016, dostupné online:

<https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr161128_1.en.html>

Evropská komise (2018a): *Statistical Annex of European Economy, Autumn 2018.*

Evropská komise (2018b): *Cyclical Adjustments of Budget Balances, Autumn 2018*, Table 9A.

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

Evropská komise (2018d): *The 2018 Ageing Report, Economic and Budgetary Projection for the 28 EU Member States (2016-2070)*, Institutional Paper 079, May 2018.

Evropský účetní dvůr (2018): „Is the main objective of the preventive arm of the Stability and Growth Pact delivered?“ – Special report No. 18/2018, dostupné online:

<<https://www.eca.europa.eu/en/Pages/DocItem.aspx?did=46430>>

Frait, J., Malovaná, S. a Tomšík, V. (2015). „Základní cíle centrální banky a interakce měnové a makroobezřetnostní politiky při jejich dosahování.“ *Zpráva o finanční stabilitě 2014/2015*, str. 108–118.

Gehrke, B., Lechthaler, W., Merkl, C. (2017). The German labor market in the Great Recession: Shocks and institutions, IAB Discussion Paper 201714, Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung.

Havránek, T., Iršová, Z., Lešánovská, J. (2016): „Bank efficiency and interest rate pass-through: Evidence from Czech loan products“, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 54(C), pages 153-169.

Hochmuth B., Kohlbrecher B., Merkl C., Gartner H. (2018) Hartz IV and the Decline of German Unemployment: A Macroeconomic Evaluation. Working paper (unpublished).

Horváth, R., Podpiera A. M. (2009): „Heterogeneity in Bank Pricing Policies: The Czech Evidence“, CNB Working Paper 8/2009.

Chinn, M. D., Ito, H. (2006). „What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions“. *Journal of development economics* 81.1 (2006): 163-192.

Ministerstvo financí ČR (2018): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2019 včetně rozpočtové dokumentace, srpen 2018.*

MMF (2012) Policy Papers: „The interaction of monetary and macroprudential policies“ – Background paper, IMF, 2012, dostupné online:

<<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Interaction-of-Monetary-and-Macroprudential-Policies-PP4732>>

MMF (2018) Staff Country Reports: „Euro Area Policies: 2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Member Countries“, IMF, 2018, dostupné online:

<<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/18/Euro-Area-Policies-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-46096>>

MMF FSI: *IMF Financial Soundness Indicators, 2018.*

MMF IFS: *IMF International Financial Statistics, 2018.*

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

Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích, dostupné online:

<http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=ACAA&p_sestuid=&p_lang=CS>

World Bank (2018): *Doing Business 2019.*

World Economic Forum (2008): *The Global Competitiveness Report 2008–2009.*

World Economic Forum (2018): *The Global Competitiveness Report 2018.*