

20 let v EU: Slavíme bez eura – eurozóna na dohled?

Luboš Komárek

Vysoká škola ekonomická v Praze

Konference „Euro očima českého businessu: Oslavte s námi 20 let ČR v EU“

Praha, 23. května 2024



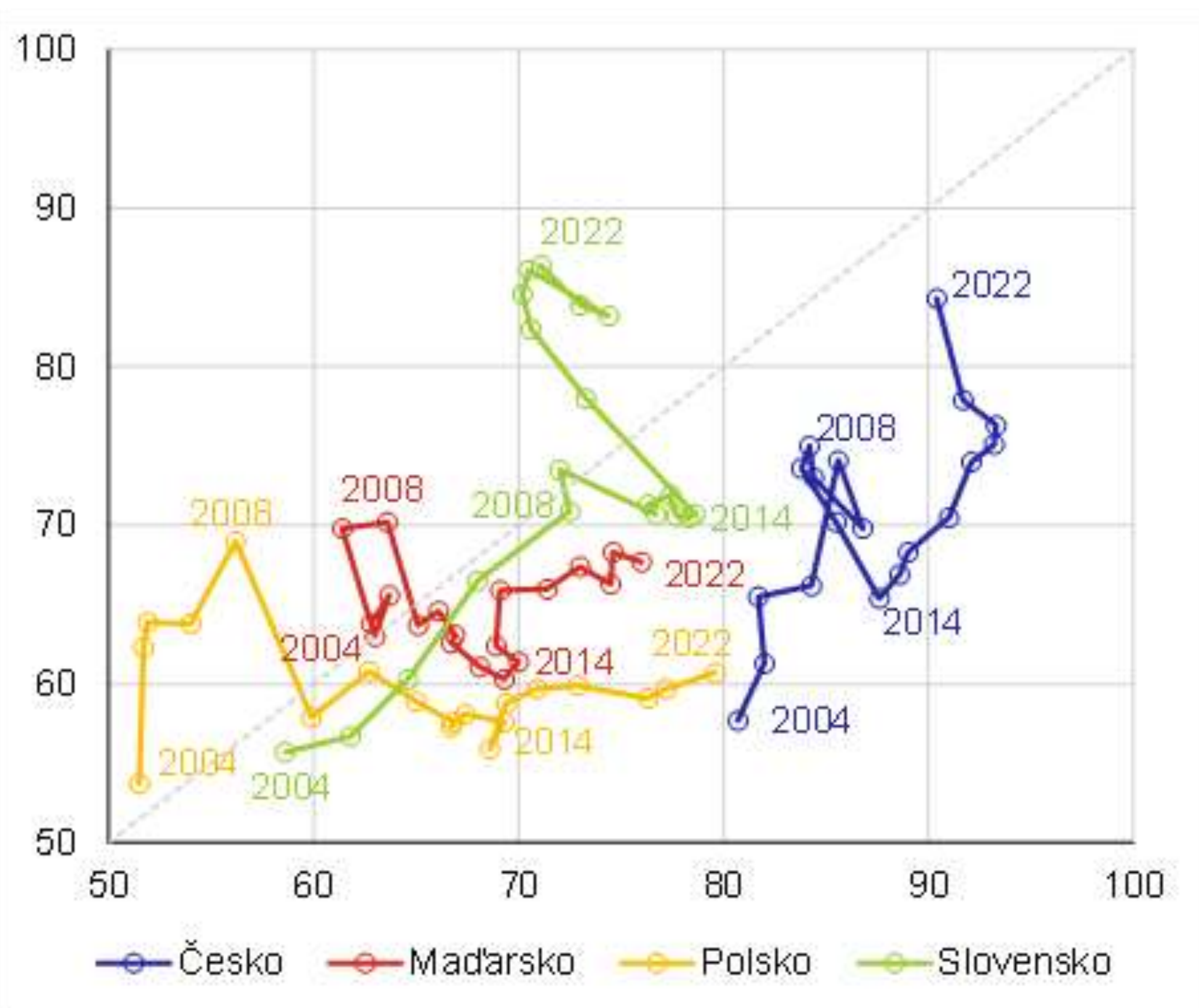
Obsah prezentace

- **Ekonomická konvergence:** odlišné cesty zemí V4
- **Čistá pozice vůči rozpočtu EU:** shodně kladná pro každou zemi V4
- **Čtyři „svobody“:** hlavní přínosy pro země V4 a EU
 - Volný pohyb zboží
 - Volný pohyb služeb
 - Volný pohyb kapitálu
 - Volný pohyb osob
- **Kdy a jak vstoupíme do eurozóny my?**
 - Úvěry v eurech
 - ERM II a cílování inflace
 - ERM II a bankovní unie

Ekonomická konvergence: odlišné cesty zemí V4

Cenová a reálná konvergence zemí V4

(vodorovná osa – HDP na hlavu v paritě kupní síly, svislá osa – cenová hladina konečné spotřeby, % průměru EU27)

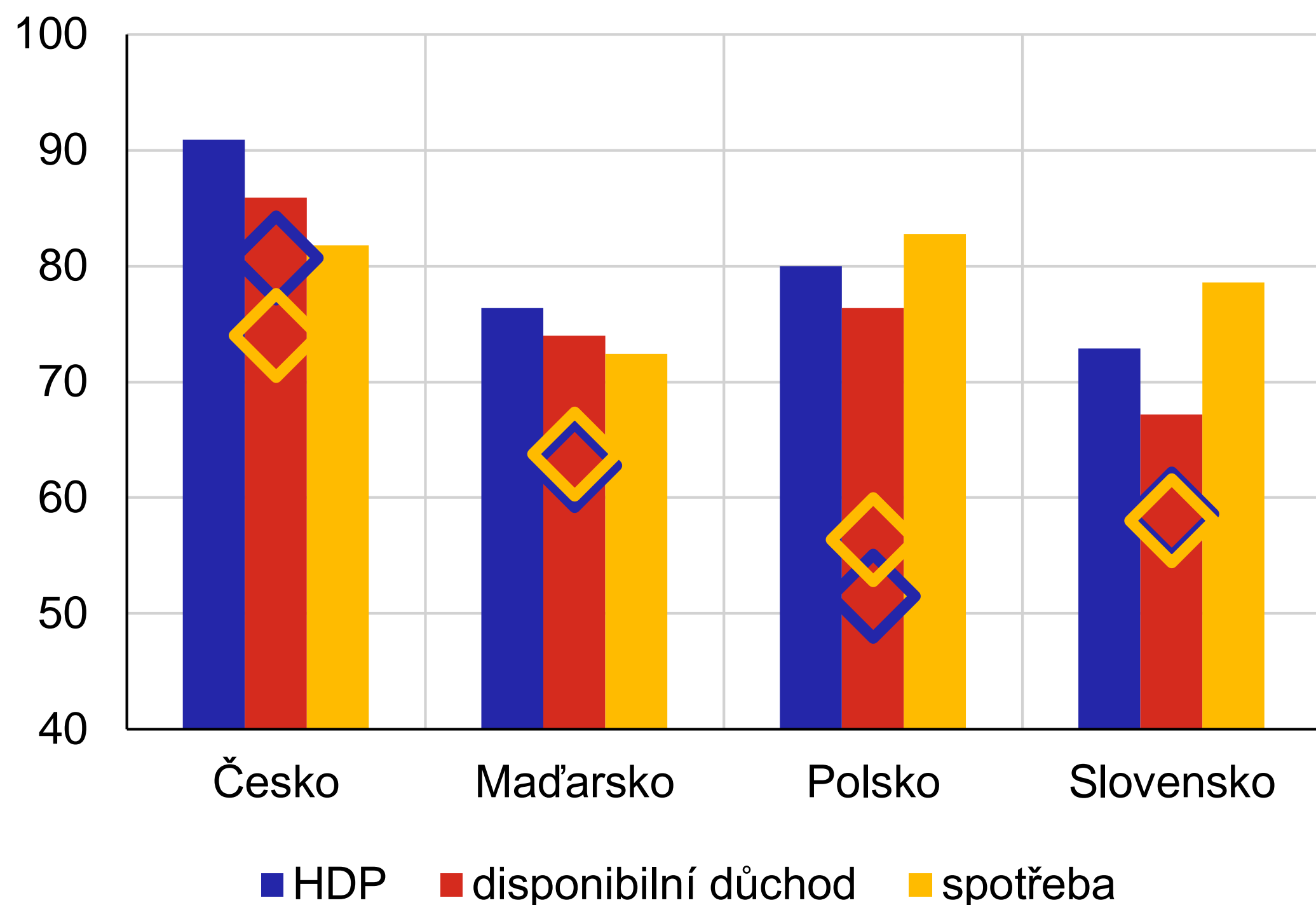


- ČR a Slovensko se **v reálném HDP** přiblížily průměru EU zejména v prvních letech členství, Maďarsko a Polsko až v letech po globální finanční krizi.
- Polská ekonomika byla při vstupu do EU ve visegrádské čtyřce nejméně výkonná, ale jako jediná z celé EU zvládla růst i během krizí (finanční, dluhové v eurozóně i té covidové).
- Slovensko nejrychleji dotahovalo EU **v cenové hladině** – až k 86 % v roce 2022. Podobně drahé je i Česko, které se ale na tuto úroveň dostalo skokově během nedávné inflační vlny.

Ekonomická konvergence: odlišné cesty zemí V4

HDP, disponibilní důchod a spotřeba

(sloupce – HDP a spotřeba v roce 2023, disponibilní důchod v roce 2022;
kosočtverce – HDP a spotřeba v roce 2004, v paritě kupní síly, % průměru EU27)

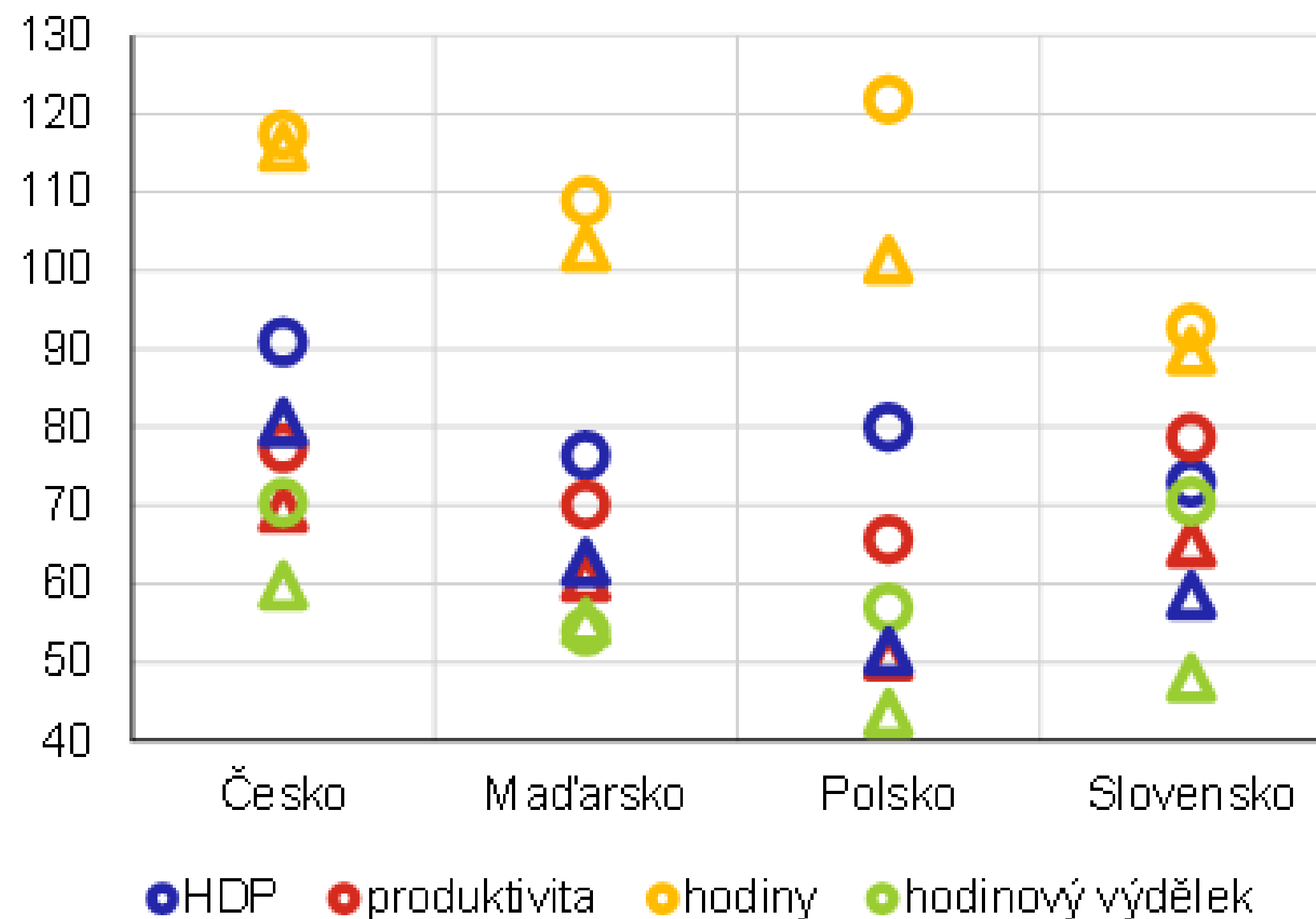


Zdroj: Eurostat, DG ECFIN, výpočet ČNB.

Pozn.: Zisky náležející zahraničním investorům zasazují klín mezi HDP a disponibilní důchod rezidentů zemí V4

HDP, produktivita, odpracované hodiny a výdělek

(HDP, produktivita, hodiny a hodinové výdělky; kolečka ukazují rok 2023, trojúhelníky rok 2004; v paritě kupní síly, % průměru EU27)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB.

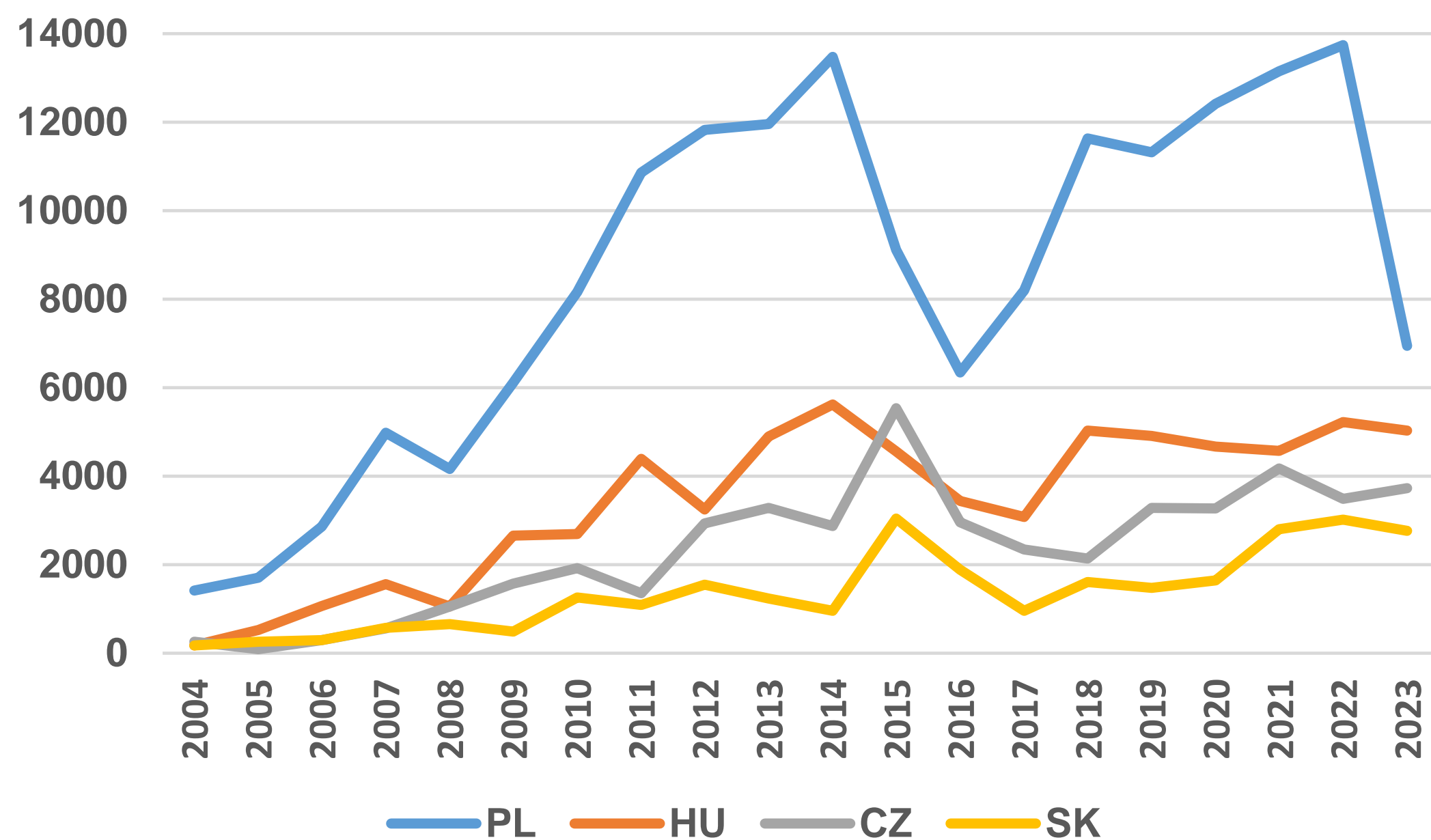
Pozn.: Produktivita je HDP na odpracovanou hodinu. Hodinový výdělek zahrnuje veškeré náhrady zaměstnancům včetně soc. pojištění aj.

**Čistá pozice vůči rozpočtu EU: shodně kladná pro
každou zemi V4**

Čistá pozice vůči rozpočtu EU: shodně kladná

Čistá pozice zemí V4 vůči rozpočtu EU

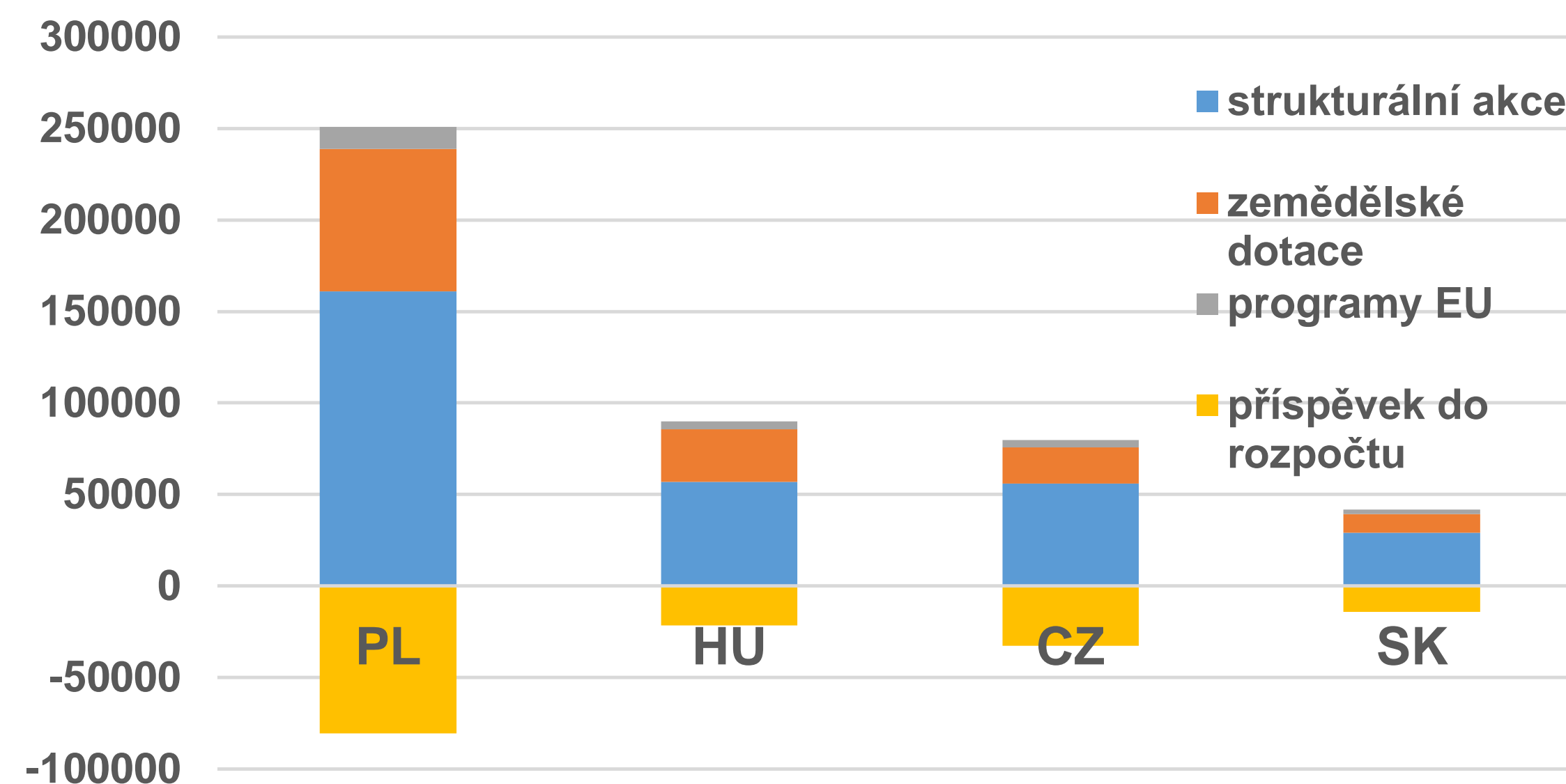
(v mil. EUR)



Zdroj: EU Budget Financial Report, Evropská komise, výpočet ČNB

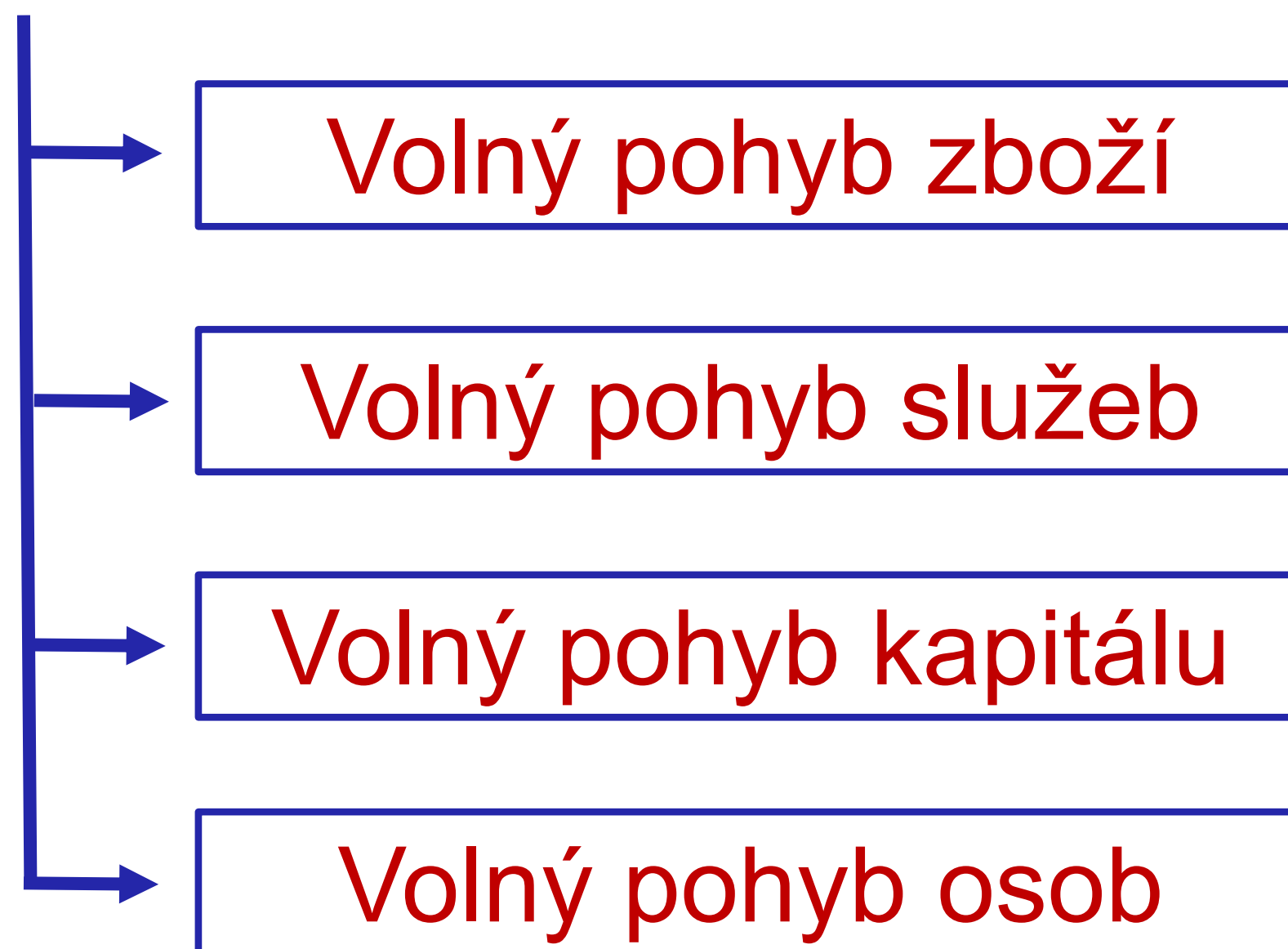
Kumulovaná čistá pozice zemí V4 za období 2004–2023

(v mil. EUR)



Zdroj: EU Budget Financial Report, Evropská komise, výpočet ČNB

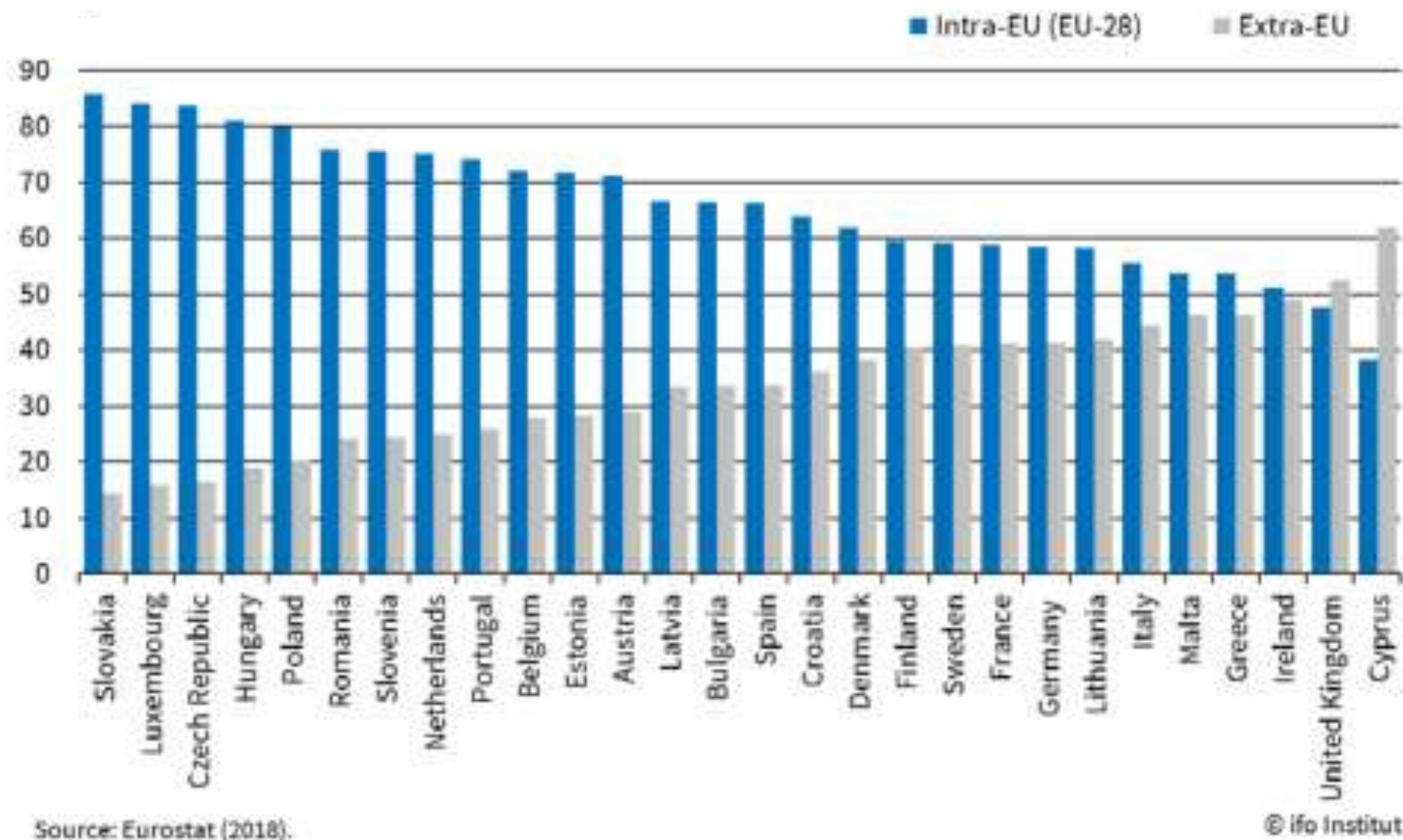
Čtyři „svobody“: hlavní přínosy pro země V4 a EU



Čtyři „svobody“: volný pohyb zboží

Podíl vnitřního a vnějšího obchodu členských zemí EU

(v %)

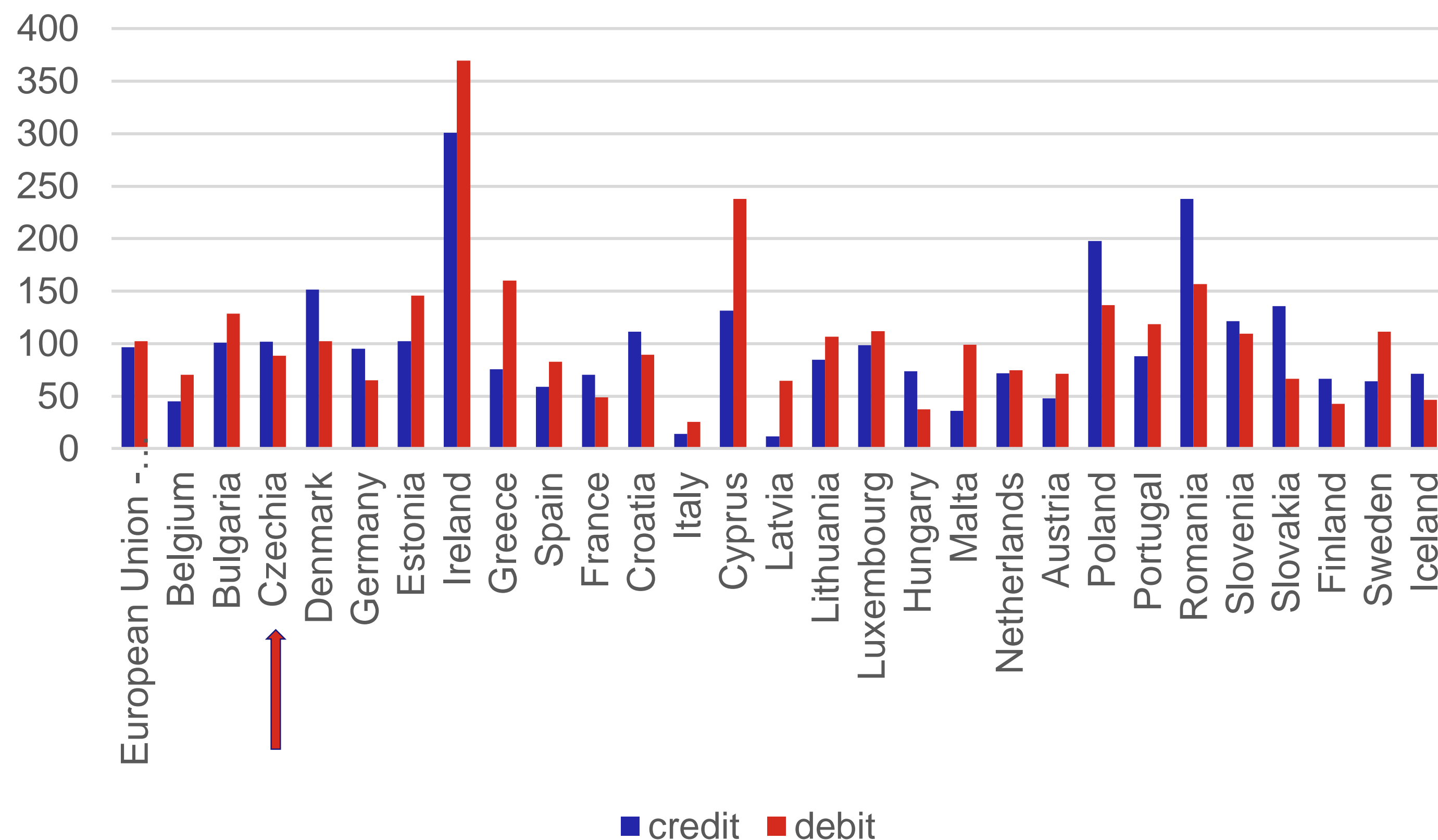


- Teorie i empirie ukazuje, že **volný pohyb zboží**:
 - podporuje vzájemný ochod, čímž stimuluje výkon firem, což má pozitivní efekt na hrubý domácí produkt
 - znamená zvýšení počtu hráčů na trhu, což vede k nárůstu konkurence a tím ke zlepšení kvality a dosažení nižších cen
- Země V4 jsou výrazně orientovány na obchodní výměnu v rámci zemí EU, nejvíce pak Slovensko.

Čtyři „svobody“: volný pohyb služeb

Růst objemu dovozu a vývozu služeb v zemích EU

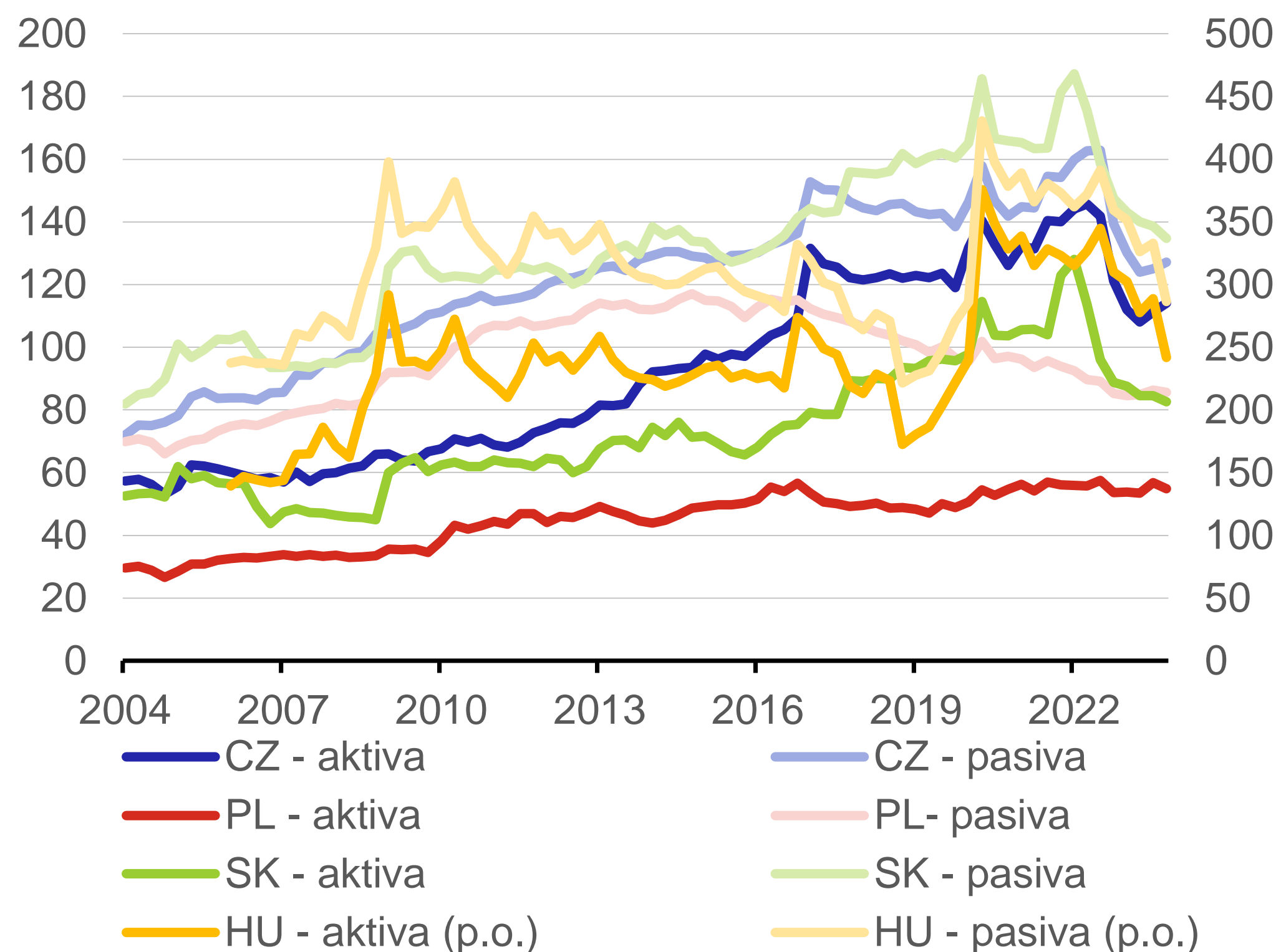
(v %)



- **Služby** jsou sice ekonomickou teorií brány jako tzv. „neobchodovatelné statky“, ale některé lze poskytovat i přes hranice.
- **Sektor služeb** tvoří ve vyspělých zemích nejvýznamnější část HDP (průměr za EU = 71,5 %):
 - Česká republika: 59,7 %
 - Maďarsko: 56,7 %
 - Polsko: 58,8 %
 - Slovensko: 61,7 %
- **Obchod se službami** (jejich dovoz a vývoz) se v současnosti pro země EU podílí na HDP téměř z jedné třetiny, zatímco na počátku tisíciletí to bylo zhruba 15 %.

Vývoj zahraniční investiční pozice

(v % HDP)



Zdroj: centrální banky, Refinitiv

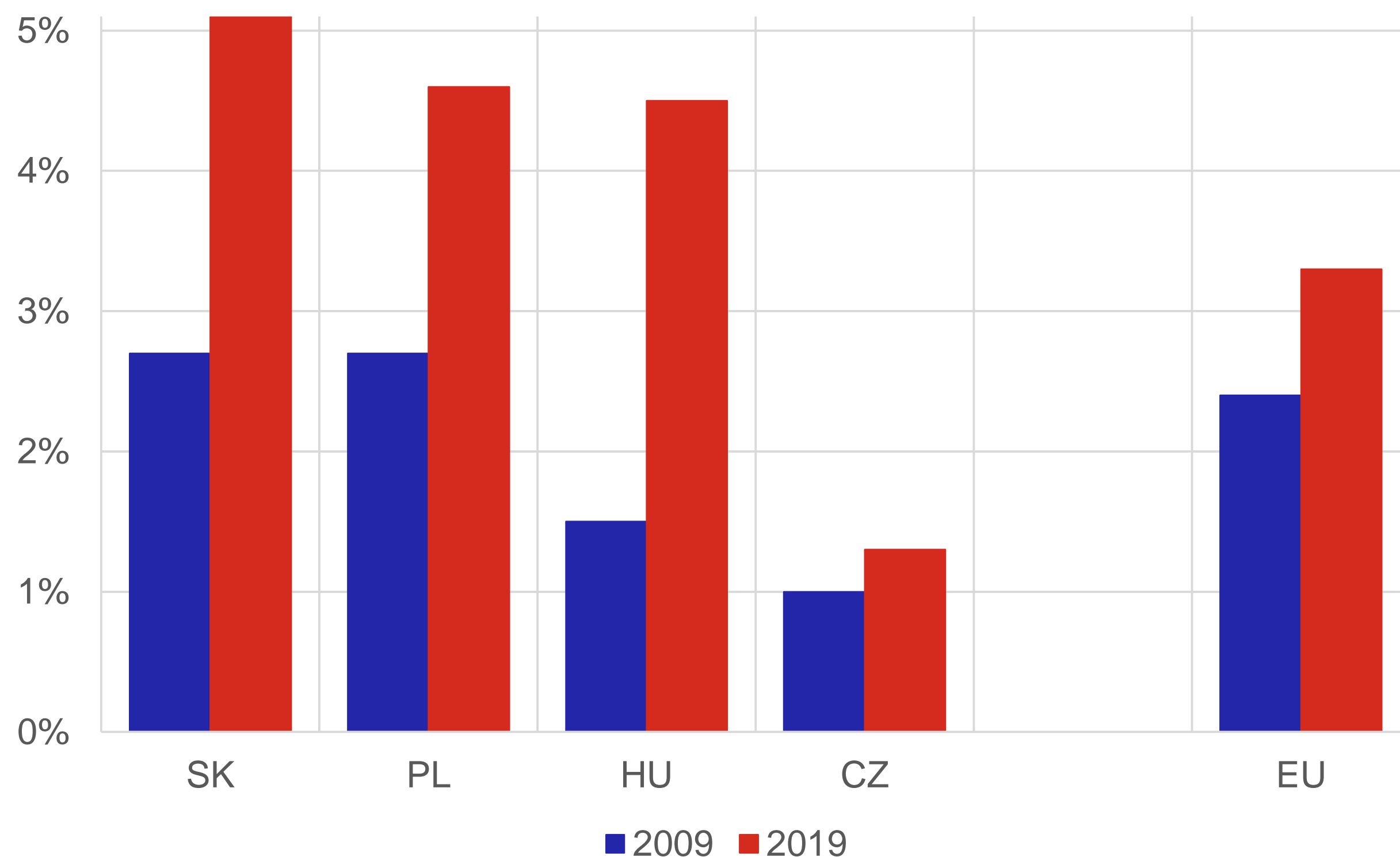
Pozn.: Aktiva = investice rezidentů v zahraničí, pasiva = investice nerezidentů v dané zemi

- Volný pohyb kapitálu:
 - otevírá firmám nové investiční možnosti
 - posiluje jednotný trh EU, neboť větší a silnější trh umožňuje efektivnější kapitálové investice, které podporují hospodářský růst
 - rozšiřuje možnosti investic pro malé retailové investory
- Zahraniční investiční pozice:
 - Objemy investic (aktiv i pasiv) u ČR, Maďarska a Slovenska obecně rostou vzhledem k HDP, což naznačuje, že roste provázanost těchto zemí se zahraničím. U Polska je situace odlišná, zahraniční investiční pozice nerezidentů postupně klesá.
- Přímé zahraniční investice:
 - Objem investic rezidentů zemí V4 v zahraničí vzrostl vícekrát (nejvíce v případě ČR a Polska) než objem prostředků nerezidentů investovaných v těchto zemích.

Čtyři „svobody“: volný pohyb osob

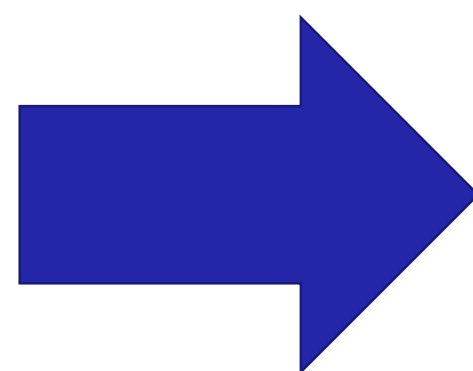
Mobilita občanů podle země občanství

(podíl k obyvatelstvu domovské země %)

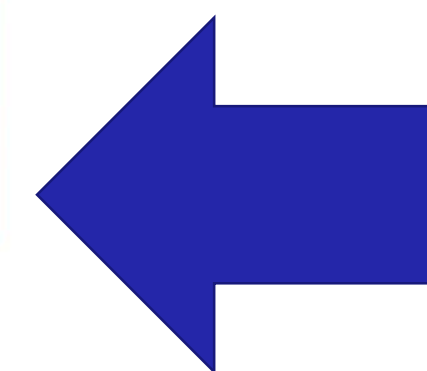


- Počty občanů využívajících možnost pobývat a pracovat v jiném členském státě EU z dlouhodobé perspektivy rostou.
 - z celkového počtu občanů EU v produktivním věku (20 až 64 let) tvořili mobilní občané v roce 2019 celkem 3,3% oproti 2,4 % v roce 2009
 - v rámci V4 relativně nejvíce (vzhledem k celkové populaci) opouštějí svou zemi původu Slováci, zatímco nejméně mobilní jsou Češi, u nichž se mobilita zvýšila jen minimálně
- Při pohledu na absolutní počty je však nejpočetnější skupina mobilních občanů polského původu, přičemž v rámci celé EU už jsou mobilnější pouze Rumuni.
- Nejpopulárnější cílovou zemí je Německo.

Kdy a jak vstoupíme do eurozóny my?



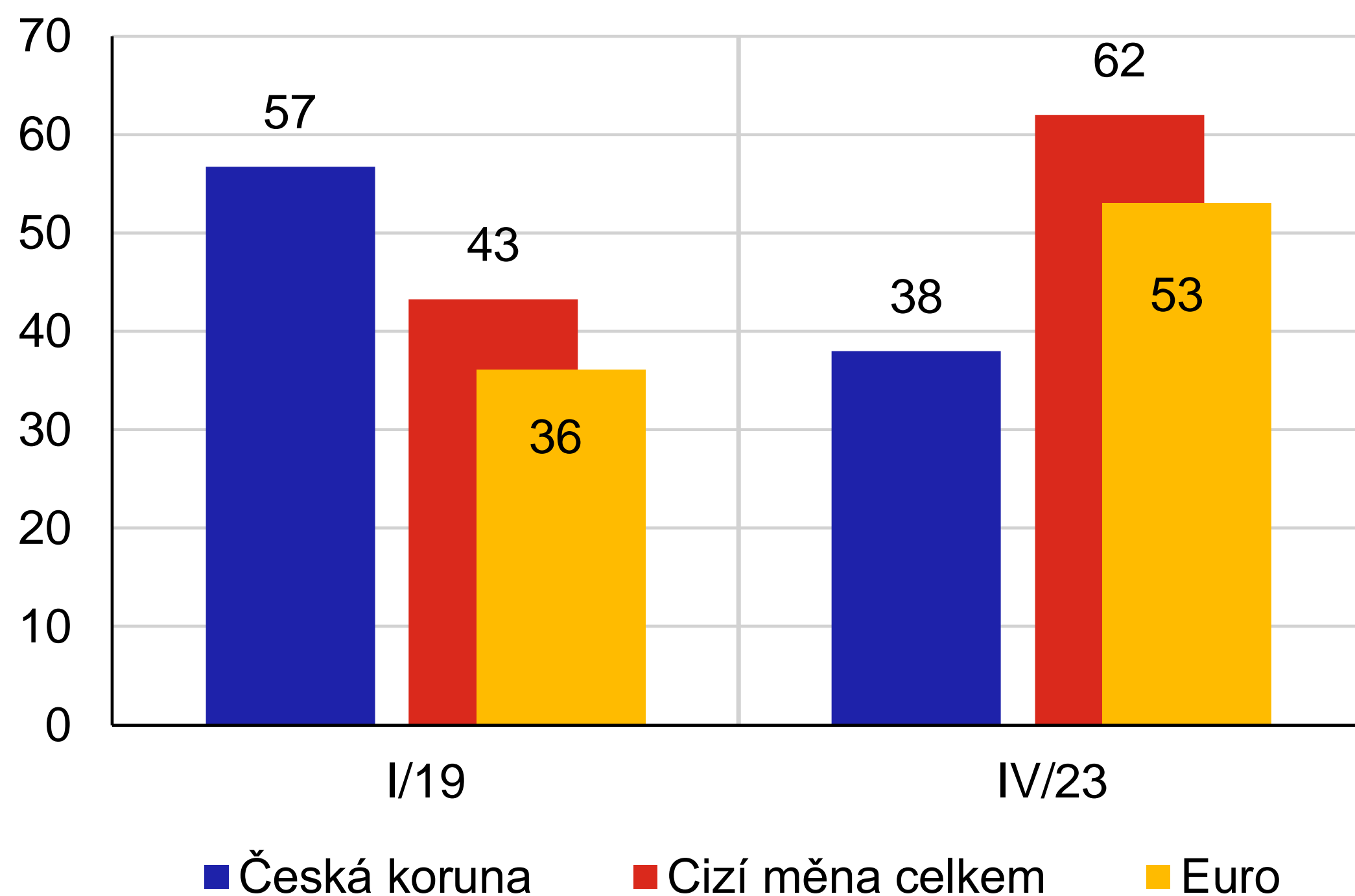
???



Úvěrování v eurech: postupně narůstá

Podíly financování podniků v cizí měně

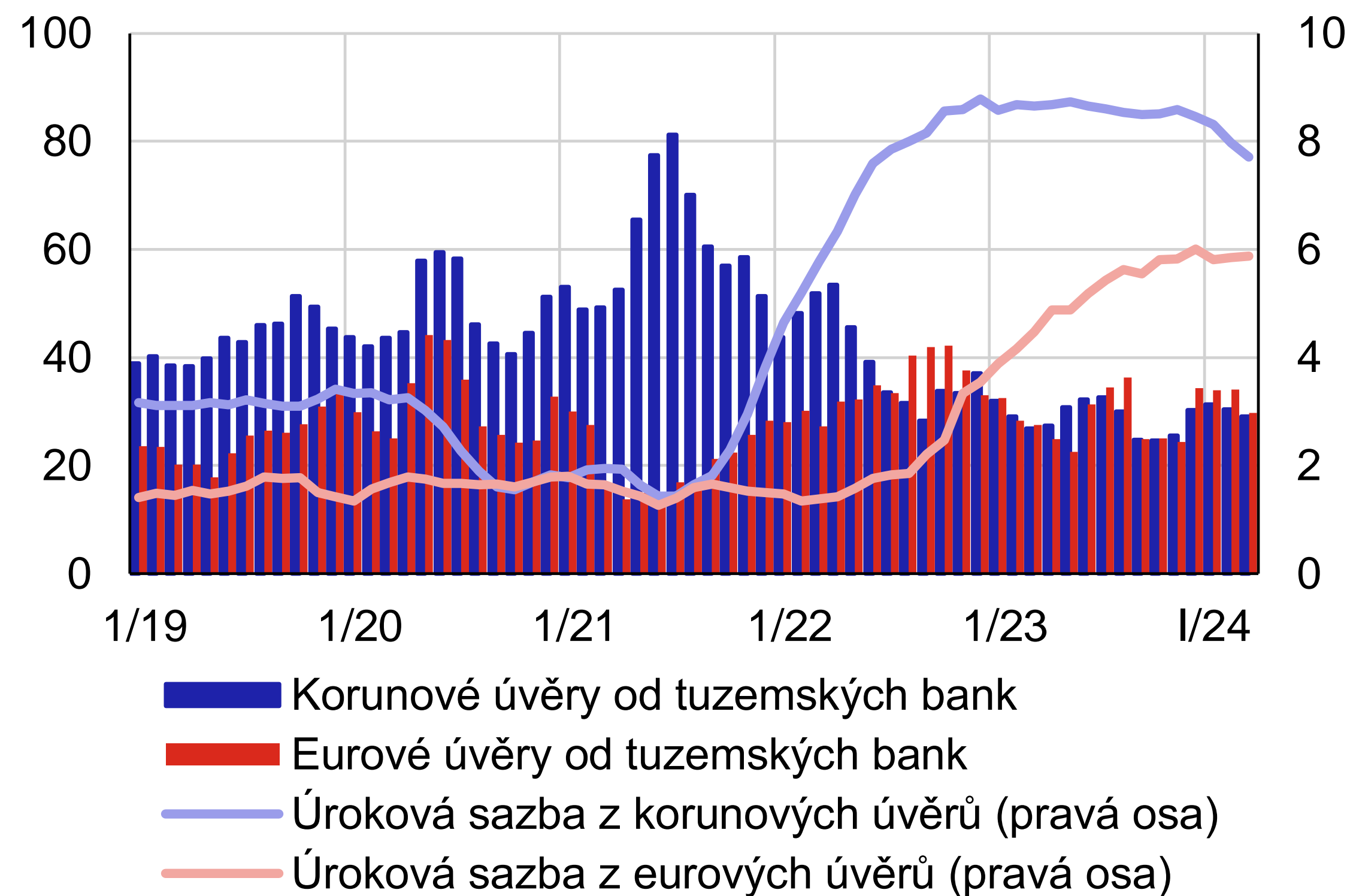
(v %)



Zdroj: ČNB

Nové úvěry podniků od bank a úrokové sazby

(měsíční objemy v mld. Kč, úrokové sazby v %)



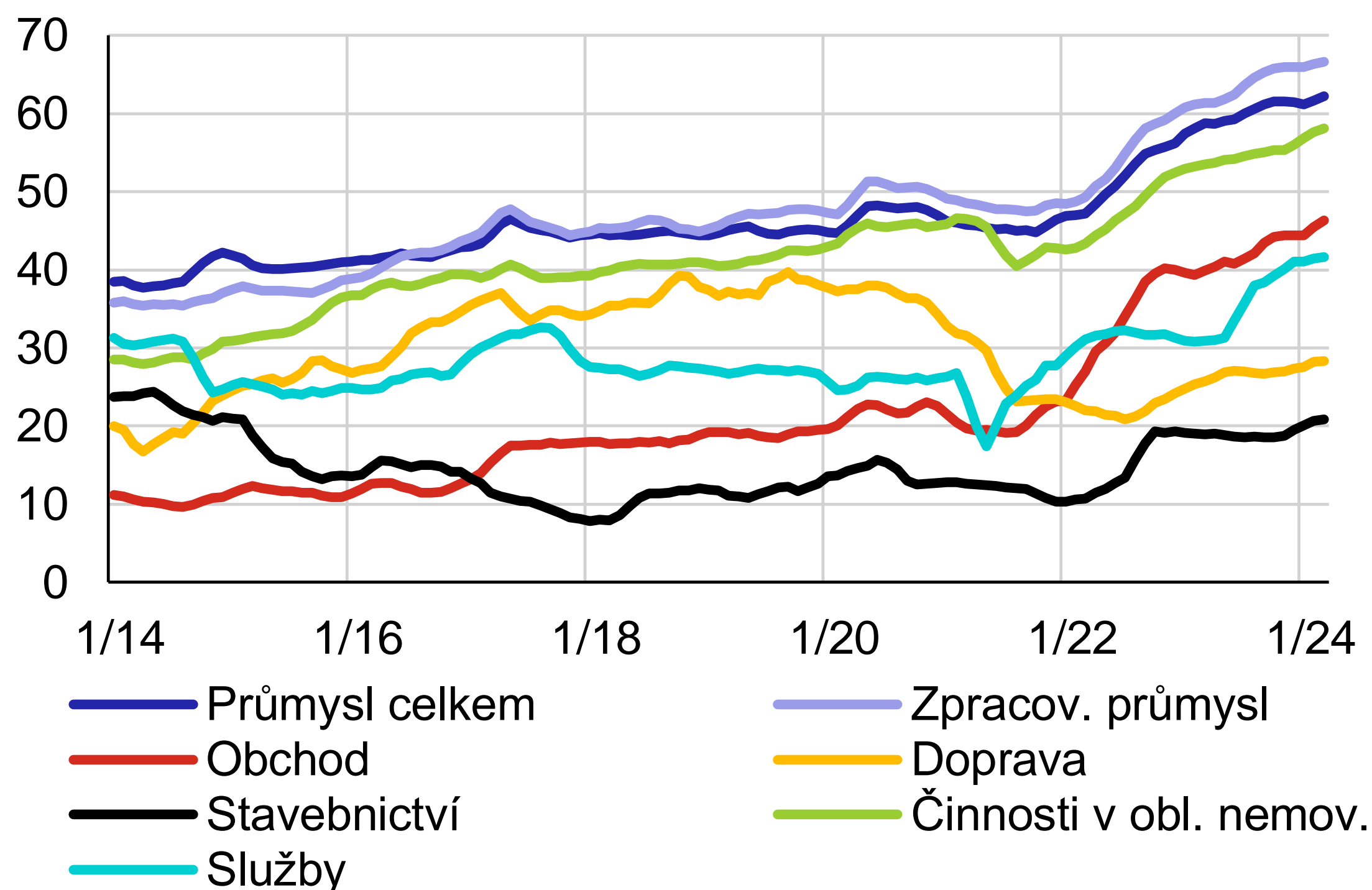
Zdroj: ČNB

Pozn.: Tříměsíční klouzavé průměry

Úvěrování v eurech: nejvíce v průmyslu

Podíl eurových úvěrů ve vybraných odvětvích

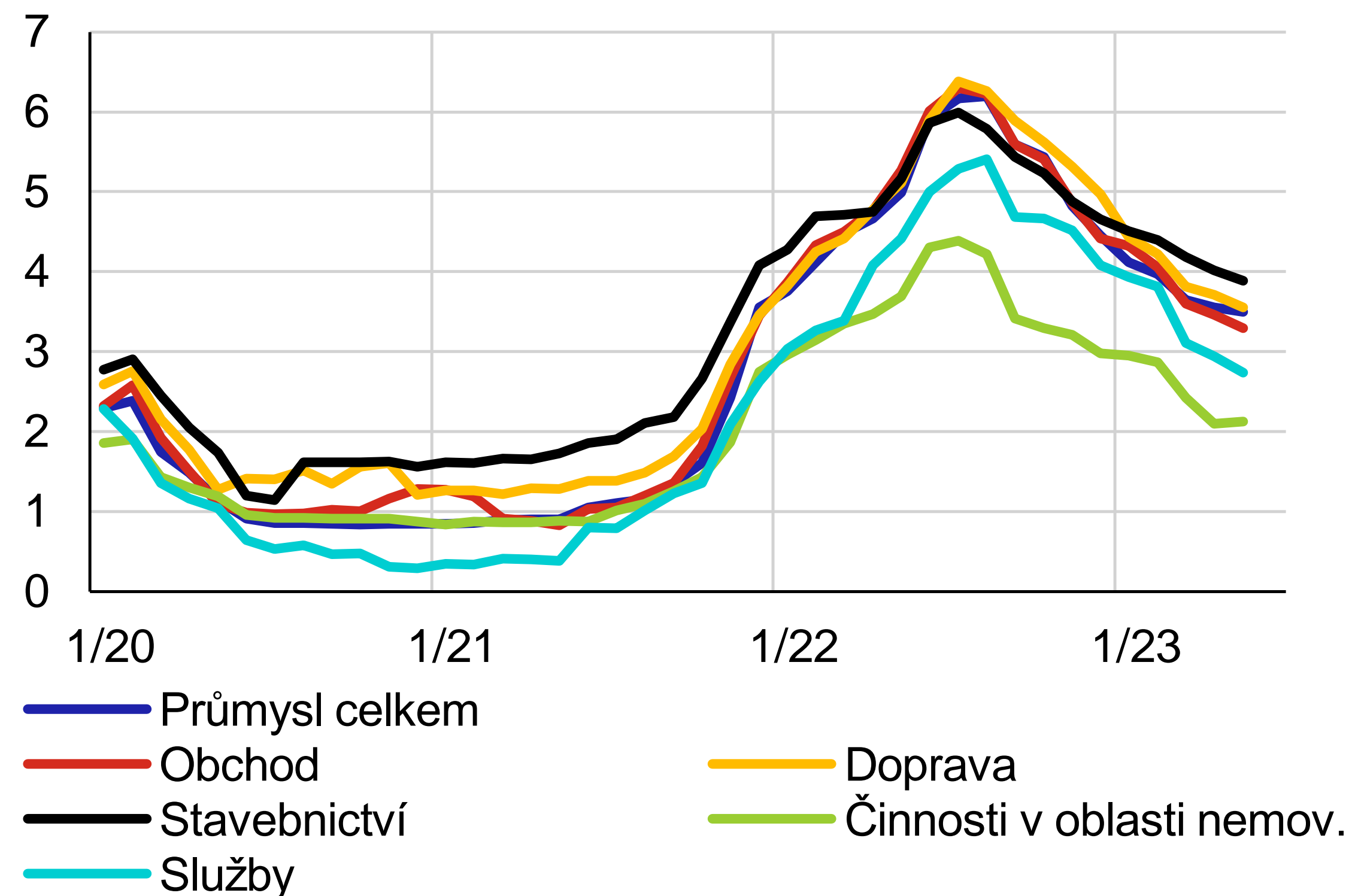
(v % tříměsíční klouzavé průměry)



Zdroj: ČNB
Pozn: Tříměsíční klouzavé průměry

Úrokový diferenciál ve vybraných odvětvích

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



Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

Vstup do eurozóny: co vyžaduje a obnáší?

Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie

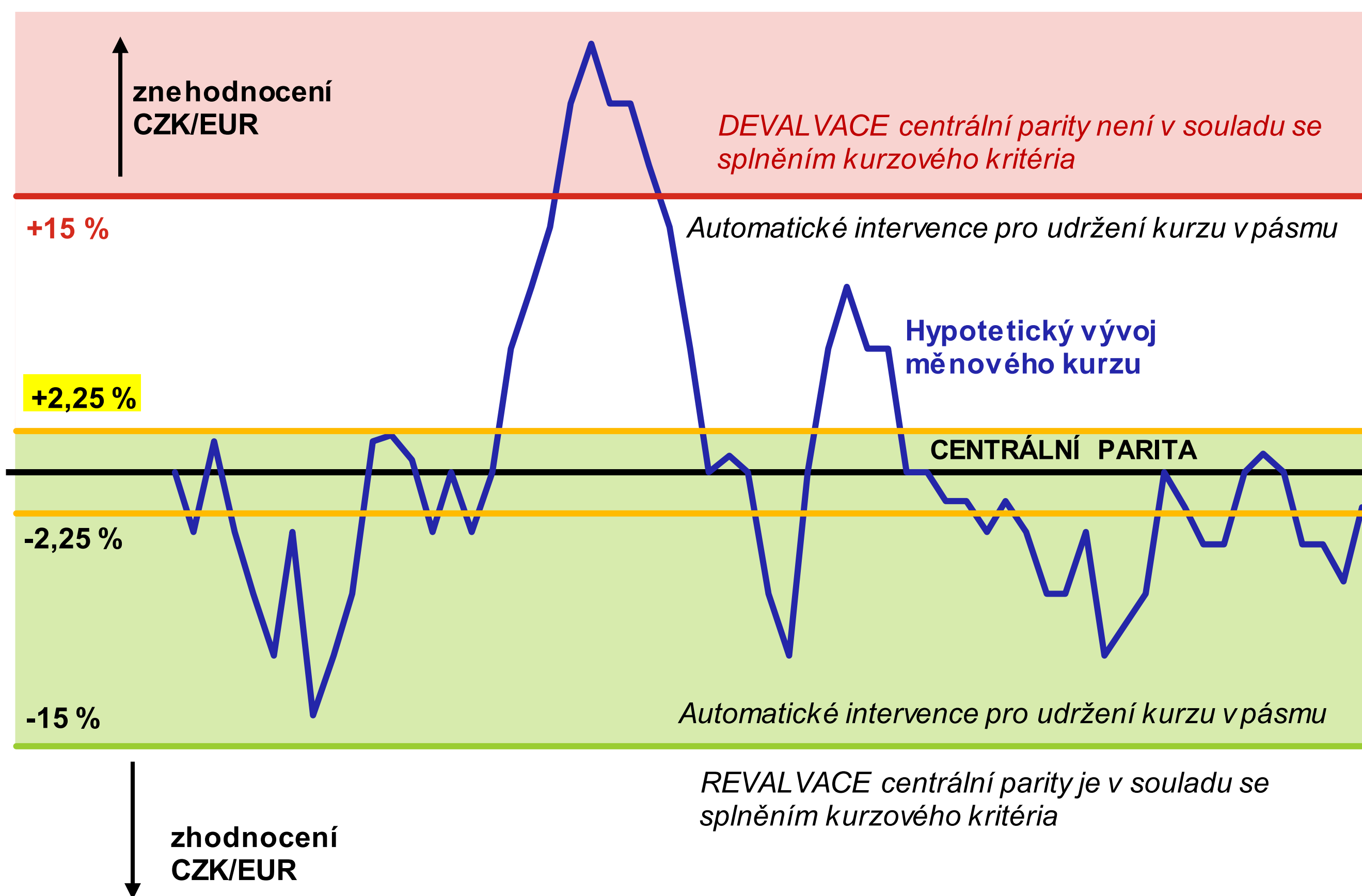
- 1) plnění maastrichtských kritérií ▶
- 2) novelizace příslušných právních norem ▶
- 3) vstup do bankovní unie a centralizovaného dohledu nad významnými bankami
- 4) splacení zbývajícího kapitálu ECB
- 5) zafixování kurzu domácí měny k euru a přenechání provádění měnové politiky ECB

Platit eurem = politické rozhodnutí s ekonomickými dopady

- ČR je viditelně sladěná s většinou členských zemí eurozóny.
- K podpoře politického rozhodnutí o přijetí eura není potřeba provádět mikroskopické vyčíslování podrobných přínosů a nákladů vstupu, to by bylo zbytečné akademické cvičení.
- Česko je nejen v evropském kontextu vyspělou zemí, po které je poptávka.
- Euro je příležitostí; dlouhodobá výkonnost ekonomiky (produktivita, míra přidané hodnoty, pružnost trhu práce, kvalita fungování institucí a podnikatelského prostředí) však nezáleží na měnověpolitickém režimu ani na tom, zda platíme eurem či korunou.
- Budoucí „sebevědomé“ přijetí eura si musíme odpracovat (vedle nutných legislativních změn i řada vyjednávání a dílčích kroků nejen na poli ekonomické diplomacie).
- Bylo by vhodné stanovit kredibilní věcný a časový plán a začít na jeho naplňování pracovat, tento proces velmi pravděpodobně přesáhne jeden volební cyklus.

ERM II: klíčová hodnota +2,25 % od centrální parity

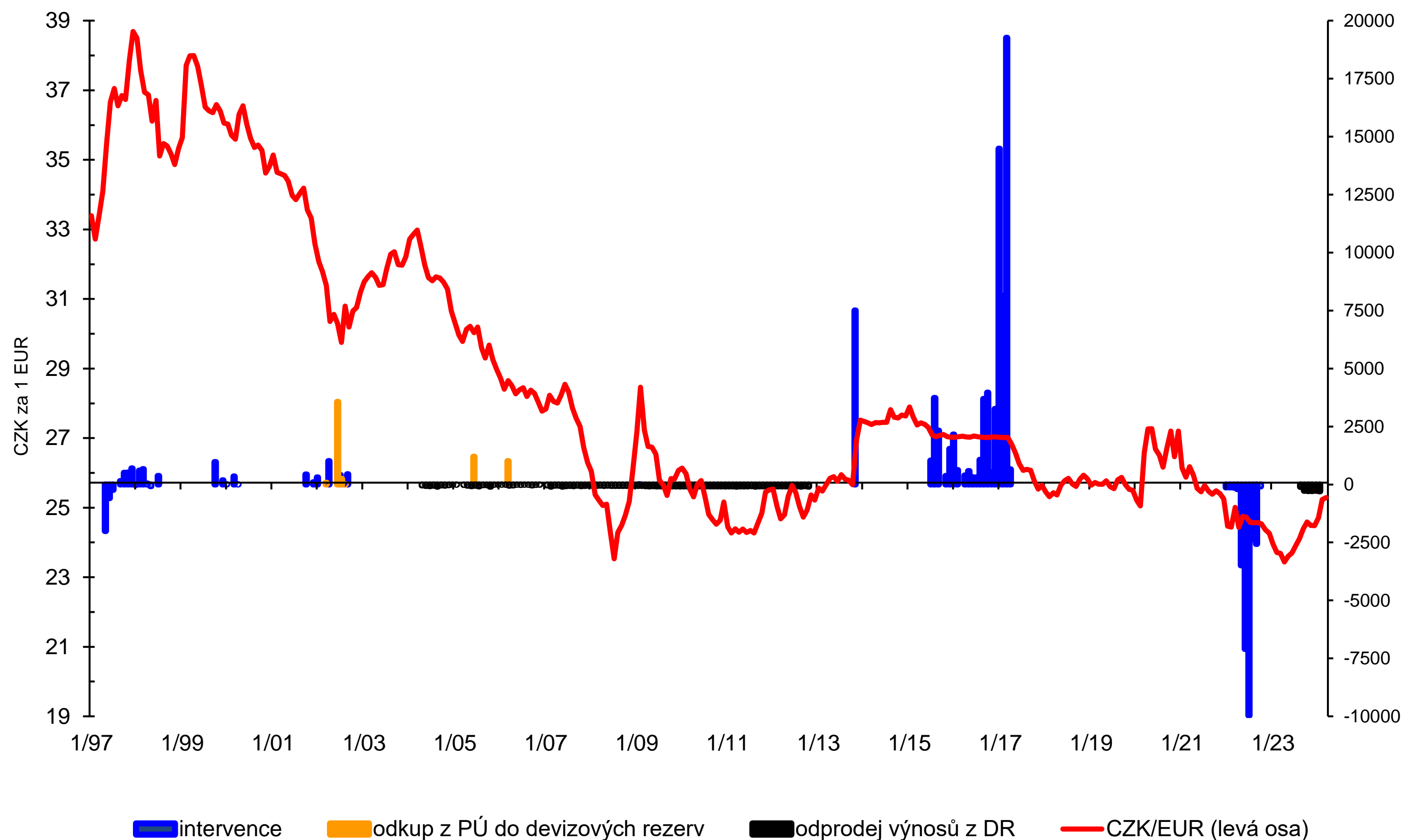
Hypotetický pohyb kurzu v ERM II a maastrichtské kurzové kritérium (v %)



- Vyhodnocení kurzového kritéria není ex ante zcela zřejmé, neboť:
 - $\langle -15 \% ; +2,25 \% \rangle \Rightarrow$ splnění kritéria „bez diskuse“
 - $\langle +2,25 \% ; +15 \% \rangle \Rightarrow$ existuje možnost splnění kritéria
- Při pohybu kurzu v pásmu $\langle +2,25 \% ; +15 \% \rangle$ bude záležet na tom:
 - jak dlouho se zde bude kurz pohybovat
 - jak daleko bude kurz vzdálen od hranice +2,25 %
 - jaká bude intervenční aktivita národní centrální banky, ECB, CB eurozóny a CB zemí v ERM II
- **Revalvace centrální parity** (posun na silnější úroveň) splnění kurzového kritéria nebrání, **devalvace centrální parity** (posun na slabší úroveň) však ano.

ERM II: faktory působící na měnový kurz

Intervenční aktivita ČNB (měnověpolitická i neměnověpolitická)
(CZK/EUR, mil. EUR)



Intervence CB
(režim řízeného floatingu)

Úrokový diferenciál
(domácí sazby – sazby zahraniční)

Ekonomické fundamenty
(produktivita, směnné poměry, fiskál, čistá zahraniční aktiva, ...)

Sentiment ...

ERM II: a inflačně cílující centrální banka

- **Pro centrální banku operující v režimu cílování inflace:**
 - je obecně vhodnější, aby v mechanismu ERM II setrvala minimální dobu. To je nejlepší varianta, která zachovává tzv. režimovou čistotu
 - platí, že čím více je pohyb měnového kurzu svazován, tím méně to vyhovuje samotnému režimu cílování inflace (viz impossible trinity)
 - znamená vstup do ERM II faktickou změnu kurzového režimu
- **Delší než optimální (minimální) pobyt v ERM II:** CB eurokandidáta by v tomto případě komunikovala, že z věcných důvodů musela provádět některé kroky v domácí měnové politice (např. volba nižší hladiny úrokových sazeb a mírně slabšího kurzu nebo provádění měnových intervencí za účelem snížení volatility kurzu atd.) pro dosažení svého primárního cíle, tedy stabilizace inflace co nejbližší inflačnímu cíli.
- **Kratší pobyt v ERM II s důvěryhodně vytyčeným datem pro vstup do eurozóny:** povede i k viditelné konvergenci některých, zejména krátkodobých úrokových sazeb.
 - Ke dni vstupu do eurozóny splyne sazba peněžního trhu se sazbou EURIBOR, resp. měnověpolitická sazba CB eurokandidáta s měnověpolitickou sazbou ECB.
 - Úrokové sazby na delších splatnostech se však obvykle mezi zeměmi eurozóny liší, u některých velmi zřetelně.

ERM II: jak to vidí zastánci a kritici?

- **Zastánci ERM II:**

- připomínají např. jeho **možnou stabilizační funkci**, např. skrze nepřímý tlak na ustálení inflace (přes dovozní ceny) nebo konsolidaci veřejných financí. (Nicméně zvýšení vládního zadlužení může v konečném důsledku vést jak k posílení, tak oslabení měny. Záleží na výši dluhu a deficitu a vnímání jeho udržitelnosti finančními trhy.)

- **Kritici ERM II:**

- Namítají, že pokud země před plánovaným vstupem do eurozóny prováděla vyváženou měnovou, finančněstabilní a fiskální politiku, pak je pobyt v ERM II vlastně **zbytečným testem**, a to zejména v dnešním globalizovaném a finančně propojeném světě.
- Argumentují **Tinbergenovým pravidlem nástrojů a cílů měnové politiky**, kdy centrálně cílující CB by sledovala dva cíle, tj. cenovou stabilitu ve formě inflačního cíle a měnový kurz (pásmo $\langle +2,25; -15\% \rangle$) a k jejich naplnění má jen jeden nástroj, tedy úrokovou sazbu.

- **Realita:**

- ERM II je a bude i pro současné eurokandidáty, kteří tímto pomyslným předpokojem před vstupem do eurozóny budou muset projít.
- V zájmu obou stran – tedy evropských institucí i eurokandidáta – je, aby pobyt země v ERM II proběhl hladce.

- **Bankovní unie**

- Vznikla s cílem, aby byl bankovní sektor v eurozóně i v zemích EU stabilní, bezpečný a spolehlivý a tím přispíval k zabezpečení finanční stability v EU.
- Její vznik byl reakcí na dluhovou krizi eurozóny a provázanost bank a vládních dluhů v eurozóně i jistou nevyhnutelnou reakcí na události po globální finanční krizi odstartované pádem investiční banky Lehman Brothers v září 2008.
- Měla by ve své finální fázi stát na třech pilířích, tedy na: **(i) jednotném mechanismu dohledu, (ii) jednotném mechanismu pro řešení krizí a (iii) evropském systému pojištění vkladů** (ten zatím nebyl realizován a dohoda o jeho zřízení zatím není na dohled).
- Podstatou bankovní unie je zejména vykonávání jednotného evropského dohledu obezřetnosti nad významnými bankami, resp. komerční bankou dle požadavku ECB. Jde tedy o přenesení dohledových pravomocí u významných bank z národního orgánu na ECB.

Situace v ČR

- Zhruba 95 % bankovního sektoru je ve vlastnictví zahraničních bank, které samy o sobě podléhají dohledu ECB.
- Viditelná část pravomocí v oblasti makroobezřetnostního dohledu bude zachována i po vstupu do bankovní unie a následně eurozóny.

Významná banka (kritéria):

- (a) **velikosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 30 miliard EUR)
- (b) **hospodářského významu** (pro danou zemi nebo ekonomiku EU jako celek)
- (c) **přeshraniční činnosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 5 miliard EUR a poměr jejích přeshraničních aktiv/pasiv ve více než jednom jiném zúčastněném státu k jejím celkovým aktivům/pasivům je vyšší než 20 %)
- (d) **čerpání minulé přímé finanční pomoci z veřejných prostředků** (banka, která si vyžádala nebo obdržela financování z Evropského mechanismu stability nebo Evropského nástroje finanční stability)
- (e) **národního významu** (banka, která je jednou ze tří nejvýznamnějších bank usazených v konkrétní členské zemi EU)

Jednotný soubor pravidel = páteř bankovní unie a regulace finančního sektoru v EU

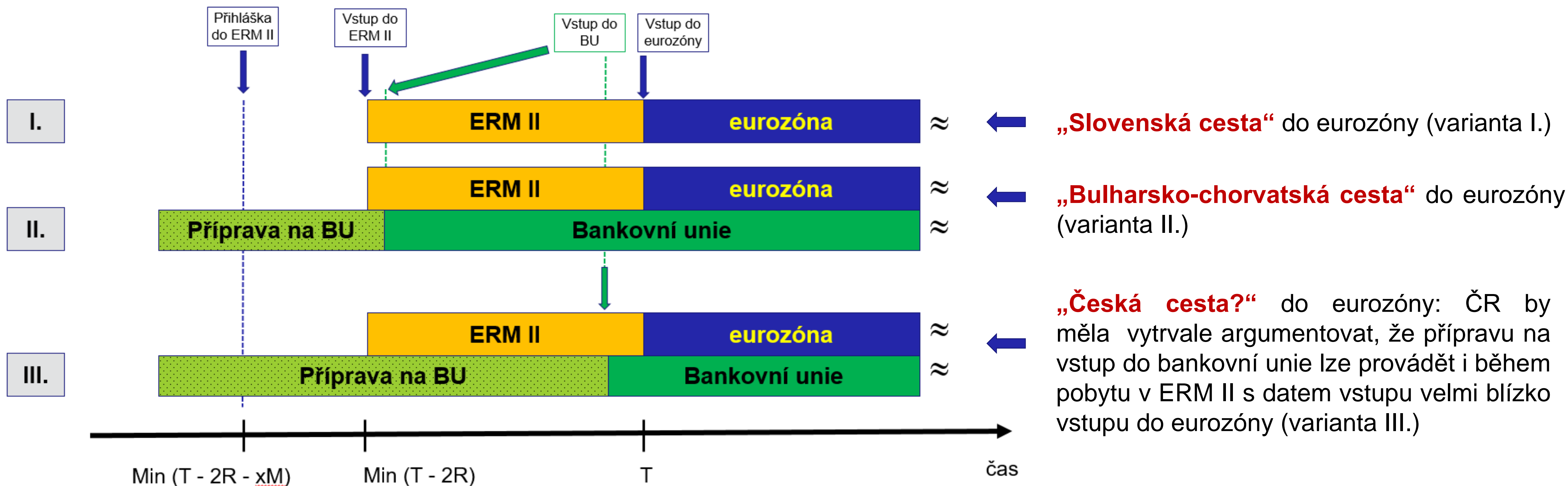
- **Kdo se jím řídí?** Všechny finanční instituce (včetně cca 8 300 bank) v EU, aby byly v celé EU zajištěny rovné podmínky.
- **Jaké jsou jeho hlavní cíle?** Odstranit rozdíly v právních předpisech členských států, zajistit stejnou úroveň ochrany spotřebitelů, zajistit rovné podmínky pro banky v celé EU.
- **Co je jeho náplní?** Stanovení kapitálových požadavků na banky, zajišťuje lepší ochranu vkladatelů, upravuje prevenci a řízení krizových situací bank.

Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie. ALE:

- Bulharsko a Chorvatsko vstoupily do bankovní unie dříve, než vstoupily do eurozóny. Precedent pro současné eurokandidáty? Neměl by být...

ERM II a bankovní unie: načasování vstupu

(Ne)jasná posloupnost kroků a požadavků pro vstup do eurozóny



Pozn.: T – datum vstupu do eurozóny (zafixování národní měny k euru ve stanoveném konverzním poměru), $\text{Min}(T - 2R)$ vyjadřuje minimálně dvouletou účast v ERM II (z minulých zkušeností je skoro jisté, že tato doba je v realitě delší než 2 roky), $\text{Min}(T - 2R - xM)$ vyjadřuje dobu před vstupem do ERM II, kdy bude zaslána přihláška do tohoto kurzového mechanismu. Doba mezi podáním přihlášky a samotným vstupem do ERM II může být relativně krátká, ale také poměrně dlouhá. Závisí to na kondicionalitách, které od evropských institucí a členů ERM II eurokandidát obdrží.

Děkuji za pozornost



prof. Luboš Komárek

Česká národní banka, ředitel odboru vnějších ekonomických vztahů
Univerzita Karlova, FSV, Institut ekonomických studií

Lubos.Komarek@cnb.cz

Brůha, J. – Komárek, L. – Motl, M. (2023): [Měnový kurz jako dílčí indikátor pro \(ne\)přijetí eura](#). Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2023.

Česká národní banka (2023): [Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2023](#).

Česká národní banka a Ministerstvo financí ČR (2023): Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou.

Kábrt, M. – Komárek, L. – Polák, P. – Ryšavá, M. – Netušilová, P. (2024): Dvě desetiletí v Evropské unii: Jaké byly pro země Visegradské čtyřky? Globální ekonomický výhled, ČNB, květen 2024.

Komárek, L. (2024): [Euro a my: ERM II – malý předpokoj, či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?](#) čnBlog, 3. 4. 2024.

Komárek, L. a kol. (2005): Kurzové aspekty v procesu přistoupení České republiky k eurozóně. Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, s. 93.

Evropská komise (2024): [20 důvodů, proč je dobré být v EU](#).

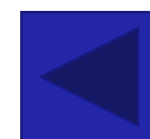
Tungul, L. a kol. (2021): Méně překážek, více odpovědnosti. In: Hurník, J. – Tůma, Z. – Vávra, D. „Mýty kolem eura“.

- **Vstup do eurozóny: příprava právních norem**
- **Maastrichtská kritéria: Česká republika**
- **Rovnovážný měnový kurz CZK/EUR**
- **Měnový kurz jako dílčí indikátor (ne)přijetí eura**
- **Vývoj ratingového ohodnocení zemí V4**

Vstup do eurozóny: příprava právních norem

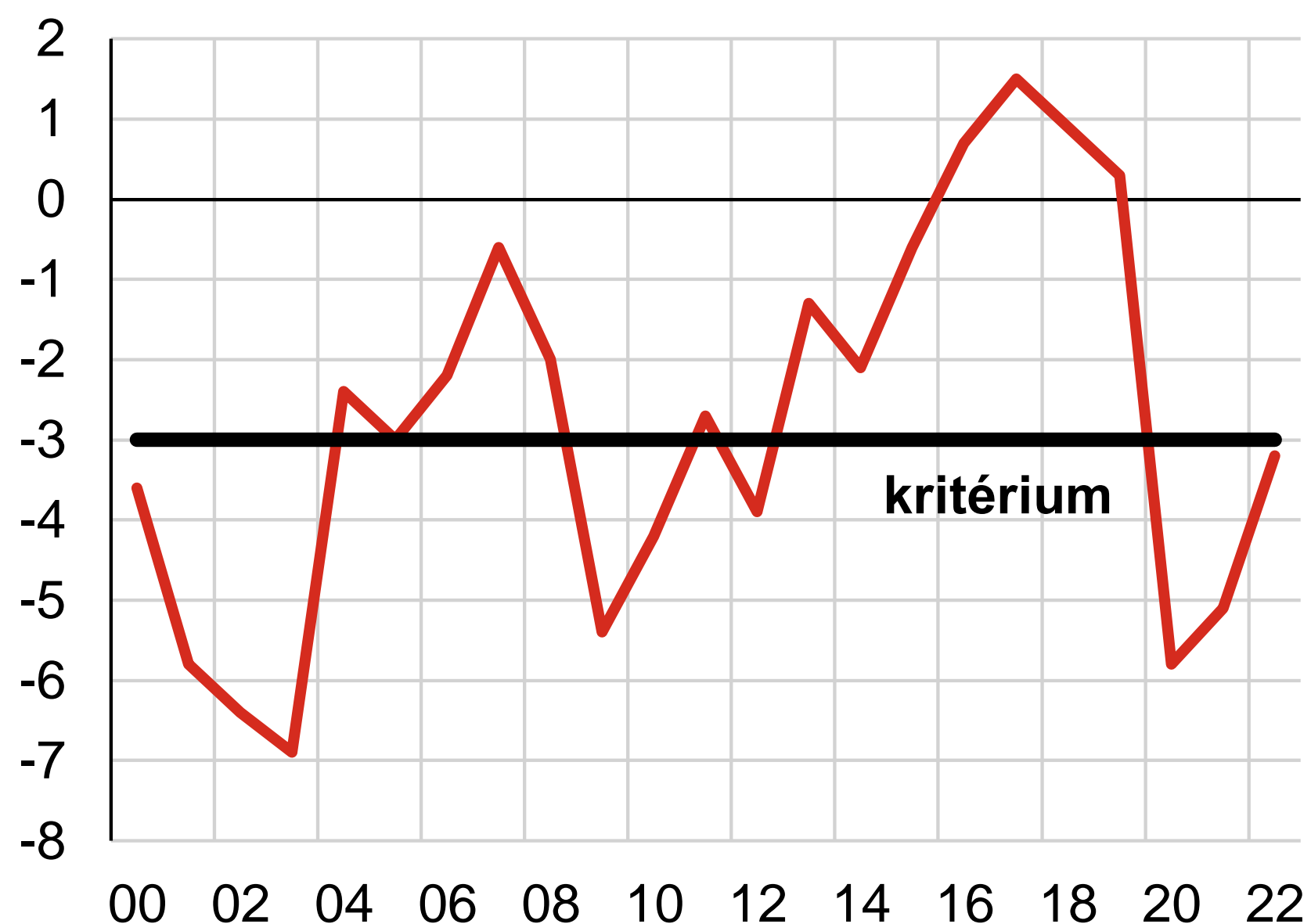
Jaké právní normy je nutné v ČR upravit se vstupem do bankovní unie a zavedením eura? (bez nároků na úplnost)

- **zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance**
- **zákon o úvěrových institucích** (v přípravě, bude-li přijat), který by měl nahradit stávající zákon o bankách
- nicméně přesah úprav spojený s přípravou vstupu do bankovní unie se dotkne řady jiných zákonů, které musí být před oficiálním vstupem do eurozóny změněny, např.:
 - **zákon č. 136/2011 Sb., o oběhu bankovek a mincí**
 - **zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu**
 - **zákon č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech a řešení krize na finančním trhu**
 - **zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru**
 - **zákon č. 277/2013 Sb., o směnářské činnosti**
 - **zákon č. 254/2004 Sb., o omezení plateb v hotovosti**
 - vedle toho bude nutné upravit zákony zmiňované v Konvergenční zprávě ECB, tj. vedle již zmíněného zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, půjde dále o zákon č. 2/1969 Sb., kompetenční zákon, zákon č. 240/2000 Sb., krizový zákon, a zákon č. 241/2000 Sb., o hospodářských opatřeních pro krizové stavy



Maastrichtská kritéria: fiskální (deficit, dluh)

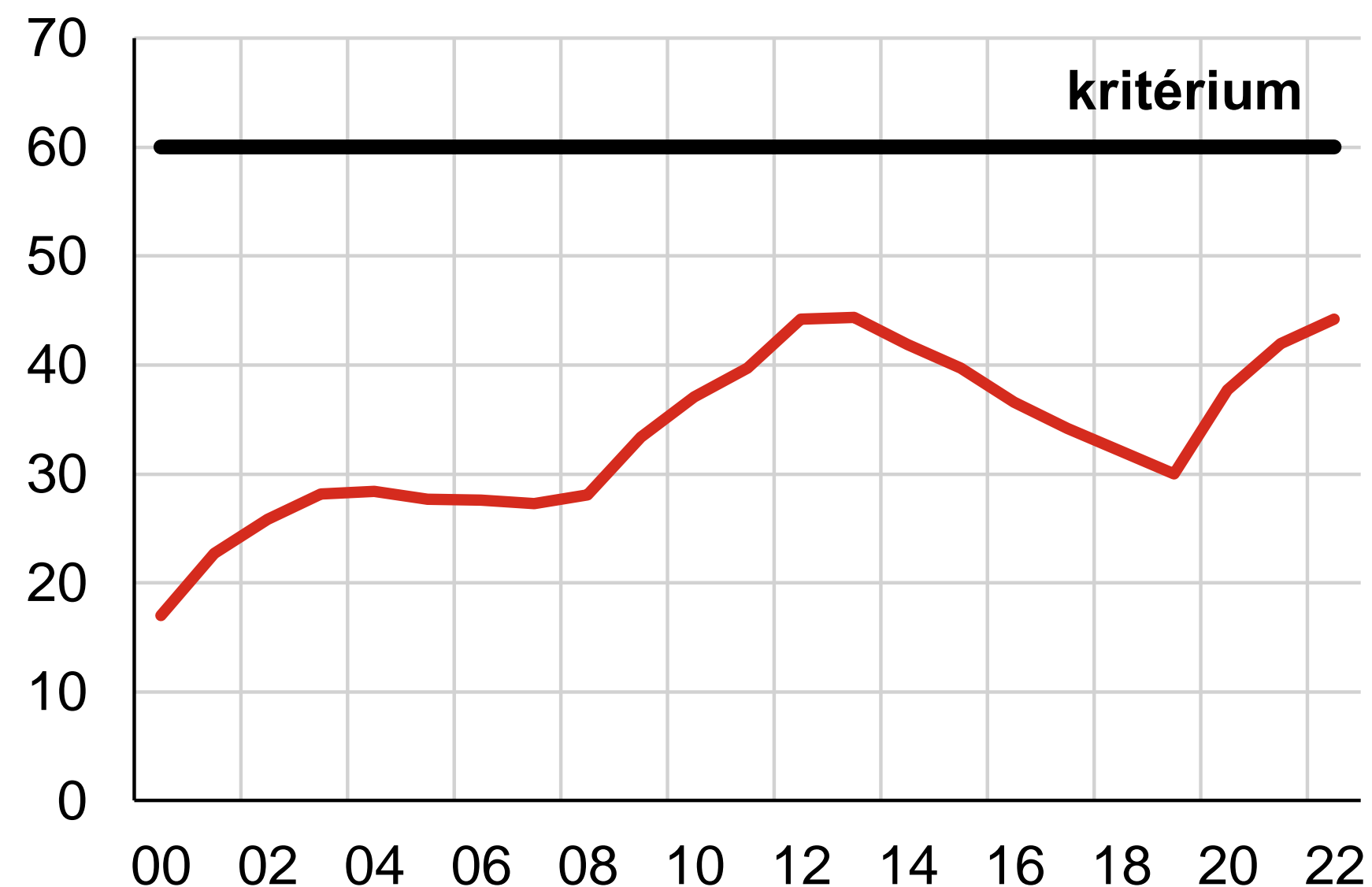
Vývoj salda vládního sektoru v ČR
(% HDP)



Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu deficitu 3 % HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	-2,4	-3,2	-3,6	-2,2

Vývoj vládního dluhu ČR a maastrichtské kritérium
(% HDP)



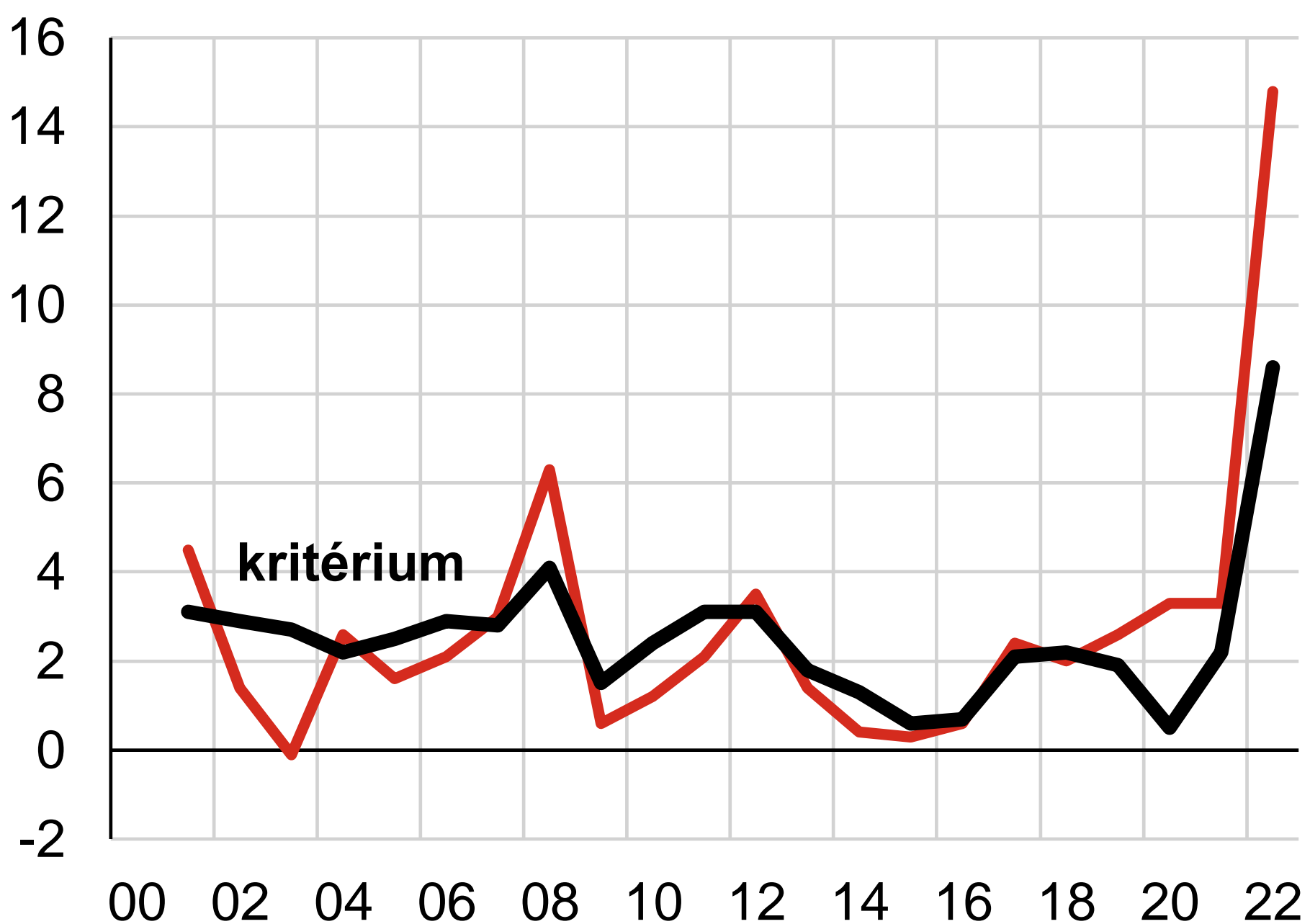
Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu dluhu 60 % HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	28,4	44,2	44,7	45,9

Maastrichtská kritéria: monetární (inflace, sazby)

HICP inflace v ČR a maastrichtské kritérium

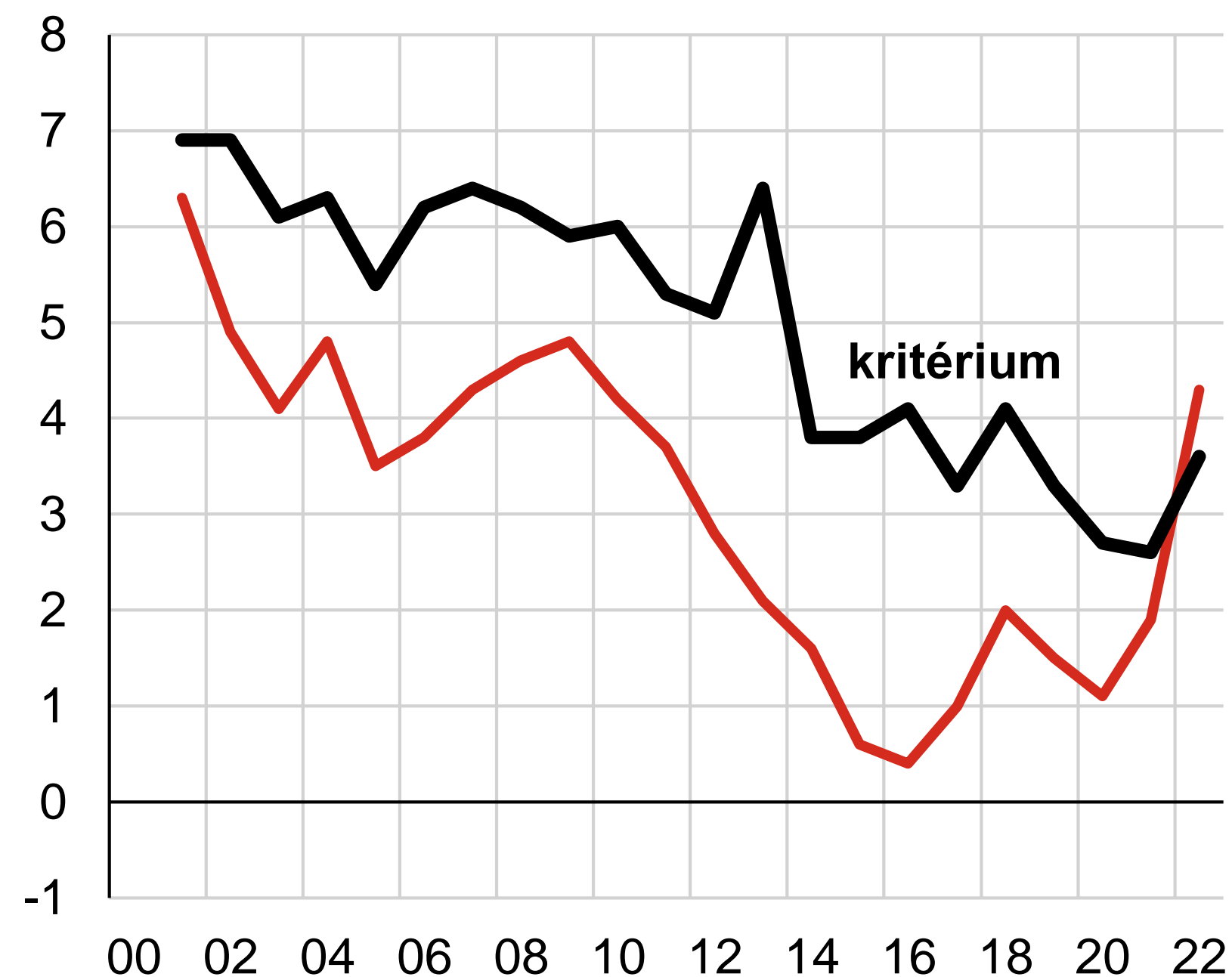
(mzr. v %)



rok	2004	2022	2023	2024
ČR	2,7	14,8	12,1	3,5
kritérium	2,4	8,6	4,6	3,5

Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů ČR

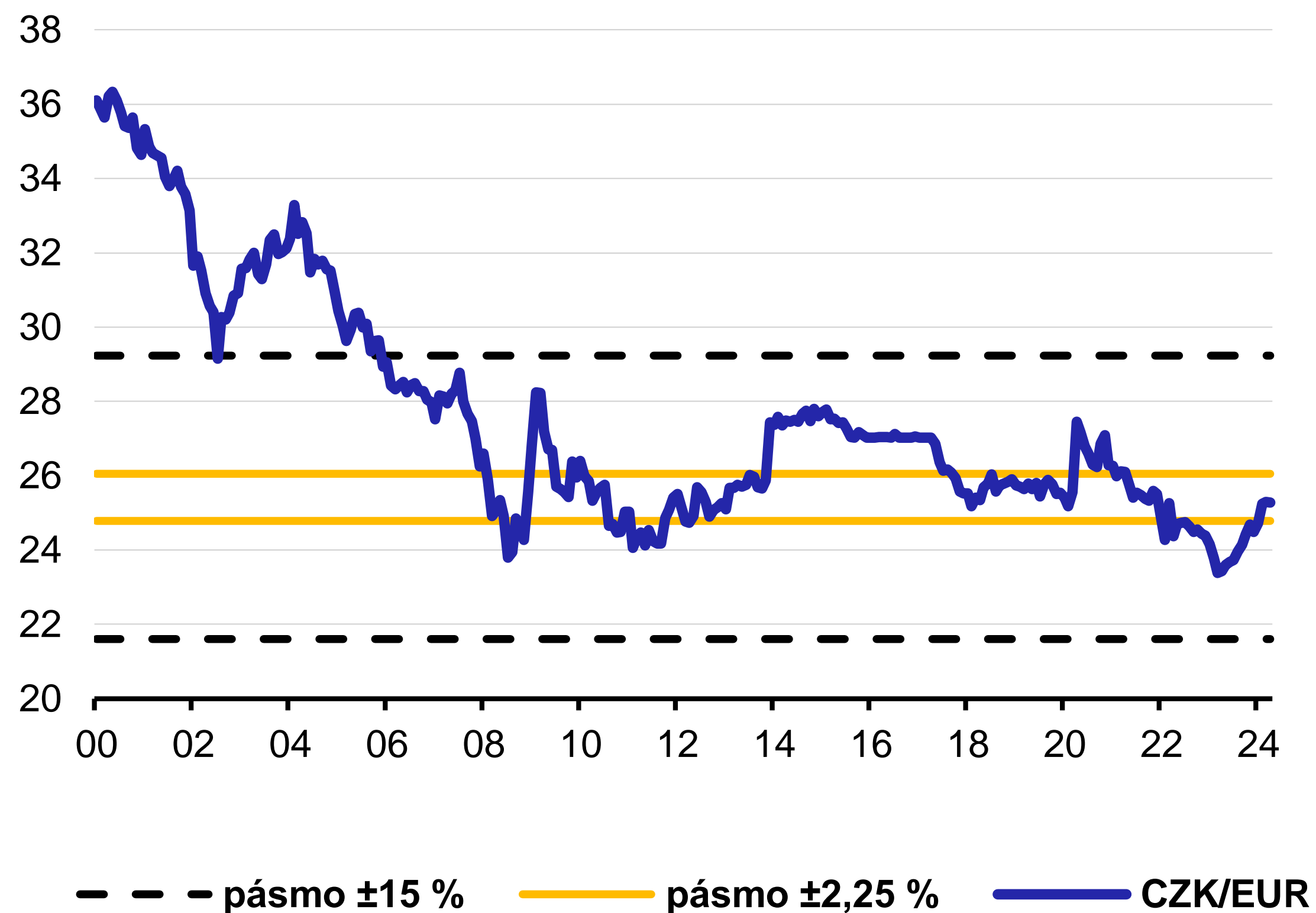
a maastrichtské kritérium (10Y, v %)



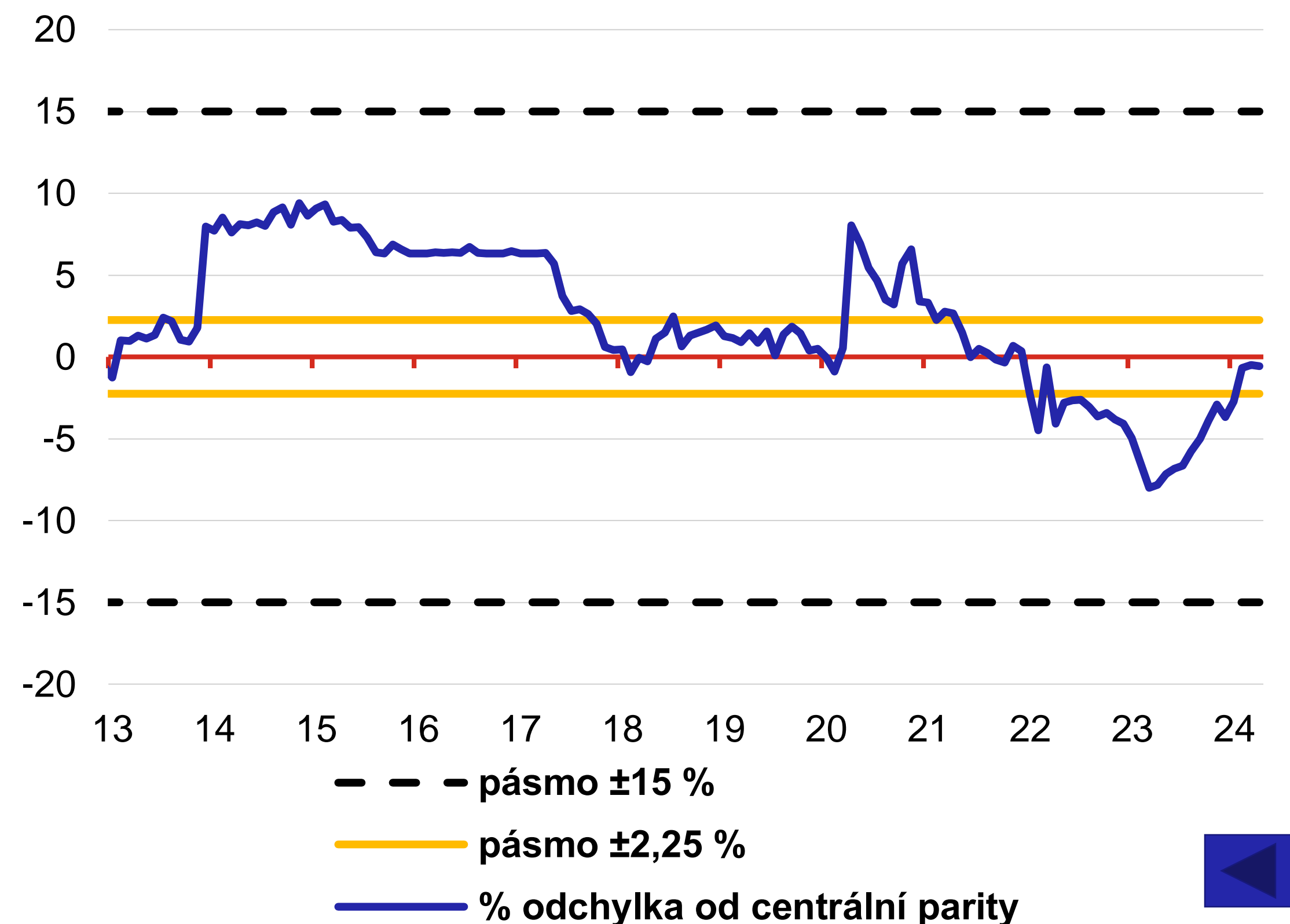
rok	2004	2022	2023	2024
ČR	4,9	4,3	4,4	3,6
kritérium	5,8	3,6	4,7	4,8

Maastrichtská kritéria: monetární (CZK/EUR)

Vývoj kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1. 1. 2020 = 25,414 CZK/EUR)

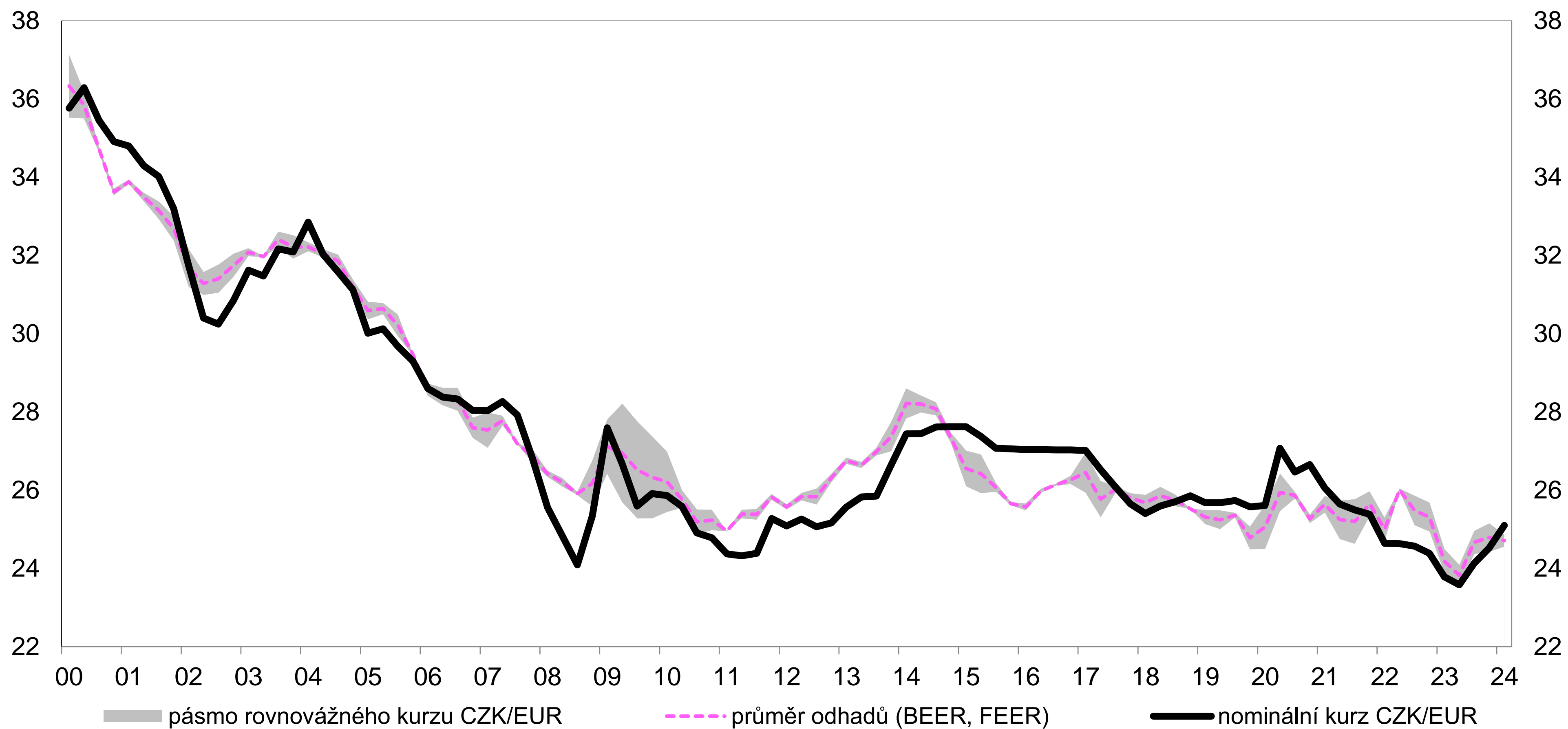


Procentní odchylka kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1. 1. 2020 = 25,414 CZK/EUR)



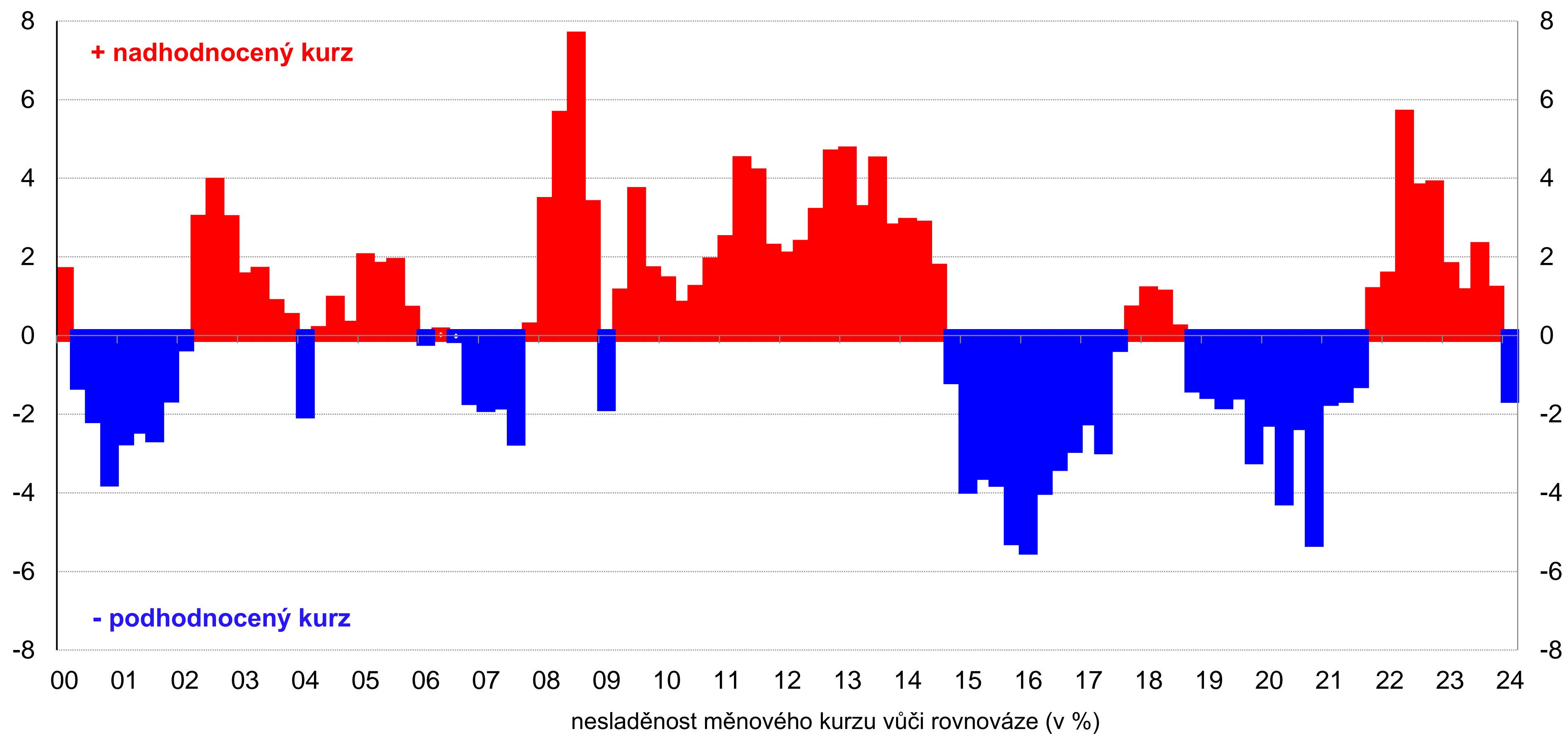
Rovnovážný měnový kurz

Rovnovážný měnový kurz CZK/EUR – model BEER a FEER (CZK/EUR)



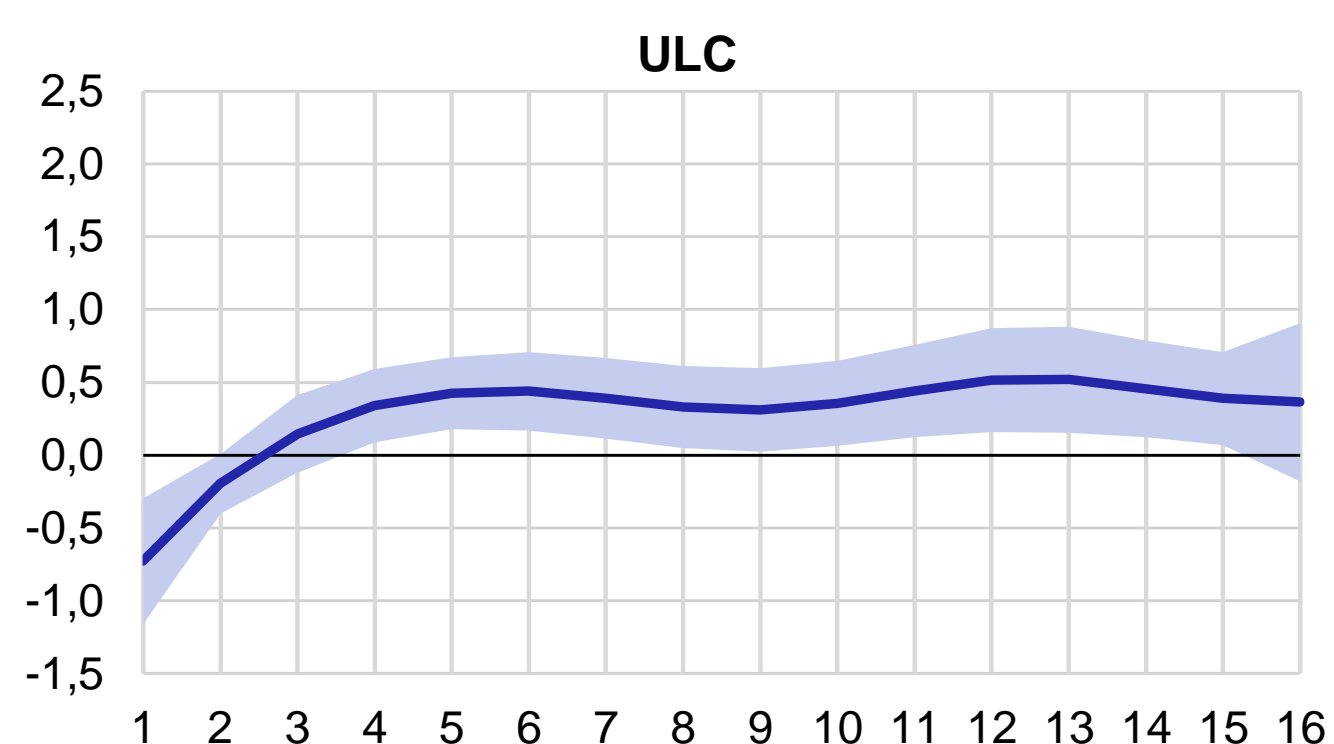
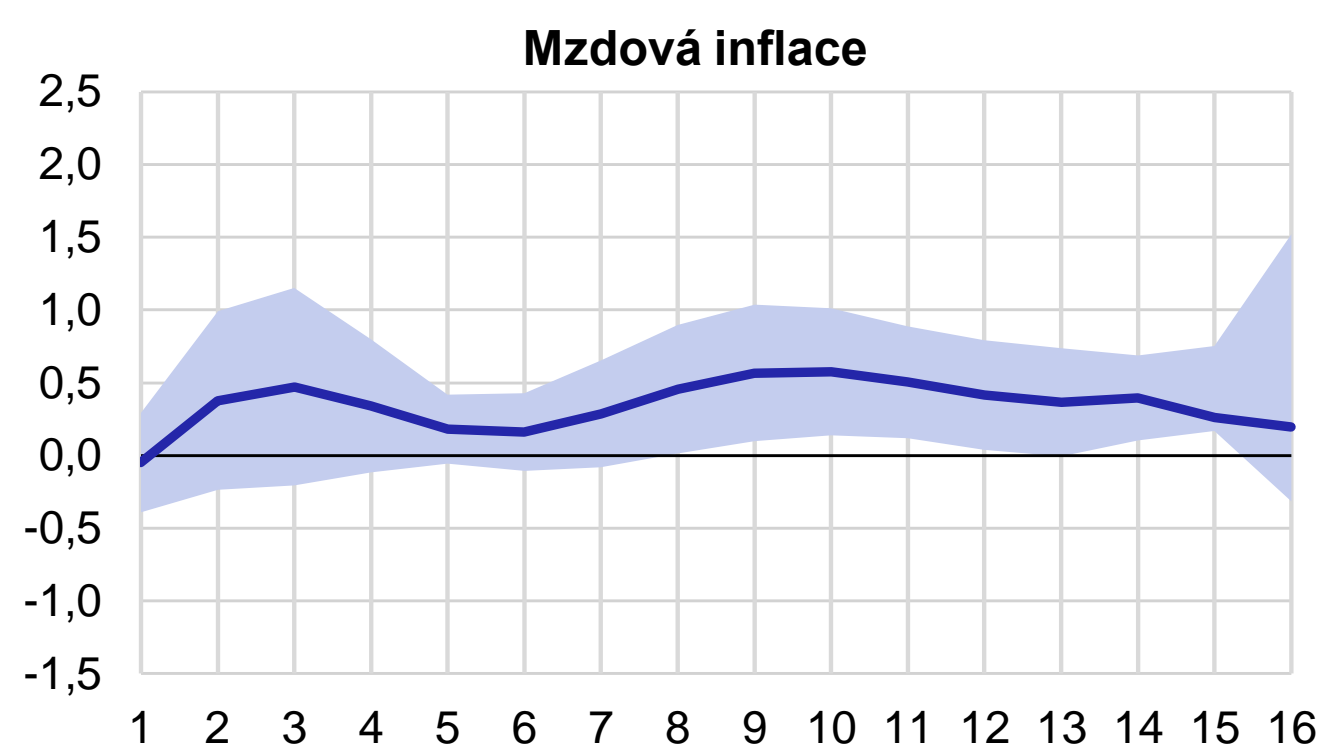
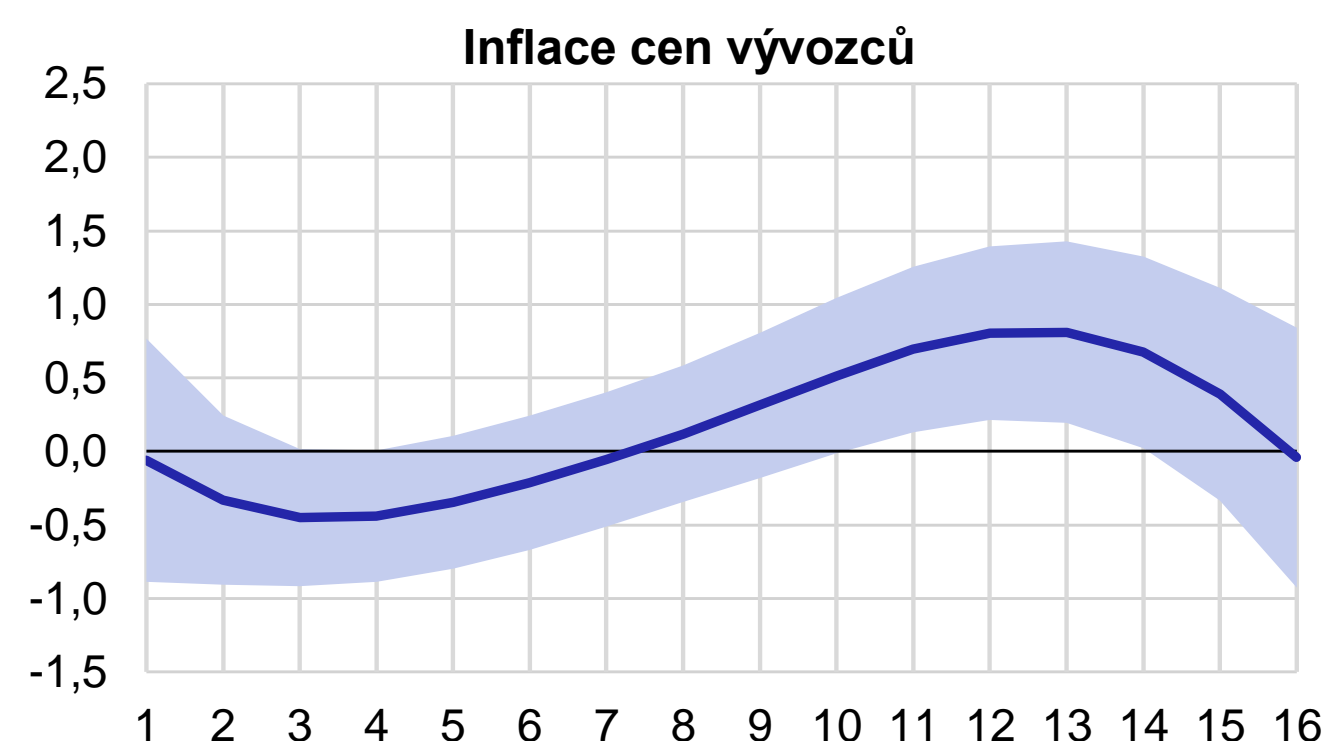
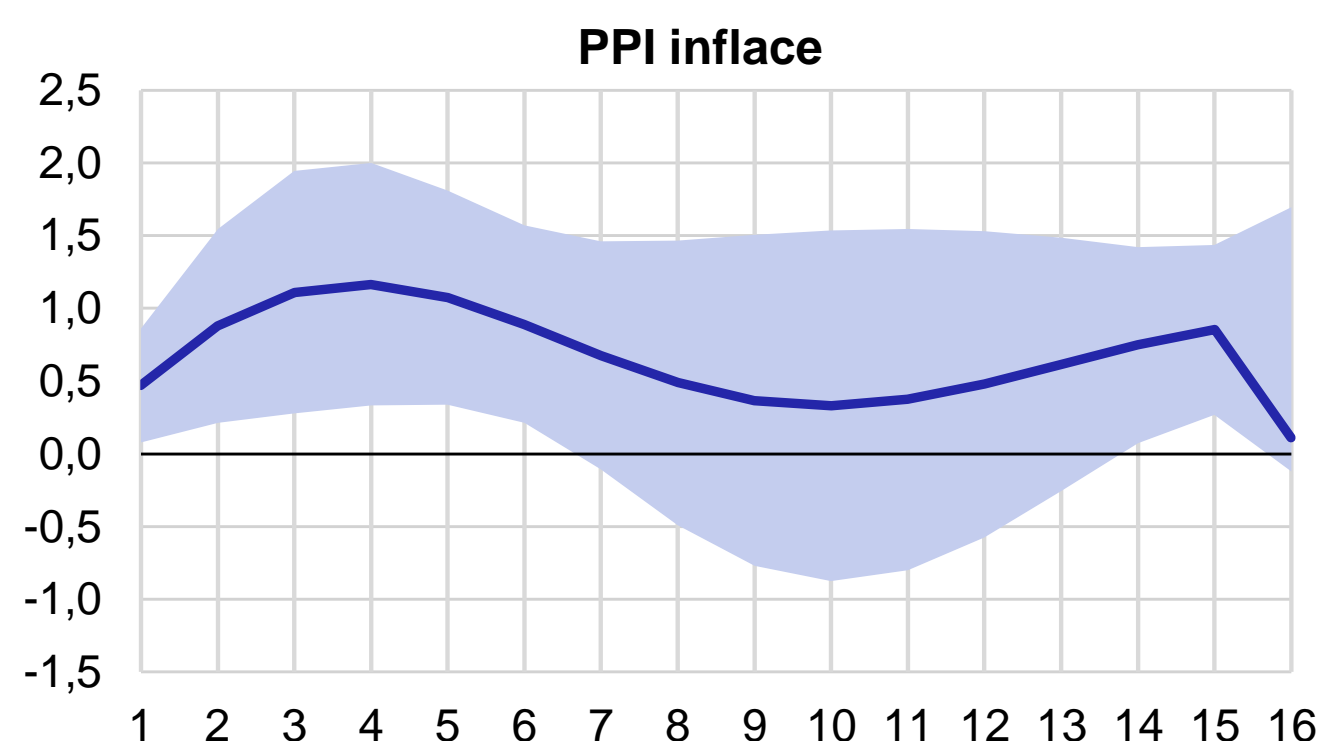
Rovnovážný měnový kurz

Nesladěnost měnového kurzu CZK/EUR – model BEER a FEER (CZK/EUR)



Měnový kurz jako dílčí indikátor (ne)přijetí eura

Impulzní odezvy na depreciační kurzový šok (v p.b.)



V krátkém období (první dvě čtvrtletí) dochází k záporné dynamice ULC, což znamená, že **krátkodobě může depreciační šok přinést úlevu ve formě dočasné konkurenční výhody**. Při realistickém předpokladu, že mzdy jsou více strnulé než ceny, je tento profil impulzní odezvy očekávaný.

Při depreciačním kurzovém šoku dochází v delším období ke statisticky významnému kladnému impulzu do ULC, což znamená, že **oslabení kurzu koruny ceteris paribus dlouhodobě nevede ke konkurenční výhodě**.

Zdroj: Brůha, Komárek a Motl (2023).

Vývoj ratingového ohodnocení zemí V4

Členský stát	Agentura	Rating 2004	Rating 2024
Česká republika	Moody's	A1	Aa3
	S&P	A-	AA-
Polsko	Moody's	A2	A2
	S&P	BBB+	A-
Maďarsko	Moody's	A1	Baa2
	S&P	A-	BBB-
Slovensko	Moody's	A3	A2
	S&P	BBB+	A+