

ANALÝZY STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI
ČESKÉ REPUBLIKY S EUROZÓNOU

2015

Autoři:	Tomáš Adam	D1
	Oxana Babecká Kucharčuková	1.1.4, 1.1.6
	Jan Babecký	1.2.5, Box 2
	Vojtěch Belling	D2
	Soňa Benecká	1.1.5, 1.1.7, Box 1
	Jan Brůha	C, 2.2.5
	Kamil Galuščák	Box 2
	Tomáš Holub	A, B, 1.1.1
	Eva Hromádková	1.1.2, 2.1.3
	Luboš Komárek	D1, 1.2.5
	Zlatoše Komárková	1.2.5
	Kamila Kulhavá	A, B
	Petr Král	A, B
	Ivana Kubicová	1.2.2, 1.2.3
	Filip Novotný	1.1.8
	Lucie Matějková	A, B
	Renata Pašaličová	1.2.6
	Lukáš Pfeifer	1.2.1, 2.4
	Marek Rusnák	1.2.1, 2.4
	Luboš Růžička	2.2.1, 2.2.3, 2.2.4
	Branislav Saxa	1.2.4
	Pavel Soukup	2.1.1, 2.1.2, 2.1.3
	Radek Šnobl	1.1.3, 2.2.1, 2.2.3, 2.3.1, 2.3.2
	Jan Šolc	1.1.3, 2.2.2
	Martin Vojta	D2
	Mário Vozár	2.2.4
Editorky:	Kamila Kulhavá	
	Lucie Matějková	

A	ÚVOD	6
B	SHRNUTÍ	7
C	TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ	15
D	EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY	19
1	ANALÝZA EKONOMICKÉ SOUDRŽNOSTI EUROZÓNY	19
1.1	Konvergence reálných a nominálních veličin	19
	Box 1: Strukturální sladěnost zemí eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy	23
1.2	Fiskální situace zemí eurozóny	25
2	HOSPODÁŘSKOPOLITICKÝ A INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EVROPSKÉ UNII A V EUROZÓNĚ	26
E	VÝSLEDKY ANALÝZ	32
1	CYKLIČKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST	32
1.1	Přímé ukazatele sladěnosti	32
1.1.1	Reálná ekonomická konvergence	32
1.1.2	Korelace ekonomické aktivity	36
1.1.3	Korelace cyklické složky nezaměstnanosti	40
1.1.4	Strukturální podobnost ekonomik	43
1.1.5	Konvergence úrokových sazeb	44
1.1.6	Sladěnost vývoje měnových kurzů	46
1.1.7	Analýza volatility kurzu	48
1.1.8	Propojení ekonomiky s eurozónou	49
1.2	Podobnost transmise měnové politiky	53
1.2.1	Finanční systém	53
1.2.2	Struktura finančních aktiv a pasiv podniků a domácností	55
1.2.3	Vliv měnové politiky na klientské úrokové sazby	62
1.2.4	Inflační perzistence	67
1.2.5	Sladěnost vývoje na finančních trzích	68
1.2.6	Spontánní euroizace	73
2	PŘÍZPŮSOVACÍ MECHANISMY	76
2.1	Fiskální politika	76
2.1.1	Stabilizační funkce veřejných rozpočtů	76
2.1.2	Deficit a dluh vládního sektoru a prostor pro stabilizační fiskální politiku	78
2.1.3	Dlouhodobá udržitelnost vývoje vládních financí	82
2.2	Pružnost trhu práce	83
2.2.1	Nezaměstnanost a vnitřní pružnost trhu práce	83
	Box 2: Přízpůsobení v oblasti zaměstnanosti: Evidence z dotazníkového šetření podniků	87
2.2.2	Odhad strukturální nezaměstnanosti pomocí NAIRU	88
2.2.3	Mezinárodní mobilita pracovní síly	89
2.2.4	Institucionální prostředí	90
2.2.5	Míra přízpůsobení růstu reálných mezd ekonomickému cyklu	96
2.3	Pružnost trhu zboží a služeb	97
2.3.1	Administrativní překážky v podnikání	97
2.3.2	Daňové zatížení podniků	100
2.4	Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky	101
3	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ ANALÝZ	105
F	METODICKÁ ČÁST	111
G	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	129

Tabulka 1: HDP na hlavu v paritě kupní síly	33
Tabulka 2: Průměrná cenová hladina HDP	33
Tabulka 3: Reálný kurz vůči euru.....	34
Tabulka 4: Tříměsíční ex post reálné úrokové sazby.....	35
Tabulka 5: Korelační koeficienty ekonomické aktivity	38
Tabulka 6: Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny	39
Tabulka 7: Korelace mezery nezaměstnanosti	42
Tabulka 8: Konkordance mezery nezaměstnanosti	42
Tabulka 9: Grubelův-Lloydův index podle stupňů agregace	52
Tabulka 10: Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP	52
Tabulka 11: Poměr stavu přímých investic do eurozóny k HDP	53
Tabulka 12: Korelace změn sazeb úvěrů nefinančním podnikům (fixace do 1 roku) se změnami tříměsíčních tržních sazeb.....	64
Tabulka 13: Korelace změn sazeb úvěrů na bydlení se změnami tržních sazeb	67
Tabulka 14: Odhady perzistence inflace.....	68
Tabulka 15: Vývoj hodnot parametru beta	69
Tabulka 16: Saldo vládního sektoru, odhad Evropské komise	79
Tabulka 17: Vývoj podílu mandatorních výdajů státního rozpočtu	80
Tabulka 18: Poměr veřejných příjmů a výdajů k HDP v roce 2014	80
Tabulka 19: Dluh sektoru vládních institucí, odhad Evropské komise.....	81
Tabulka 20: Dluhová služba, odhad Evropské komise.....	81
Tabulka 21: Vládní výdaje související se stárnutím populace	82
Tabulka 22: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti	83
Tabulka 23: Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let.....	85
Tabulka 24: Variační koeficient míry nezaměstnanosti.....	86
Tabulka 25: Objem vnitřního stěhování	86
Tabulka 26: Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci.....	90
Tabulka 27: Minimální mzda	91
Tabulka 28: Poměr minimální mzdy a hrubé měsíční mzdy ve vybraných profesích	91
Tabulka 29: Index ochrany zaměstnanosti (EPL) ^{a)}	92
Tabulka 30: Celkové zdanění práce.....	93
Tabulka 31: Čisté nahrazovací poměry	95
Tabulka 32: Korelace cyklických složek výstupu, mezd a nezaměstnanosti	97
Tabulka 33: Podmínky pro zakládání a uzavírání podniků	98
Tabulka 34: Nejvyšší statutární daňová sazba z příjmu korporací	101
Tabulka 35: Implicitní míra zdanění příjmu korporací	101
Tabulka 36: Úvěry v selhání.....	103
Tabulka B1: Změny nákladů práce.....	87
Tabulka B2: Překážky při přijímání zaměstnanců se stálou smlouvou na dobu neurčitou.....	88

Graf 1: Reálný HDP na obyvatele v zemích eurozóny	20
Graf 2: Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny	20
Graf 3: Růst reálného HDP zemí eurozóny a jeho srovnání se zeměmi EU mimo eurozónu	21
Graf 4: Nezaměstnanost v zemích eurozóny	21
Graf 5: Dlouhodobé úrokové sazby v zemích eurozóny	22
Graf 6: Inflace v zemích eurozóny	22
Graf 7: Dlouhodobé nominální úrokové sazby a inflace v zemích eurozóny.....	23
Graf 8: Shrnutí základních makroekonomických ukazatelů v zemích eurozóny.....	23
Graf 9: Nedodržování fiskálních kritérií.....	26
Graf 10: Fiskální situace zemí eurozóny	26
Graf 11: Průměrná roční mzda v roce 2014.....	36
Graf 12: Meziroční změny reálného HDP a indexu průmyslové produkce	37
Graf 13: Klouzavé korelace ekonomické aktivity	39
Graf 14: Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou	40
Graf 15: Vývoj mezer nezaměstnanosti	41
Graf 16: Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně	43
Graf 17: Podíly ekonomických odvětví na HDP v roce 2014	44
Graf 18: Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči eurozóně	45
Graf 19: Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu	46
Graf 20: Korelační koeficienty měnových kurzů k americkému dolaru.....	47
Graf 21: Historická volatilita měnových kurzů k euru	48
Graf 22: Implikovaná volatilita měnových kurzů k euru	49
Graf 23: Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu	50
Graf 24: Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu.....	50
Graf 25: Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou	51
Graf 26: Hloubka finančního zprostředkování	54
Graf 27: Zadlužení soukromého sektoru	55
Graf 28: Struktura finanční rozvahy a čistá finanční aktiva nefinančních podniků	56
Graf 29: Příspěvky jednotlivých forem financování k vývoji celkových závazků	57
Graf 30: Dluh nefinančních podniků k jejich vlastnímu jmění.....	58
Graf 31: Složky poměrového ukazatele dluhu k vlastnímu jmění.....	58
Graf 32: Struktura finanční rozvahy a čistá finanční aktiva domácností.....	59
Graf 33: Meziroční růst úvěrů domácnostem	60
Graf 34: Struktura portfolia domácností	60
Graf 35: Příspěvky jednotlivých nástrojů finančních aktiv k vývoji celkových aktiv	62
Graf 36: Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb	63
Graf 37: Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a měnověpolitických úrokových sazeb	65
Graf 38: Struktura nově poskytnutých úvěrů domácnostem na bydlení dle fixací úrokových sazeb.....	66
Graf 39: Vývoj hodnot parametru sigma.....	70
Graf 40: Vývoj hodnot parametru gama	72
Graf 41: Úvěry a jednodenní vklady nefinančních podniků v cizí měně	74
Graf 42: Úvěry a jednodenní vklady v cizí měně domácností	75
Graf 43: Saldo vládního sektoru a jeho cyklická a strukturální část	77
Graf 44: Beveridgeova křivka.....	84
Graf 45: Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance.....	85
Graf 46: Vývoj NAIRU	89
Graf 47: Složky zdanění práce v roce 2014	93
Graf 48: Implicitní míra zdanění práce	94

Graf 49: Změna příjmu domácností podle typu domácnosti a celkového příjmu na ekonomicky aktivního člena.....	96
Graf 50: Global Competitiveness Index – hodnocení podle pilířů a jejich skupin.....	99
Graf 51: Global Competitiveness Index – hodnocení trhu práce.....	100
Graf 52: Rentabilita kapitálu (RoE).....	102
Graf 53: Rentabilita aktiv (RoA).....	102
Graf 54: Celkový kapitálový poměr.....	103
Graf 55: Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům ve vybraných zemích EU.....	104
Graf 56: Čistá externí pozice bankovních sektorů.....	104
Graf B1: Dendrogramy – odvětvová struktura.....	24
Graf B2: Strukturální ukazatele v roce 2007.....	25

A ÚVOD

Česká republika se od data vstupu do Evropské unie automaticky účastní i hospodářské a měnové unie, přičemž získala statut členské země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura. Není tedy zatím členem eurozóny, nicméně přijala závazek do ní v budoucnu vstoupit a zavést společnou měnu. Bilance výhod a nákladů spojených se zavedením eura bude záviset na vyřešení aktuálních problémů v eurozóně a posléze na schopnosti české ekonomiky fungovat bez nezávislé měnové politiky. Tato schopnost bude ovlivněna podobností hospodářského vývoje české ekonomiky s vývojem v eurozóně, neboť stupeň jejich sladění bude spoluurčovat vhodnost nastavení společných měnových podmínek v eurozóně pro aktuální situaci v České republice. Důležitým faktorem bude zároveň její schopnost rychlého přizpůsobení asymetrickým ekonomickým šokům.

Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2015 jsou zpracovány v souladu s Aktualizovanou strategií přistoupení České republiky k eurozóně z roku 2007. Hodnotí současný stav ekonomické sladění z hlediska dlouhodobých ekonomických trendů, střednědobého vývoje ekonomické aktivity, strukturální podobnosti české ekonomiky s ekonomikou eurozóny a schopnosti ekonomiky tlumit asymetrické šoky a pružně se jim přizpůsobovat.

Obsah tohoto souboru analýz navazuje na stejnojmenné dokumenty České národní banky z předchozích let. Podobně jako v předchozích letech i letos dokument obsahuje také kapitola věnovanou ekonomické sladění zemí eurozóny, stavu jejich veřejných financí a změnám institucionálního nastavení, k nimž průběžně dochází v reakci na nové události v Evropské unii. Změny hospodářskopolitického uspořádání eurozóny mění náhled na ekonomické přínosy a náklady plynoucí z přijetí společné měny, které se tak mohou s postupem času pro přistoupivší země měnit. Z pohledu budoucího přistoupení k eurozóně je rovněž nutné sledovat využití a případné dopady netradičních nástrojů používaných Evropskou centrální bankou.

Samotné analýzy hodnocení ekonomické připravenosti České republiky na přijetí eura jsou rozděleny do dvou základních skupin podle typu otázky, na kterou nabízejí odpověď. Část „Cyklická a strukturální sladění“ se zabývá hodnocením rozdílů v ekonomickém vývoji v České republice vůči eurozóně a tedy i rizika, že jednotná měnová politika by byla pro českou ekonomiku výrazně suboptimální. Část „Přizpůsobovací mechanismy“ odpovídá na otázku, do jaké míry je česká ekonomika schopna tlumit dopady případných asymetrických šoků prostřednictvím vlastních přizpůsobovacích mechanismů.

Účelem analýz je zhodnotit vývoj jednotlivých ukazatelů sladění v čase a ve srovnání s vybranými zeměmi. Srovnávané země jsou buď již nyní členy eurozóny (Německo, Portugalsko, Rakousko, Slovensko a Slovinsko), nebo by se jejími členy měly stát v budoucnu (Maďarsko, Polsko).¹ U všech analýz byla snaha provést srovnání se všemi takto zvolenými zeměmi. V některých případech to však nebylo možné z důvodu nedostatku statistických údajů. Hodnoty ukazatelů pro eurozónu jsou definovány na úrovni EA19.²

¹ Výběr srovnávaných zemí eurozóny zahrnuje jednak země srovnatelné z hlediska ekonomické úrovně, jednak země, se kterými je česká ekonomika obchodně propojena. 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 srovnání s celkovými či průměrnými hodnotami ekonomických ukazatelů za eurozónu je však nutno brát v úvahu velkou váhu Německa při výpočtu těchto hodnot.

² Skupina EA19 zahrnuje členské země eurozóny, kterými jsou Belgie, Estonsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Kypr, Litva, Lotyšsko, Lucembursko, Malta, Německo, Nizozemí, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Slovensko, Slovinsko a Španělsko. Pouze ve výjimečných případech v důsledku nedostupnosti dat analýza nezahrnuje všechny země EA19. Souhrnně je eurozóna v tabulkách a grafech označena zkratkou EA, není-li vyznačeno v poznámce jinak, jedná se o EA19.

B SHRNUTÍ

Budoucí přistoupení České republiky k eurozóně plyne ze závazků spojených s členstvím v Evropské unii. Přijetí společné evropské měny by mělo vést k odstranění kurzového rizika ve vztahu k eurozóně a v návaznosti na to ke snížení nákladů zahraničního obchodu a investic. Tím by mělo dále zvýšit přínosy, které pro Českou republiku vyplývají z jejího intenzivního zapojení do mezinárodních ekonomických vztahů. Vedle zmíněných přínosů však z přijetí eura současně vyplynou náklady a rizika z důvodu ztráty nezávislé měnové politiky a pružnosti měnového kurzu vůči hlavním obchodním partnerům. Přínosy i náklady pramení z přijetí eura přitom budou dány situací jak na straně české ekonomiky, tak i na straně ekonomiky eurozóny a jejího institucionálního nastavení. Tyto faktory ovlivní, zda přijetí eura Českou republikou povede ke zvýšení ekonomické stability a výkonnosti země.

Nedávný vývoj v **eurozóně** přitom nadále poukazuje na nesladěnost v rámci samotné měnové unie a na pokračující divergenci mezi zeměmi tzv. jižního křídla a jádrovými zeměmi eurozóny. Tento vývoj také vede ke změnám institucionálního nastavení eurozóny, které mají vliv na přínosy a náklady přijetí eura. Tyto institucionální změny proběhly částečně i pro země mimo eurozónu (úpravy Paktu stability a růstu, zavedení Evropského semestru, procedura nadměrné makroekonomické nerovnováhy). Vůči zemím Evropské unie, které dosud euro nepřijaly, se přitom v posledních letech eurozóna v některých ohledech vyčleňuje jako jednotný blok.

Na **problémy ve fungování eurozóny** upozorňuje v posledních letech i sílící proud akademické literatury. Zejména se ukazuje, že hypotéza endogenity optimální měnové zóny se v případě eurozóny spíše nepotvrzuje. Naopak vlivem fixace měnového kurzu, skokového snížení úrokových sazeb v periferních částech eurozóny a absence fiskální integrace došlo v eurozóně k systematické akumulaci významných nerovnováh. Pro země s nižší konkurenceschopností bez možnosti oslabení kurzu se současná společná měnová politika zdá být příliš restriktivní, zatímco pro země s vysokou konkurenceschopností a rostoucími cenami aktiv, zejm. nemovitostí, mohou být společné měnové podmínky do budoucna příliš uvolněné. Tyto faktory se v kombinaci s dalšími efekty projeví v nárůstu nesladěnosti v celé řadě ukazatelů, například dlouhodobých úrokových sazeb, nezaměstnanosti a částečně i růstu HDP. Přestože se v poslední době situace v eurozóně zlepšila, stále nelze hovořit o definitivním překonání ekonomické a dluhové krize, přičemž velmi komplikovaný a nejistý byl v posledním roce zejména vývoj v Řecku.

Na straně **českého hospodářství** budou z hlediska přínosů a nákladů přijetí eura klíčové dvě oblasti: podobnost ekonomického vývoje a struktury hospodářství České republiky s eurozónou; a pružnost české ekonomiky a její schopnost vstřebávat po přijetí eura případné asymetrické šoky. Předmětem analýz v tomto dokumentu je proto hodnocení podobnosti dlouhodobých ekonomických trendů, střednědobého vývoje ekonomické aktivity a ekonomické struktury s eurozónou včetně podobnosti fungování transmise měnové politiky, stejně jako schopnosti přizpůsobení pomocí autonomní fiskální politiky, flexibilního trhu práce a trhu zboží a služeb. Z hlediska připravenosti České republiky na přijetí eura lze charakteristiky českého hospodářství (stejně jako v minulých letech) rozdělit na čtyři skupiny.

První skupinu tvoří **ekonomické ukazatele hovořící dlouhodobě pro přijetí eura**, mezi které patří vysoká míra otevřenosti české ekonomiky a velká obchodní i vlastnická provázanost s eurozónou. Tyto faktory vytvářejí předpoklady pro existenci přínosů zavedení eura, jakými jsou například snížení transakčních nákladů a odstranění kurzového rizika. Silná obchodní provázanost s eurozónou přispívá rovněž ke sladění hospodářského cyklu s eurozónou. Příznivým faktorem je dlouhodobě podobný vývoj inflace, nominálních úrokových sazeb a měnového kurzu s eurozónou. Překážkou pro vstup do eurozóny není ani český bankovní sektor, který je stabilní a odolný vůči ekonomickým šokům, a který zajišťuje transmissi měnové politiky do ekonomického vývoje nelišící se zásadním způsobem od eurozóny.

Druhá skupina zahrnuje **oblasti, ve kterých byl vývoj narušen vlivem krize, ale v posledních letech v nich došlo k opětovnému zlepšení**. K nim patří reálná ekonomická konvergence České republiky k eurozóně, která se během krize zastavila, avšak v posledních dvou letech se opět obnovuje. V loňském roce tak ukazatel HDP na obyvatele při přepočtu pomocí parity kupní síly ve srovnání s průměrem eurozóny poprvé překonal předkrizovou hodnotu. Prostor pro dlouhodobou ekonomickou konvergenci však zůstává stále značný. Spadá sem také postupná stabilizace finančních trhů a obnovení jejich sladění s eurozónou. Do této skupiny lze zařadit i fiskální politiku, kde v období 2010–2013 došlo k výraznému snížení strukturálního deficitu sektoru vládních institucí. Aby však mohla fiskální politika účinně plnit roli stabilizačního faktoru v případě ztráty samostatné měnové politiky, je nutné udržitelné dosažení střednědobého rozpočtového cíle.

Třetí skupinu tvoří **oblasti, kde byl pozitivní vývoj narušen globální krizí, přičemž k návratu na konvergenční trajektorii doposud nedošlo**. Sem patří dlouhodobá konvergence cenové hladiny, jejíž předchozí přibližování k eurozóně se zastavilo v roce 2008. Očekávané obnovení postupného konvergenčního trendu do budoucna, by po přijetí eura vedlo k vyšší inflaci v porovnání s jádrem měnové unie, a tedy dlouhodobě nízkým či dokonce záporným reálným úrokovým sazbám. To by mohlo v obdobích ekonomického růstu vést k posílení rizik vzniku makrofinančních nerovnováh.

Čtvrtá skupina obsahuje **oblasti vykazující dlouhodobé problémy či nesoulad, u nichž navíc nedochází k významnému zlepšení**. Do této skupiny spadá zejména stárnutí populace, které je rizikem pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí a jejich stabilizační funkci. Trh práce funguje v kontextu Evropské unie srovnatelně s jinými členskými zeměmi, nicméně mezi jeho slabá místa patří nadále relativně vysoké implicitní zdanění práce či poměrně nízká mobilita pracovní síly. Lze zde vidět i známky zlepšení pružnosti, a to hlavně ve formě zvýšení počtu zaměstnanců využívajících zkrácených pracovních úvazků, které však zůstává oproti ostatním státům Evropské unie nízké. Pružnost českého trhu zboží a služeb se mírně zlepšila, stále ji však brzdí některé administrativní překážky, zejména při zakládání podniků. Významné rozdíly vůči eurozóně přetrvávají ve struktuře českého hospodářství, která se vyznačuje vysokým podílem průmyslu a naopak nízkým podílem služeb. Odlišnosti zůstávají také ve finančním sektoru a struktuře finančních aktiv. Tyto faktory mohou být zdrojem asymetrických šoků a vést k rozdílnému působení společné měnové politiky.

Shrnutí vývoje v jednotlivých analyzovaných oblastech přináší následující text. Část D se pak blíže věnuje ekonomické konvergenci zemí v rámci eurozóny, dluhovým problémům a změnám v institucionálním nastavení hospodářské a měnové unie. Podrobné výsledky analýz vývoje v České republice jsou prezentovány v části E.

Situace v eurozóně

Ekonomická sladění zemí eurozóny je základním předpokladem pro hladké fungování měnové unie. Vývoj v posledních letech přitom poukazuje na přetrvávající nesoulad v ekonomickém výkonu jednotlivých zemí, přičemž je navíc zřejmé, že země Evropské unie bez eura překonaly krizi lépe než členové eurozóny. K nejvyššímu nárůstu rozdílů v dynamice HDP zemí eurozóny přitom došlo v letech 2008–2009 a poté znovu na přelomu let 2012 a 2013, kdy byly ekonomiky zasaženy recesí v různém období a v různé míře. Od roku 2013 rozdíl v tempech růstu HDP mírně klesá, což je mj. dáno nižší dynamikou dříve rychle rostoucích ekonomik. Nesoulad mezi zeměmi eurozóny se projevuje také na trhu práce, kde došlo v důsledku dluhové krize od roku 2009 ke skokovému nárůstu rozdílů v mírách nezaměstnanosti. Přestože se tyto rozdíly od poloviny roku 2013 s oživením ekonomik postupně snižují, zůstávají stále vysoko nad předkrizovou úroveň. Finanční a hospodářská krize byla doprovázena nárůstem nesouladu v míře inflace. Ten se sice počínaje rokem 2011 opět

snížil, konvergenci inflace v zemích eurozóny na velmi nízkých průměrných hodnotách však nelze považovat za pozitivní vývoj, protože představuje riziko pro ekonomické oživení a zároveň ztěžuje řešení dluhových problémů a návratu ke konkurenceschopnosti zemí jižního křídla eurozóny. Velmi nízké inflaci přitom čelí v poslední době i jádrové země eurozóny, z nichž některé na začátku letošního roku zaznamenaly meziroční poklesy cenové hladiny, zejména z důvodu propadu světových cen ropy. Od konce roku 2009 byla pozorována velmi výrazná divergence také u dlouhodobých úrokových sazeb, což odráželo rozdílně silné dluhové problémy mezi zeměmi eurozóny. Tento nesoulad se snižoval od roku 2012 v souvislosti s oznámením připravenosti přijmout opatření na ochranu eurozóny před kolapsem ze strany ECB, v posledním roce nicméně opět narůstá. Fiskální kritéria nastavená Smlouvou o fungování Evropské unie plní v současnosti pouze pět zemí z devatenácti, přičemž fiskálními problémy trpí zejména státy jižního křídla eurozóny. Velmi komplikovaná a stále nedořešená je především situace Recka.

Evropská unie a zejména eurozóna v uplynulých letech pokračovaly ve výrazném **prohlubování koordinace hospodářských politik** i v další integraci v oblasti finančních trhů a dohledu nad nimi. I nadále pokračovaly kroky k vytváření **bankovní unie**, jejíž jednotlivé pilíře tvoří (i) Jednotný mechanismus dohledu (*Single Supervisory Mechanism, SSM*, oficiálně spuštěn v listopadu 2014), (ii) Jednotný mechanismus pro řešení krizí (*Single Resolution Mechanism, SRM*), v jehož rámci od počátku roku 2015 funguje Jednotný výbor pro řešení krizí (*Single Resolution Board, SRB*) a od ledna 2016 se předpokládá spuštění Jednotného fondu pro řešení krizí (*Single Resolution Fund, SRF*), a (iii) jednotná pravidla dohledu nad úvěrovými institucemi (tzv. *Single Rulebook*). Také v roce 2015 probíhala debata ohledně pojistných, resp. záchranných finančních mechanismů (backstopů), jež však opět nedospěla ke shodě nad podobou společného evropského backstopu. V České republice probíhá o možné participaci v bankovní unii (resp. v SSM/SRM) před přijetím eura v posledních letech politická diskuse, v jejímž rámci připravilo Ministerstvo financí ČR Studii dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii. V souladu se závěry této studie se vláda ČR v únoru 2015 rozhodla k bankovní unii v současné situaci nepřipojit a k vyhodnocení otázky přínosů a nákladů účasti v bankovní unii se vrátit v horizontu jednoho roku. Zároveň docházelo k jistému vyčleňování eurozóny jako jednotného bloku ve vztahu k ostatním členským zemím EU a k posunu těžiště rozhodování o záležitostech hospodářské a měnové unie (včetně témat dotýkajících se všech členů EU) směrem k zemím platícím společnou měnou. Z hlediska institucionálního vývoje EU vstoupil během uplynulého roku v účinnost nový systém výpočtu kvalifikované většiny, díky němuž státy eurozóny nyní touto kvalifikovanou většinou disponují, a obnovila se role Eurosummitu při řešení zásadních otázek měnové unie, zejména v souvislosti s řeckou krizí. V červnu 2015 byla navíc publikována tzv. zpráva čtyř, resp. pěti předsedů, která oživila ideu hlubší reformy hospodářské a měnové unie.

Cyklická a strukturální sladěnost české ekonomiky s ekonomikou eurozóny

Vyšší míra sladěnosti české ekonomiky s ekonomikou eurozóny je podmínkou pro to, aby náklady přijetí eura plynoucí ze ztráty vlastní měnové politiky byly relativně malé.

Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený **stupeň reálné ekonomické konvergence**. Její vyšší úroveň přispívá k větší podobnosti dlouhodobého rovnovážného vývoje a může napomáhat i k nižší pravděpodobnosti nesladěného vývoje v kratším období. S vyšším stupněm konvergence v ekonomické úrovni dosaženým před vstupem do ERM II a před přijetím eura lze očekávat další nárůst relativní cenové úrovně, což sníží možné budoucí tlaky na růst cenové hladiny a rovnovážné posilování reálného kurzu po vstupu do eurozóny. Před finanční a následně ekonomickou krizí v roce 2008 česká ekonomika reálně konvergovala k eurozóně, tento trend se však v roce 2009 zastavil a obnovuje se až v posledních dvou letech. V roce 2014 dosáhla relativní ekonomická úroveň České republiky

téměř 79 % průměru eurozóny, čímž poprvé viditelně překonala svou předkrizovou hodnotu roku 2007. Oproti roku 2007 je mírně vyšší také úroveň české cenové hladiny ve srovnání s eurozónou (v roce 2014 činila 63 %); od historicky nejvyšší úrovně z roku 2008 však došlo k jejímu relativnímu poklesu, korigujícímu nadměrné posilování kurzu koruny v předkrizovém období a v letech 2013–2014 pak odrážejícímu oslabení koruny dané používáním kurzu jako nástroje dalšího uvolnění měnové politiky ze strany České národní banky. Mzdová úroveň v České republice v roce 2014 představovala necelých 40 % průměrné úrovně eurozóny při přepočtu pomocí měnového kurzu a necelých 60 % s použitím parity kupní síly. Dle provedených analýz lze v průběhu příštích pěti let očekávat – za předpokladu pokračující konvergence reálného HDP – postupné rovnovážné reálné zhodnocování koruny vůči euru. Po vstupu do eurozóny by pokračující reálné posilování kurzu znamenalo kladný inflační diferenciál vůči eurozóně a s ním spojený nárůst inflace, jehož důsledkem by také byly nízké či dokonce záporné reálné úrokové sazby.

Dostatečná **cyklická sladěnost ekonomické aktivity** zvyšuje pravděpodobnost, že jednotná měnová politika v měnové unii bude vhodně nastavena i z pohledu české ekonomiky. Provedené analýzy poukazují na dlouhodobě nadprůměrnou míru sladěnosti celkové ekonomické aktivity České republiky a eurozóny, stejně jako vývozu a v menší míře i produkce v průmyslu. Relativně vysoké hodnoty vykazují tyto veličiny i po očištění o vliv silného společného externího šoku v podobě dopadů globální finanční a hospodářské krize.

Další možný pohled na sladěnost ekonomiky s eurozónou představuje korelační analýza **cyklické složky nezaměstnanosti**, definované jako rozdíl mezi skutečnou mírou nezaměstnanosti a její odhadovanou rovnovážnou úrovní. Výrazné odchylky v cyklickém průběhu a výši mezer nezaměstnanosti by v jednotné měnové oblasti mohly vést k suboptimální měnové politice. Vzájemnou sladěnost vývoje mezery míry nezaměstnanosti České republiky s celkovým vývojem v eurozóně lze hodnotit jako poměrně vysokou.

Podobnost **struktury ekonomické aktivity** s eurozónou by měla snižovat riziko výskytu asymetrických ekonomických šoků. Přetrvávající relativně vysoký podíl průmyslu a nižší podíl služeb ve srovnání s eurozónou může pro českou ekonomiku znamenat vyšší riziko asymetrických šoků, na které nebude případná společná měnová politika v plném rozsahu schopná reagovat. Rozdíly ve struktuře české ekonomiky vůči ekonomice eurozóny se navíc i nadále mírně prohlubují, a strukturální nesladěnost tak může být jedním z rizik z hlediska přijetí společné měny.

Rychlá konvergence **nominálních úrokových sazeb** v souvislosti se vstupem do eurozóny působila v minulosti na některé ekonomiky jako asymetrický šok vyvolávající makroekonomické nerovnováhy a rizika pro finanční stabilitu. Pro zemi plánující vstup do měnové unie je proto dřívější postupné sblížení úrokových sazeb výhodou. Rozdíl mezi českými tržními úrokovými sazbami a sazbami eurozóny se pohybuje dlouhodobě na velmi nízkých hodnotách. Na rozdíl od Maďarska a Polska přitom v České republice nedošlo ani v letech 2009 a 2012 k výraznému nárůstu rozdílu v úrokových sazbách vůči eurozóně. Hladina českých nominálních úrokových sazeb je tedy dlouhodobě blízko sazbám ve stabilních zemích eurozóny, a nevzniká tak riziko, že přijetí eura povede k rychlému poklesu sazeb a s ním souvisejícímu vzniku makroekonomických nerovnováh. Zároveň to svědčí o faktu, že finanční trhy vnímají situaci v oblasti vládního zadlužení České republiky jako udržitelnou.

Vývoj kurzu koruny vůči euru a dolaru i jeho volatilita je od listopadu 2013 zásadním způsobem ovlivňována používáním kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky ze strany České národní banky. Po vyhlášení kurzového závazku se kurz stabilizoval na hladině mírně nad 27 CZK/EUR, což následně vedlo ke zvýšení korelace kurzu české koruny k americkému dolaru vůči kurzu eura k dolaru. Tato korelace však byla i v předchozím období ve srovnání s měnami středoevropského regionu nejvyšší a nejstabilnější. Z hlediska **volatility kurzu vůči euru** došlo po přijetí kurzového závazku České národní banky v závěru roku 2013

k jednorázovému nárůstu historicky měřené volatility, v následujících dvou letech pak historická volatilita poklesla na nejnižší hodnotu za celé sledované období. Také pro volatilitu kurzu vůči euru přitom platí, že byla v případě České republiky v celé uplynulé dekádě nejnižší ze všech srovnávaných nových členských zemí Evropské unie, a to i v době globální finanční a evropské dluhové krize.

Vysoká **obchodní a vlastnická provázanost** české ekonomiky s eurozónou zvyšuje přínosy z odstranění možných výkyvů vzájemného měnového kurzu a snížení transakčních nákladů. Do eurozóny směřuje 65 % českého vývozu a pochází z ní 61 % dovozu, což je v případě vývozu nejvyšší úroveň ze srovnávaných zemí; v případě dovozu dosahuje vyšších hodnot pouze Portugalsko a Rakousko. Poměrně vysoký je také podíl vzájemného vnitroodvětvového obchodu. Míra vlastnické provázanosti měřená poměrem přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP je v české ekonomice nejvyšší ze srovnávaných zemí, míra obráceně definované vlastnické provázanosti (tj. směrem do eurozóny) je v České republice nejvyšší z nových členských zemí, nedosahuje však úrovně starých členských zemí Evropské unie.

Velikost **finančního sektoru** v České republice je ve srovnání s eurozónou stále výrazně menší. V průběhu roku 2014 se navíc zastavila přes tři roky trvající konvergence v rozsahu finančního zprostředkování v České republice k hodnotám v eurozóně. Hloubka finančního zprostředkování měřená podílem aktiv finančních institucí k HDP se pohybuje na necelé třetině úrovně eurozóny, nicméně hloubku finančního zprostředkování v eurozóně nelze považovat za cíl, neboť finanční krize poukázala na rizikovost nadměrné velikosti finančního sektoru. Důvodem mělkého finančního zprostředkování v České republice je především nižší zadlužení českého soukromého sektoru v porovnání s eurozónou. V eurozóně nicméně dochází k postupnému oddlužování soukromého sektoru v poměru k HDP (ze 166 % HDP v roce 2011 na 145 % HDP v roce 2014), zatímco v České republice k mírnému nárůstu zadlužení (ve stejném období z 58 % HDP na 60 % HDP).

Struktura finančních aktiv a pasiv českých nefinančních podniků a domácností je celkově obdobná jako u subjektů v eurozóně, nadále však vykazuje dílčí odlišnosti. U českých podniků mají na rozdíl od vyspělých zemí eurozóny na čisté dlužnické pozici vyšší váhu majetkové účasti, což je způsobeno častým zahraničním vlastnictvím, naopak nižší je podíl úvěrů. Podniky v České republice vykazují relativně nejvyšší hodnoty vysoce likvidních aktiv proti ostatním srovnávaným zemím, poměr závazků ve formě cenných papírů k HDP je vlivem zvýšené emise cenných papírů, zejména firemních dluhopisů, téměř srovnatelný s eurozónou. Čistá dlužnická pozice českých podniků se mezi lety 2013 a 2015 snížila. Čistá věřitelská pozice českých domácností je ve srovnání s eurozónou přibližně poloviční. Podobně jako v případě podniků zde navíc přetrvávají rozdíly ve struktuře, především poloviční míra zadlužení a obrácený poměr likvidní a investiční složky aktiv domácností.

Vliv měnověpolitických sazeb na klientské sazby se v České republice výrazněji neliší od eurozóny, transmise sazeb je rychlá a z více než poloviny probíhá v rámci jednoho měsíce. Globální finanční krize vedla k dočasnému oslabení, resp. zpomalení transmise měnověpolitických úrokových sazeb do české ekonomiky v důsledku nárůstu klientských rizikových premií, což je ovšem tradiční známka cyklického vývoje, související se zpřísněním úvěrových podmínek. Rozpětí klientských úrokových sazeb u úvěrů podnikům vůči krátkodobým tržním sazbám je v České republice nižší než v eurozóně. Průměr za celou eurozónu je v tomto směru ovlivňován jejím jižním křídlem, kde jsou úrokové sazby podstatně vyšší než v jádrových zemích. Rozdílné klientské úrokové sazby v jednotlivých zemích eurozóny přitom představují jednu z hlavních výzev pro zajištění symetrického působení jednotné měnové politiky. Struktura fixací úrokových sazeb u nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům je podobná jako v eurozóně a totéž v zásadě platí i u hypotečních úvěrů, i když v této oblasti dominují v České republice úvěry s fixací do pěti let, zatímco v eurozóně jsou častěji používány i delší fixace.

Rozdíly ve **strnulosti inflace**, tedy v rychlosti, s jakou se inflace navrácí po šoku zpět k rovnováze, v jednotlivých zemích měnové unie mohou vést k nestejným dopadům společné měnové politiky. Strnulost inflace v České republice se dlouhodobě pohybuje mezi srovnávanými zeměmi zhruba na průměru a výrazný není ani rozdíl vůči jádrovým zemím eurozóny. Inflační perzistence tak v české ekonomice nepředstavuje významné riziko pro symetrické působení společné měnové politiky po přijetí eura.

Z analýzy **sladěnosti vývoje na finančních trzích** (peněžním, devizovém, dluhopisovém a akciovém) s eurozónou vyplývá, že stejně jako v minulém období je synchronizace v jednotlivých segmentech českého finančního trhu dlouhodobě převážně vysoká a srovnatelná se zeměmi eurozóny. Přírozenou výjimkou zůstává i nadále peněžní trh, který již v předkrizovém období vykazoval nižší stupeň a rychlost integrace. V průběhu roku 2009 se situace na českých finančních trzích začala zlepšovat a následně došlo k pozvolnému návratu k předkrizové úrovni sladěnosti všech sledovaných trhů s eurozónou. Tento vývoj je však stále ovlivněn prováděním aktivní politiky centrálních bank zaměřené na zmírnění dopadů krize, včetně opatření nekonvenční povahy.

Stupeň **euroizace** v České republice je dlouhodobě nízký a v rámci středoevropského regionu zůstává nejnižší, i když se v posledním období postupně zvyšuje. Nízká úroveň euroizace je dána vysokou důvěrou ekonomických subjektů v domácí měnu při dlouhodobě nízké a stabilní inflaci a nízkých nominálních úrokových sazbách. Využití zahraniční měny je soustředěno zejména do sektoru podniků zapojených do zahraničního obchodu a do sektorů komerčních realit, pojišťovnictví a peněžnictví. Cizoměnové úvěry jsou podniky dlouhodobě využívány jako forma přirozeného zajištění proti kurzovému riziku. Poptávka českých domácností po vkladech a úvěrech v cizích měnách je na rozdíl od ostatních zemí v regionu zanedbatelná.

Přízpusobovací mechanismy v české ekonomice

Fiskální politika by při správném nastavení měla – obdobně jako měnová politika – působit proticyklicky, a být tak stabilizačním prvkem ekonomického vývoje, zatímco v opačném případě se sama stává zdrojem prohlubování makroekonomických nerovnováh a ekonomických šoků. Čím blíže vyrovnanosti jsou vládní rozpočty ve své strukturální části a čím nižší je akumulovaný dluh vládních financí, tím větší je v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a pro případné provádění proticyklických diskrečních opatření. Česká rozpočtová politika byla charakteristická chronickými schodky a procyklickým působením po velkou část sledovaného období. Žádoucí proticyklický charakter měla fiskální politika v roce 2009, kdy došlo k přijetí vládních protikrizových a jiných opatření a aktuálně i v letech 2014–2015. Fiskální konsolidace započatá v roce 2010 výrazně snížila schodky rozpočtů, ovšem za cenu procyklického restriktivního působení fiskální politiky a poklesu ekonomiky v letech 2012 a 2013. Propad ekonomiky do recese navíc vedl vládu k posunu původně deklarovaného záměru splnit střednědobý rozpočtový cíl v roce 2015 až na rok 2018. Dosažení střednědobého rozpočtového cíle je přitom předpokladem pro to, aby byla fiskální politika připravena účinně plnit makroekonomickou stabilizační roli v případě ztráty samostatné měnové politiky související s přijetím eura. Strukturální složka deficitu vládního sektoru se má v dalších letech, po jejím přechodném aktuálním zvýšení, dále zvolna snižovat. Celkový dluh sektoru vládních institucí České republiky je ve srovnání s mnoha státy Evropské unie na nižší úrovni. Rizikem pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí je ale vysoký a dlouhodobě rostoucí podíl mandatorních výdajů, jež se však mají podle vládního návrhu státního rozpočtu České republiky v roce 2016 mírně snižovat. Pro dlouhodobou udržitelnost bude zároveň klíčové vypořádat se s dopady stárnutí populace přijetím reforem penzijního systému a systému zdravotní péče. Ačkoliv lze tedy v následujících letech předpokládat plnění konvergenčních fiskálních kritérií, a připravenost na vstup do eurozóny se v tomto ohledu

zlepšila, zůstává funkčnost fiskálních přizpůsobovacích mechanismů jednou z limitujících oblastí při hodnocení schopnosti České republiky přijmout euro.

Trh práce je dalším z významných mechanismů, jimiž se ekonomika může vyrovnávat s asymetrickými šoky při absenci samostatné měnové politiky. Český trh práce funguje v kontextu Evropské unie srovnatelně s jinými členskými zeměmi, nicméně mezi jeho slabá místa patří nadále relativně vysoké implicitní zdanění práce či poměrně nízká mobilita pracovní síly. Ekonomické oživení od roku 2014 vyústilo v pokles celkové míry nezaměstnanosti, která se mezi srovnávanými zeměmi řadí k nejnižším, a ve snižování počtu nezaměstnaných při nárůstu volných pracovních míst. To indikuje, že vývoj na trhu práce má převážně cyklický charakter a jeho pružnost se pravděpodobně významně nemění. Podíl cizinců na populaci se ve srovnání s obdobím před vstupem do Evropské unie a krátce po něm sice více než zdvojnásobil, v posledních letech však stagnuje na hodnotách znatelně nižších, než je typické pro vyspělé země eurozóny. V České republice i nadále přetrvávají významné regionální rozdíly v nezaměstnanosti mezi jednotlivými kraji, a to i přes jejich pozvolný pokles. Na druhou stranu lze na trhu práce vidět i známky zvýšení pružnosti, a to zejména ve formě růstu počtu zaměstnanců využívajících zkrácených pracovních úvazků, což bylo v posledních letech zřejmě zejména ve fázi ekonomické recese. Současně se zvýšila také míra ekonomické aktivity populace v produktivním věku.

Institucionální pravidla trhu práce významně ovlivňují jeho pružnost. Poměr minimální mzdy k průměrné mzdě klesal do poloviny roku 2013, kdy došlo ke zvýšení minimální mzdy, od té doby postupně roste a současná vláda plánuje jeho postupné další navyšování. Negativní efekt může mít vysoká minimální mzda zejména v profesích s nízkou kvalifikací, u nichž může výrazně snižovat pružnost mezd a zvyšovat dlouhodobou nezaměstnanost. Celkové zdanění práce je v České republice relativně vysoké, v posledním roce navíc dále mírně vzrostlo. Implicitní míra zdanění, vyjadřující průměrnou efektivní daňovou zátěž, je mezi srovnávanými zeměmi třetí nejvyšší. Motivace k práci odrážející nastavení daní a dávek zůstává v České republice relativně nízká především v počáteční fázi nezaměstnanosti u bezdětných jednotlivců a ve srovnání s některými zeměmi i u dlouhodobě nezaměstnaných rodin s dětmi. Ochrana zaměstnanosti je stále relativně silná pro stálá zaměstnání, zatímco pro dočasná zaměstnání patří k nižším.

Reakce mezd na hospodářský cyklus může přispět ke schopnosti ekonomiky vstřebat šoky, na které společná měnová politika nemůže dostatečně reagovat. Česká republika patří zhruba k průměru mezi srovnávanými zeměmi z hlediska síly korelace mezi výstupem a nezaměstnaností i korelace mezi výstupem a mzdami; oproti eurozóně jako celku jsou však tyto korelace slabší. V posledních letech však došlo v České republice k přizpůsobení trhu práce prostřednictvím výše zmíněného využívání kratších úvazků a zaznamenán byl i pokles reálných mezd v letech 2012–2013.

V oblasti **pružnosti trhu zboží a služeb** se pozice České republiky oproti předchozímu roku mírně zlepšila, oproti ostatním srovnávaným zemím je však domácí podnikatelské prostředí více zatíženo administrativními překážkami zejména při zakládání podniků. V žebříčku bariér růstu a konkurenceschopnosti se postavení České republiky od roku 2006 relativně nezměnilo, zlepšuje se hodnocení faktorů ovlivňujících hospodářský růst, naopak slabinou je stav institucí. Ačkoliv patří míra zdanění českých podniků měřená statutární daňovou sazbou mezi sledovanými zeměmi k nejnižším, celková daňová zátěž měřená implicitním zdaněním podniků je v České republice naopak jednou z nejvyšších.

Stabilita a výkonnost **bankovního sektoru** je nezbytným předpokladem jeho schopnosti absorbovat šoky. Naopak nezdravý bankovní sektor může šoky vytvářet a šířit je do reálné ekonomiky, případně může způsobit problémy i ve fiskální oblasti. Odolnost bankovního sektoru České republiky vůči případným nepříznivým šokům je v mezinárodním srovnání vysoká a dále meziročně vzrostla. Domácí bankovní sektor tak není zdrojem šoků a měl by být

schopen tlumit případné výkyvy přicházející z domácí ekonomiky či zahraničí. Vazba domácích bank na bankovní sektor eurozóny je dána převážně zahraniční vlastnickou strukturou domácího bankovního sektoru, což může představovat riziko při případném vstupu České republiky do bankovní unie z důvodu přenosu řady kompetencí v oblasti výkonu dohledu nad bankovním sektorem.

C TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ

Základním teoretickým východiskem pro analýzy obsažené v tomto dokumentu je tzv. **teorie optimálních měnových zón**.³ Tato teorie zkoumá, zda jsou země dobrými kandidáty pro zavedení společné měny. V souvislosti se vznikem jednotné evropské měny jsou poznatky této teorie často používány k vyhodnocení vhodnosti přijetí eura stávajícími zeměmi eurozóny a racionality stejného kroku pro nové členské země Evropské unie.

Ačkoliv se na obecné množině základních **přínosů a nákladů společné měny** ekonomové shodují, význam jednotlivých argumentů se může měnit v čase nebo podle charakteristik příslušných ekonomik. Přínosy spočívají především ve zlepšení funkčnosti peněz a poklesu nákladů obchodu, které zahrnují zejména eliminaci kurzového rizika a nákladů na jeho zajištění, a dále rovněž snížení transakčních nákladů a snadnější srovnatelnost cen. Přínosy mohou potenciálně plynout též ze zvýšené makroekonomické a finanční stability odrážející se v příznivějším prostředí pro investice, a to díky odstranění nadměrných výkyvů kurzu, propojení finančních trhů a případně i celkovému zvýšení kredibility měnové autority.⁴

Náklady jsou rozlišovány na jednorázové, spojené s vlastní změnou zákonného platidla,⁵ a na dlouhodobé. Dlouhodobým nákladem je snížení akceschopnosti domácích makroekonomických politik a riziko vyššího kolísání ekonomické aktivity a spotřeby v důsledku ztráty samostatné úrokové politiky a měnového kurzu při přechodu na jednotnou měnu. Společná měnová politika totiž nemůže v dostatečném rozsahu reagovat na šoky, které zasáhnou jen malou část ekonomiky měnové zóny. Náklady ztráty samostatné měny závisejí na tom, do jaké míry kurz pohlcuje reálné šoky či naopak šoky reálné a/nebo finanční vytváří,⁶ na míře sladění domácího ekonomického cyklu s cyklem měnové zóny, a také na schopnosti ekonomiky využít ostatní přizpůsobovací mechanismy.⁷ Další náklady pak mohou vyplynout z kumulace nerovnováh v měnové unii v důsledku neoptimálního nastavení hospodářských politik pro jednotlivé ekonomiky či v souvislosti s řešením hospodářských problémů členů měnové unie.

Potenciální náklady a přínosy se liší dle konkrétní situace, a rozhodnutí zavést společnou měnu je mimo ekonomické argumenty motivováno politickou a společenskou poptávkou.⁸ Poznatky teorie optimálních měnových zón lze však také využít k identifikaci možných zdrojů makroekonomických nerovnováh spojených se vstupem do měnové unie i schopnosti dané ekonomiky využít výhody členství. Faktory, které přispívají k výhodám společné měny oproti

³ Za základní články této teorie jsou považovány práce Mundell (1961), McKinnon (1963) a Kenen (1969). Novější přehled vývoje literatury lze najít např. v knize De Grauwe (2013). Dále stojí za zmínku práce autorů Dellas a Tavlas (2009), kteří popisují vývoj teorie optimálních měnových zón za posledních padesát let, včetně příspěvků moderních makroekonomických modelů. Přehledovou studii z poslední doby týkající se specificky eura je článek autorů Beetsma a Giuliodori (2010), kteří na rozdíl od jiných studií zmiňují eliminaci rizika měnových válek (konkurenční devalvace) mezi přínosy společné měny.

⁴ Posílená makroekonomická stabilita by měla umožnit trvale nízkou a relativně stabilní úroveň úrokových sazeb a vyšší úroveň investic. Zároveň lze očekávat zvýšení intenzity zahraničního obchodu a konkurence, růst produktivity a následný růst HDP na hlavu. Propojení finančních trhů však může být nevýhodou v dobách finančních krizí, které se mohou přenášet do dalších zemí, jak ukázal nedávný vývoj. Stejně tak poslední vývoj ukazuje, že pokles úrokových sazeb a odbourání kurzových výkyvů může omezit tlak na makroekonomickou disciplínu jednotlivých zemí s následnými negativními důsledky.

⁵ Jednorázové náklady zahrnují provedení fyzické výměny peněz, přechod všech kontraktů na novou zúčtovací jednotku a podobně. V souvislosti s přechodem na jinou měnu se také objevuje riziko nesprávného nastavení konverzního poměru, kdy volba nadhodnoceného kurzu může na značně dlouho poškodit konkurenceschopnost ekonomiky, zatímco podhodnocený kurz může vytvářet inflační tlaky.

⁶ Fundamentální studii v této oblasti je Farrant a Peersman (2006), kteří nacházejí na panelu dat vyspělých zemí evidenci pro to, že kurz je zdrojem reálných šoků, spíše než jejich pohlcovačem. Naopak Audzei a Brazdik (2012) na českých datech docházejí k závěru, že pro případ české koruny kurz funguje spíše jako pohlcovač šoků než jejich strůjce.

⁷ Z pohledu především nových členů Evropské unie, kteří se chystají vstoupit do eurozóny, může být dalším nákladem plnění maastrichtských kritérií před přijetím eura, a to zejména kritéria cenové stability. Dalším nákladem pro konvergující země může být i přetrvání inflačního diferenciálu (Brůha a Podpiera, 2007), který se může odrazit ve zvýšení nominálních klientelských sazeb a naopak poklesu sazeb reálných a mít negativní dopad na ekonomiku (příklady pro jednotlivé země je možné najít v následujících pracích: Ahrend a kol. (2008); Martin (2010); Hampl a Škořepa (2011); Lin a Treichel (2012).

⁸ Eichengreen (2008) a Spolaore (2013).

volnému nominálnímu měnovému kurzu, tvoří soubor tzv. **charakteristik optimální měnové zóny**.⁹

Jednou z nosných charakteristik, která určuje vhodnost účasti v měnové zóně, je **míra otevřenosti ekonomiky** a její ekonomické propojení s ostatními zeměmi měnové zóny. Čím vyšší je taková míra integrace, tím vyšší jsou možné přínosy společné měny, proti kterým se poměřují náklady. Tyto přínosy odrážejí především odbourání měnového rizika v ekonomických vztazích, což snižuje náklady zahraničního obchodu a zahraničního investování a může vést k posílení těchto vztahů. Empirické studie ovšem nepřinesly robustní závěry.¹⁰

Další charakteristiky směřují spíše k omezení negativních aspektů ztráty některých nástrojů makroekonomického přizpůsobení na úrovni jednotlivých zemí a dají se shrnout pod hlavičky **symetrie a flexibility**.¹¹ Tradiční kritéria pro optimální měnovou zónu tak dále zahrnují podobnost ekonomické struktury a ekonomických šoků, diverzifikaci výroby a spotřeby, podobnou míru inflace, stabilní směnné relace, mobilitu práce a ostatních výrobních faktorů, flexibilitu cen a mezd, fiskální a politickou integraci. K tradičním kritériím bývá v některých pracích přidávána demokratická legitimita a důvěra ekonomických agentů v centrální instituce a jejich politiku.¹²

V teorii optimálních měnových zón hrála velkou roli **hypotéza endogenity**,¹³ která tvrdí, že změny vedoucí k optimální měnové zóně budou automatickým důsledkem samotného zavedení společné měny. Je ovšem třeba upozornit, že vyšší integrace neznamená nutně konvergenci ve strukturách ekonomik, naopak odstraňování obchodních nebo finančních bariér může vést k růstu specializace, která může zvýšit pravděpodobnost výskytu asymetrických šoků.¹⁴ Zvýšená specializace nicméně nemusí být pro makroekonomickou stabilitu a blahobyt v měnové unii nežádoucí, může naopak dále zvýšit intenzitu obchodu, a tudíž i zvýraznit výhody společné měny.¹⁵ Silnější obchodní integrace pak může vést k vyšší sladění ekonomických cyklů.¹⁶

Závěry **empirických analýz pro eurozónu** jsou nejednotné. Shrnující článek De Grauwe a Mongelli (2005) na datech před vypuknutím krize sledává spíše podporu pro hypotézu endogenity, tj. že podobnost ekonomických šoků se s vyšší ekonomickou integrací pravděpodobně zvyšovala. Babetskii (2005) potvrzuje nárůst korelace poptávkových šoků v nových členských zemích EU s eurozónou a Německem při rostoucí obchodní integraci. Crespo-Cuaresma a Amador (2013) zjišťují, že eurozóna se posunula do nové rovnováhy s menší nesladěností hospodářských cyklů jak v porovnání s historickými daty, tak s ostatními zeměmi OECD. V posledních letech nicméně sílí názory, že teorie endogenity měnových zón se, zejména v případě EMU, nepotvrdila. Giannone a kol. (2009) uvádějí, že se charakteristiky hospodářských cyklů jednotlivých zemí vlivem zavedení eura významně nezměnily, neboť si

⁹ Mongelli (2002).

¹⁰ Původní literatura byla, co se týče efektů společné měny na obchod, poměrně optimistická, např. Rose (2000) našel efekty v řádu stovek procent. Micco a kol. (2003) sice reportují odhady mnohem nižší (v řádu jednotek procent), nicméně statisticky signifikantní. Některé pozdější odhady – např. Baldwin (2006) – jsou ale daleko skeptičtější a Havránek (2010) v přehledové studii dokonce sledává, že efekt zavedení eura na obchodní výměnu mezi zeměmi eurozóny není statisticky významný a je s vysokou pravděpodobností menší než 5 %. Autoři Glick a Rose (2015) revidovali původní studii Rose (2000) a ukázali, že výsledky této studie jsou příliš citlivé k ekonometrické specifikaci modelu. Vybraná novější literatura se naopak vrací k pozitivním, avšak ve srovnání s původní studií Rose (2000) mnohem skromnějším odhadům (např. Gavin a Siedschlaga, 2011, nachází statisticky signifikantní vliv pro případ Irska, odhady jsou konzistentní s výsledky studie Micco a kol., 2003). Dále Bergin a Lin (2012) přinášejí evidenci pro to, že efekty společné měny na obchod se mohou projevit již před přijetím této měny a to by mělo být zohledněno v empirických studiích. Rozdílnost výsledků jednotlivých studií a jejich citlivost k ekonometrickým předpokladům tedy indikují, že v současné době není možné provést spolehlivý odhad dopadu měnové unie na obchod, jak konstatují Glick a Rose (2015).

¹¹ De Grauwe a Mongelli (2005).

¹² Mongelli (2013)

¹³ Frankel a Rose (1998).

¹⁴ Krugman (1993), Kalemli-Ozcan a kol. (2003).

¹⁵ Hughes-Hallett a Piscitelli (2002) ukazují, že k uvedenému efektu dochází, pokud je konvergence v institucionálních strukturách a symetrie šoků dostatečná.

¹⁶ Frankel a Rose (1997).

země s dlouhodobě menším stupněm volatility tuto charakteristiku zachovávají i po vstupu do eurozóny, obdobně jako přetrvávají charakteristiky zemí s historicky vyšším stupněm volatility ekonomické aktivity a menší korelací ekonomického cyklu s průměrem eurozóny. Estrada a kol. (2013) dokumentují, že cenové hladiny v zemích eurozóny konvergovaly, zatímco v ostatních veličinách bylo tempo konvergence srovnatelné se zeměmi mimo měnovou unii.

Duran a Ferreira-Lopes (2015) zkoumají **determinanty sladění hospodářských cyklů** v eurozóně a docházejí k závěru, že vzájemný obchod ekonomické cykly sladuje, zatímco rozdíly v regulaci trhu práce působí opačným směrem. Podobně Inklaar a kol. (2008) nalézají podporu pro tvrzení, že vzájemný obchod zvyšuje synchronizaci cyklů, nicméně tento efekt není výrazně vyšší než vliv rozdílů fiskálních a strukturálních politik; tyto rozdíly naopak sladění cyklů snižují.

Empirická literatura analyzující **symetrii ekonomických šoků** dopadajících na země eurozóny rovněž není jednotná. Giannone a Reichlin (2006) a Stavrev (2008) shledávají význam společných šoků jako rozhodující pro vysvětlení variability ekonomického výstupu. Asymetricky může působit i rozdílná transmise společných šoků, nicméně její vliv je považován obecně za spíše malý. Co se týče empirického výzkumu, který zahrnuje období po krizi, konsenzus panuje ohledně odlišného dopadu šoků na jednotlivé skupiny zemí. Např. Ferroni a Klaus (2014) zjišťují, že makroekonomický vývoj ve Španělsku je ovlivněn domácími šoky a diverguje od vývoje v Německu, Francii a Itálii, kde dominují šoky společné. Obdobně Cavallo a Ribba (2015) docházejí k závěru, že ekonomický vývoj tří velkých zemí eurozóny (Německo, Francie a Itálie) je významně ovlivňován společnými šoky, kdežto vývoj v malých zemích (Irsko, Portugalsko, Řecko) je určen domácími šoky.

Významným zdrojem asymetrických šoků může být i **rozdílná transmise společné měnové politiky** v jednotlivých zemích měnové zóny. V této oblasti taktéž neexistuje zatím uspokojivý konsenzus mezi empirickými studiemi. Jarocinski (2010) dochází k závěru, že transmise měnové politiky je podobná v nových i starých členských zemích eurozóny. Podobně Cavallo a Ribba (2015) nacházejí evidenci pro homogenní odezvu v zemích eurozóny na měnověpolitické šoky. Na druhou stranu Havránek a Rusnák (2012) ukazují, že měnová transmise je rychlejší v zemích s rozvinutějším finančním trhem. To pro případ eurozóny potvrzují De Santis a Surico (2013) a van Leuvensteijn a kol. (2013), kteří nacházejí rozdíly vyplývající z rozdílné struktury bankovních sektorů jednotlivých zemí. Georgiadis (2015) nachází rozdíly v reakci na měnovou politiku a přičítá ji rozdílu v regulaci trhu práce. Dále Havránek a kol. (2014) nacházejí významné rozdíly mezi evropskými zeměmi v reakci spotřebitelů na změny úrokové míry a Havránek a kol. (2015) ukazují na rozdílnou míru tvorby zvyků ve spotřebě mezi zeměmi, což způsobuje rozdíly v transmisi měnové politiky. Barigozzi a kol. (2014) nalézají konvergenci v odezvách na měnové šoky v zemích eurozóny, nicméně tvrdí, že tato konvergence zatím nedospěla k úplnému sladění a významné rozdíly mezi zeměmi přetrvávají.

Výše zmíněné studie zkoumající symetrii a transmisi šoků jsou typicky empirické. Existují ale také studie založené na **strukturálních makroekonomických modelech**, přičemž v současnosti nejběžnějším modelovým přístupem jsou dynamické stochastické modely všeobecné rovnováhy (DSGE modely). Ferreira-Lopes (2010) zkoumá náklady přijetí eura pro Švédsko a Spojené království a dochází k závěru, že pro tyto země by náklady přijetí společné měny převážily nad přínosy. Jako obecný závěr z modelových analýz plyne, že náklady se zvyšují s důležitostí domácích poptávkových (zejména fiskálních) šoků a snižují se s mírou obchodní integrace. Ferreira-Lopes (2014) simuluje v rámci DSGE modelu náklady přijetí společné měny ve středoevropských zemích a dochází k závěru, že pro Českou republiku a Polsko jsou náklady ztráty samostatné měnové politiky oproti Maďarsku relativně vysoké z důvodu velkého významu domácích poptávkových šoků (např. vládní spotřeby). Obecné závěry strukturálních modelů potvrzuje i ex-post empirická studie, kterou zpracovali Gomis-

Porqueras a Puzzello (2015). Angelini a kol. (2013) zkoumají pomocí DSGE modelu rozdílné reakce na negativní šoky ve vybraných zemích eurozóny a ukazují na rozdíly mezi baltskými zeměmi a starými členskými zeměmi.

Evropská komise (2006) diskutuje význam **dopadů přijetí eura v přechodné fázi**, mezi které patří pokles rizikové prémie, uvolnění úvěrových podmínek či vývoj produktivity v obchodovatelných a neobchodovatelných sektorech. Tyto šoky mohou mít v důsledku reakce měnové politiky i vedlejší dopady na ostatní země. Ahrend a kol. (2008) nebo Lin a Treichel (2012) upozorňují, že důsledkem nadměrného (ve srovnání s tím, co by implikovalo tzv. Taylorovo pravidlo při nezávislé měnové politice) snížení dlouhodobých úrokových sazeb po přijetí společné měny v některých ekonomikách byl vznik bublin na trzích aktiv, především na trzích s nemovitostmi. Nebezpečím pro makroekonomickou stabilitu může být též nadhodnocení reálného kurzu, které pro Řecko a Portugalsko nacházejí El-Shagi a kol. (2014). Podobně Frankel (2008), ač podporuje hypotézu endogenity v rámci eurozóny, považuje riziko asymetrických šoků v přechodné fázi za výrazné; sladěnost se přitom v čase zvyšuje i bez přijetí eura.

Významný proud literatury (např. De Grauwe 2010a,b; Wyplosz, 2010a,b) se kriticky zabývá **zkušenostmi eurozóny během krize** a snahami o posílení koordinace fiskální politiky. Eichengreen (2009) považuje globální krizi 2008–2009 za ukázkový příklad asymetrického šoku, tvrdí však také, že pro malé konvergující země je během krize výhodnější být členem eurozóny než stát mimo ni. Naopak existují hlasy, že méně konkurenceschopné ekonomiky v průběhu krize divergují od jádra eurozóny (Caporale a kol., 2015). Razin a Rosefielde (2012) poukazují na to, že v případě eurozóny byla v průběhu krize hlavním problémem slabá politická integrace. Mongelli (2013) argumentuje, že eurozóna může být funkční a prospěšná pro všechny členy i bez fiskální unie, pokud budou zavedeny záchranné mechanismy v rámci bankovní unie. To potvrzuje nedávná studie autorů Neri a Ropele (2015) ukazující, že měnová politika ECB pomohla zmírnit dopady dluhové krize i bez fiskální koordinace.

Další část literatury hodnotí **rizika plynoucí z vysokého stupně zadlužení** velké části zemí eurozóny, což může představovat riziko pro udržitelný ekonomický růst celé měnové unie. Baum a kol. (2013) poukazují na to, že vyšší míra zadlužení v zemích eurozóny nebrání ekonomickému růstu, dokud nepřesáhne cca 70 % HDP. Corsetti a kol. (2013) to ale vysvětlují pozorováním, že kolem této hranice vlády často začínaly přijímat restriktivní opatření, a zbrzdily tak ekonomický růst. Arnold a van Ewijk (2014) upozorňují na fakt, že rozdíly v sazbách z vládních dluhopisů jsou faktorem způsobujícím rozdíly v úvěrových podmínkách v jednotlivých zemích eurozóny, a jsou tak rizikem pro další konvergenci.

Tempo **ekonomického růstu zemí eurozóny ve srovnání se zeměmi Evropské unie mimo eurozónu** v průběhu globální krize a po ní analyzuje několik autorů. Singer (2015) ukazuje, že od roku 2008 rostly ekonomiky Evropské unie mimo eurozónu rychleji než eurozóna, a to v průměru zhruba o jeden procentní bod ročně. Podobně Balcerowitz a kol. (2013) uvádějí, že země eurozóny rostly v období 2008–2013 pomaleji než průměr Evropské unie. Tyto výsledky jsou však ovlivněny značnou různorodostí v rámci sledovaných skupin zemí. Průměrný nižší růst zemí eurozóny byl způsoben zejména ekonomikami jižního křídla se strukturálními, resp. dluhovými, problémy (Itálie, Řecko, Španělsko, Portugalsko). To je v souladu se závěry ECB (2015), které ukazují, že jak země, které přijaly euro po roce 2002, tak členské země Evropské unie mimo eurozónu vykázaly vyšší průměrný ekonomický růst v období 1999–2014 než původní země eurozóny. Vzhledem k této různorodosti neposkytují empirická data jednoznačný závěr, o tom, že by přijetí eura samo o sobě ekonomický rozvoj brzdilo. Data spíše naznačují, že efekty přijetí eura v průběhu krize i po ní závisejí na strukturálních charakteristikách jednotlivých zemí. Bohužel zatím na dané téma chybí důkladný empirický výzkum, který by efekty přijetí eura na ekonomický růst po zohlednění všech relevantních strukturálních charakteristik sledovaných ekonomik analyzoval ve větším detailu.

D EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY

Vlivem globální finanční a hospodářské krize vyplynula na povrch strukturální slabost některých ekonomik a nízká institucionální připravenost eurozóny na řešení krizových situací. Reakcí na to byla celá řada institucionálních změn, které mají značné dopady na fungování měnové unie. Pro země se závazkem budoucího přijetí eura, jako je Česká republika, je tak důležité vedle domácích parametrů ekonomické sladění s eurozónou sledovat i institucionální a hospodářský vývoj v eurozóně jako celku.

1 ANALÝZA EKONOMICKÉ SOUDRŽNOSTI EUROZÓNY

Předchozí déletrvající ekonomický útlum v eurozóně, zejména v jejím jižním křídle, vede k otázce, zda je existence měnové unie v současném složení rozdílně výkonných ekonomik optimální nebo dokonce udržitelná. I přes splnění maastrichtských konvergenčních kritérií (v případě Řecka zčásti jen díky nepřesným statistikám) před přijetím eura byly a zůstávají země eurozóny různorodé a během dluhové krize se některé z rozdílů mezi nimi ještě prohloubily. Tato kapitola sleduje na základě jednoduchých popisných statistik vývoj sladění základních makroekonomických veličin zemí eurozóny během posledních deseti let. V minulých dvou letech došlo ke zlepšení některých indikátorů konvergence či ke zpomalení divergence sledovaných veličin. Na druhou stranu přetrvávající vysoké rozdíly v míře nezaměstnanosti spolu se stále neuspokojivou fiskální situací některých jejích členů představují riziko pro další reálnou konvergenci v eurozóně. Z tohoto pohledu nelze za pozitivní považovat ani konvergenci inflace v zemích eurozóny, protože k ní dochází na nízkých hodnotách, které představují riziko pro doposud křehké ekonomické oživení a zároveň ztěžují řešení dluhových problémů.

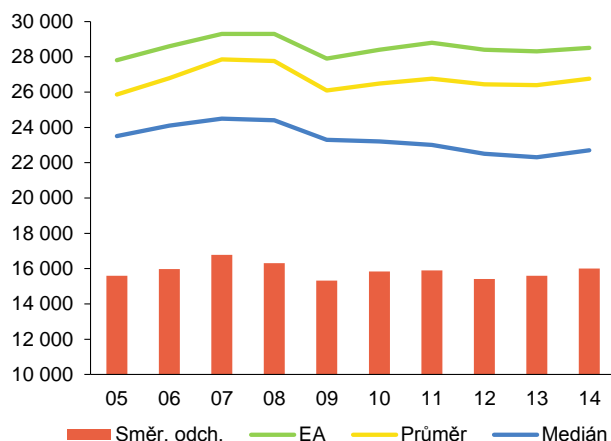
1.1 KONVERGENCE REÁLNÝCH A NOMINÁLNÍCH VELIČIN

Předpokladem optimální měnové oblasti je vysoký stupeň podobnosti v úrovni ekonomické aktivity, která je zachycena reálným HDP na obyvatele. Úspěšné provádění jednotné měnové politiky dále vyžaduje, aby ekonomiky byly sladěné z hlediska hospodářského cyklu, který lze zachytit růstem HDP a vývojem nezaměstnanosti.

Z vývoje směrodatné odchylky a srovnání aritmetického průměru s mediánem **reálného HDP na obyvatele** eurozóny za posledních deset let je patrné, že se jednotlivé členské země eurozóny v úrovni HDP na obyvatele velmi liší (Graf 1). Rozdíly v ekonomickém výkonu se mezi členskými zeměmi až do počátku globální finanční krize navíc mírně zvyšovaly. Důvodem následného poklesu směrodatné odchylky v roce 2009 byl především výraznější absolutní pokles reálného HDP u ekonomicky výkonnějších států. Poté se však směrodatná odchylka – s dílčími výkyvy – opět převážně zvyšovala, což souviselo s rozdílným tempem zotavování ekonomik z krizového propadu. Zároveň se zvýšil rozdíl mezi aritmetickým průměrem a mediánem HDP na obyvatele v zemích eurozóny, což rovněž ukazuje na zvýšení rozdílů ve výkonnosti jednotlivých ekonomik.

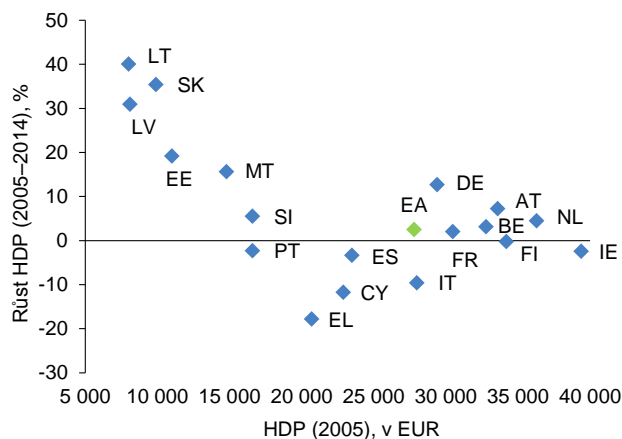
Graf 1: Reálný HDP na obyvatele v zemích eurozóny

(v EUR)



Pozn.: HDP v cenách roku 2010. Řada průměr zobrazuje aritmetický průměr reálného HDP na obyvatele v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

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-konvergence). Osa x - HDP na obyvatele dané země v cenách roku 2010. Lucembursko není v grafu uvedeno z důvodu vysokého počtu zahraničních pracovníků v zemi.

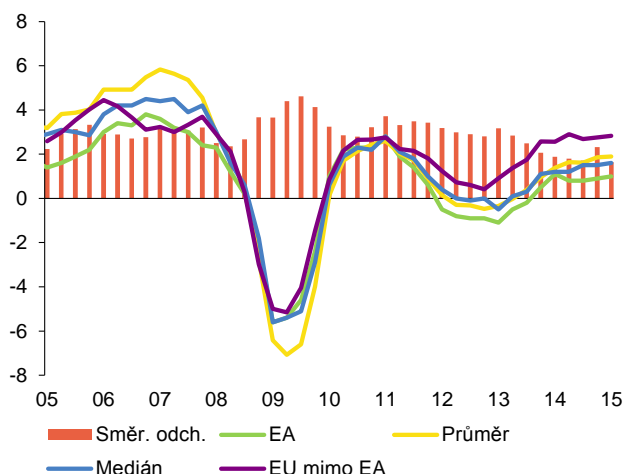
Zdroj: Eurostat

Vedle vývoje popisných statistik HDP je zajímavé sledovat i **dynamiku růstu jednotlivých zemí eurozóny ve vztahu k jejich výchozí ekonomické vyspělosti** (Graf 2). V optimálním případě by v měnové unii mělo docházet k beta-konvergenci, kdy chudší země rostou rychleji než bohatší, čímž se rozdíly ve výkonnosti vyrovnávají. Teoretickým důvodem rychlejšího růstu chudších ekonomik je jejich nižší vybavenost práce kapitálem, přejímání technologií od bohatších zemí a prohlubování integrace v oblasti obchodu v rámci měnové unie. U nových členů eurozóny, především u Litvy, Lotyšska, Slovenska a Estonska, k beta-konvergenci skutečně dochází (to však platilo již před jejich přijetím eura). Na druhou stranu u jižních zemí s vysokým či rychle rostoucím vládním dluhem došlo během posledních deseti let k poklesu ekonomické aktivity na obyvatele, a tak se tyto země z tohoto pohledu vzdálily od těch nejvýkonnějších. Lze také pozorovat, že růst zemí eurozóny zaostává za růstem zemí Evropské unie mimo eurozónu (Graf 3).

Směrodatná odchylka čtvrtletních meziročních růstů HDP sledovaných ekonomik nevykazuje v dlouhém období výrazný trend (Graf 3), což indikuje, že se sladnost hospodářských cyklů významně nemění. Ke zvýšení rozptylu růstu zemí došlo v letech 2008 až 2009, poté se však tento ukazatel pohyboval na podobné úrovni jako před krizí. Od roku 2013 pak s postupným oživením v eurozóně mírně klesá. Důvodem nižšího rozptylu je však mj. nižší dynamika ekonomik, které dříve rostly rychle, což má negativní implikace pro budoucí konvergenci úrovní HDP v eurozóně a její celkové růstové vyhlídky.

Graf 3: Růst reálného HDP zemí eurozóny a jeho srovnání se zeměmi EU mimo eurozónu

(mzr. růst, v %)

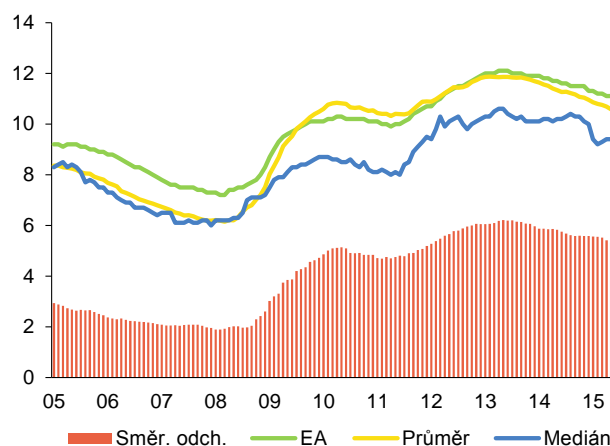


Pozn.: Řada průměr zobrazuje aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Medián a směrovatná odchylka se vztahují rovněž k zemím eurozóny. Pro země EU mimo eurozónu je uváděn pouze aritmetický průměr. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, EIU, výpočet ČNB

Graf 4: Nezaměstnanost v zemích eurozóny

(v %)



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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

U **míry nezaměstnanosti** (Graf 4) docházelo od roku 2005 nejprve k poklesu střední hodnoty spolu se směrodatnou odchylkou, především vlivem snížení nezaměstnanosti v zemích, kde byla nezaměstnanost nejvyšší (zejména na Slovensku, v Lotyšsku a Španělsku). Naproti tomu v období finanční krize nezaměstnanost vzrostla téměř ve všech zemích a u těch nejpostiženějších (Španělska, Estonska, Slovenska, Irska, Řecka a Lotyšska) začala její míra divergovat směrem vzhůru od ostatních zemí, což má za následek výrazné zvýšení neváženého průměru nad medián a nárůst nesouladu mezi jednotlivými zeměmi. Ten se dále prohloubil v následujících letech, kdy nezaměstnanost rostla především v zemích nejvíce postižených dluhovou krizí. Od poloviny roku 2013 dochází s postupným oživením ekonomik k mírnému poklesu nesouladu v mírách nezaměstnanosti a k poklesu její průměrné hodnoty. Míry nezaměstnanosti zůstávají ale výrazně odlišné – například Německo dosahuje nižší úrovně než před krizí, naproti tomu nezaměstnanost v Řecku a Španělsku převyšuje 20 %.

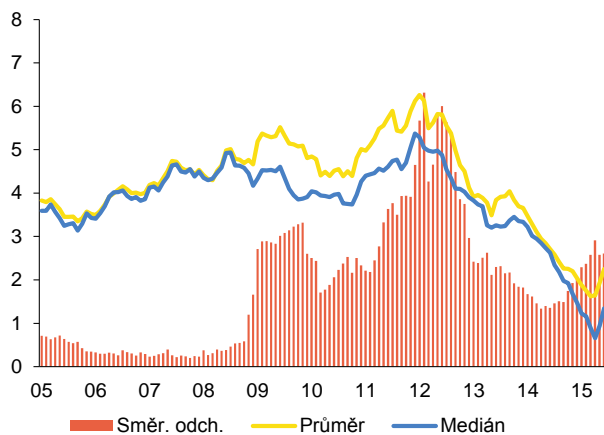
Pro úspěšné fungování měnové unie je vedle konvergence reálných veličin důležitá i **konvergence nominální**. Rozdíly dlouhodobých úrokových sazeb a inflace signalizují strukturální odlišnosti i rozdílnou konkurenceschopnost ekonomik. Zároveň vedou k rozdílným reálným úrokovým sazbám a tedy i k odlišným měnovým podmínkám v jednotlivých zemích.

Dlouhodobé úrokové sazby dosahovaly v předkrizových letech podobných úrovní (Graf 5), od konce roku 2009 však u nich došlo k výraznému nárůstu nesouladu s tím, jak finanční krize zasáhla jednotlivé členy měnové unie v různé míře a dále z důvodu začínající dluhové krize v eurozóně. Rozdíly viditelně poklesly až ke konci roku 2012 po oznámení programu přímých měnových transakcí (*Outright Monetary Transactions, OMT*) ze strany ECB, což vedlo ke zklidnění situace na trzích státních dluhopisů zemí eurozóny. Pokles rozdílů pak pokračoval zhruba do poloviny roku 2014, poté došlo k jejich opětovnému zvýšení vlivem nárůstu rizikových prémie zemí tzv. jižního křídla eurozóny. Od konce roku 2012 se rovněž významně snížil průměr i medián výnosů. Jejich klesající trend byl sice v roce 2013 dočasně přerušeno v souvislosti s oznámením plánovaného zpomalování nákupů cenných papírů ze strany Fedu,

na začátku letošního roku se však obnovil v souvislosti s oznámením programu nákupů vládních dluhopisů ze strany ECB. Ke konci sledovaného období nicméně výnosy opět mírně vzrostly.

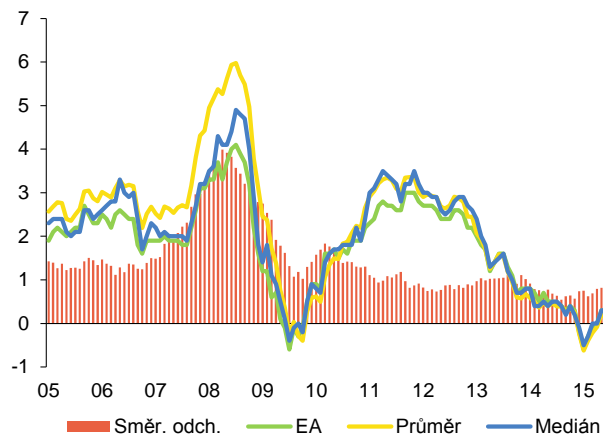
Graf 5: Dlouhodobé úrokové sazby v zemích eurozóny

(v %)



Graf 6: Inflace v zemích eurozóny

(mzr., v %)



Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: Řada EA zobrazuje vážený průměr inflací zemí eurozóny, kde váhami jsou podíly výdajů domácností daných zemí na výdajích domácností v eurozóně. Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezonně očištěné.

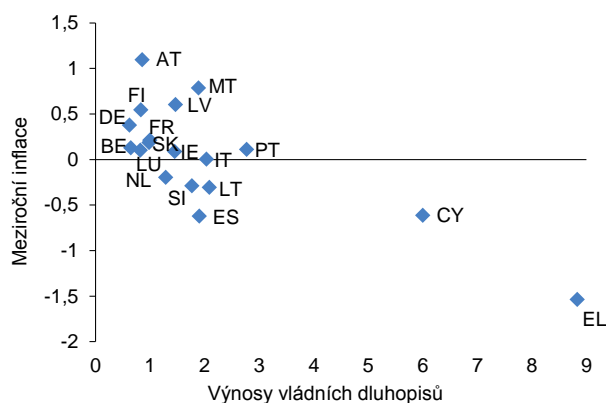
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Úroveň **inflace** (Graf 6) jednotlivých zemí eurozóny byla do roku 2007 relativně sladěná, dočasný nárůst nesouladu poté přišel s globální krizí. V současnosti se inflace ve všech zemích eurozóny nachází výrazně pod definicí cenové stability ECB. Velmi nízkým hodnotám čelí v poslední době i jádrové země eurozóny, z nichž některé na začátku letošního roku zaznamenaly mělkou deflacii, zejména z důvodu poklesu cen ropy. Nízké či dokonce záporné hodnoty inflace představují pro další konvergenci zemí eurozóny riziko z několika důvodů. Za prvé, reálné zadlužení zemí jižního křídla, které čelí deflacii, roste rychleji než nominální. Deflace v těchto zemích v kombinaci s nadále poměrně vysokými nominálními **úrokovými sazbami** (Graf 7) znamená vysoké reálné úrokové sazby a tedy velké reálné náklady na obsluhu dluhu. Za druhé, pozorovaný nízký inflační diferenciál jádrových zemí eurozóny vůči zemím jižního křídla a celkově nízká inflace znamenají, že proces přizpůsobení a návrat konkurenceschopnosti jižních zemí cestou vnitřní devalvace bude trvat déle, než by tomu bylo v případě vyššího inflačního diferenciálu. Z výše uvedeného vyplývá, že vysoká nominální konvergence může bránit obnovení konvergence reálné.

Alternativní pohled na sladěnost veličin zemí eurozóny přináší zobrazení pořadí jednotlivých zemí v rámci eurozóny podle šesti makroekonomických kritérií (Graf 8). V grafu lze pozorovat, že se v eurozóně nachází **skupiny zemí s obdobnými charakteristikami** a také to, že země s vysokým vládním zadlužením často vykazují problematické hodnoty ostatních makroekonomických ukazatelů. Pozorovaným skupinám (shlukům) zemí se blíže věnuje Box 1.

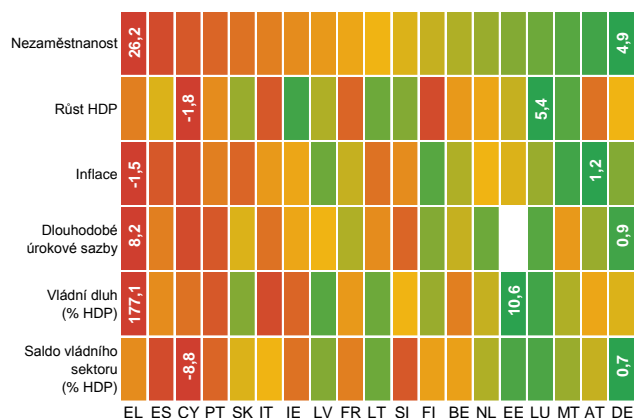
Graf 7: Dlouhodobé nominální úrokové sazby a inflace v zemích eurozóny

(v %)



Pozn.: Průměrné nominální výnosy desetiletých dluhopisů pro konvergenční účely a průměrná meziroční inflace za období červenec 2014 až červen 2015.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 8: Shrnutí základních makroekonomických ukazatelů v zemích eurozóny

Pozn.: Barva dlaždice zachycuje pořadí země podle průměrné hodnoty daného ukazatele v období od ledna 2014 do června 2015. U inflace je barva dlaždice měřítkem odchylky od 2 %, číslo na dlaždici poté hodnotou inflace. Země byly seřazeny podle úrovně nezaměstnanosti (od nejvyšší po nejnižší). Časová řada dlouhodobých úrokových sazeb pro Estonsko není dostupná.

Zdroj: ECB, Eurostat, výpočet ČNB

Box 1: Strukturální sladěnost zemí eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy

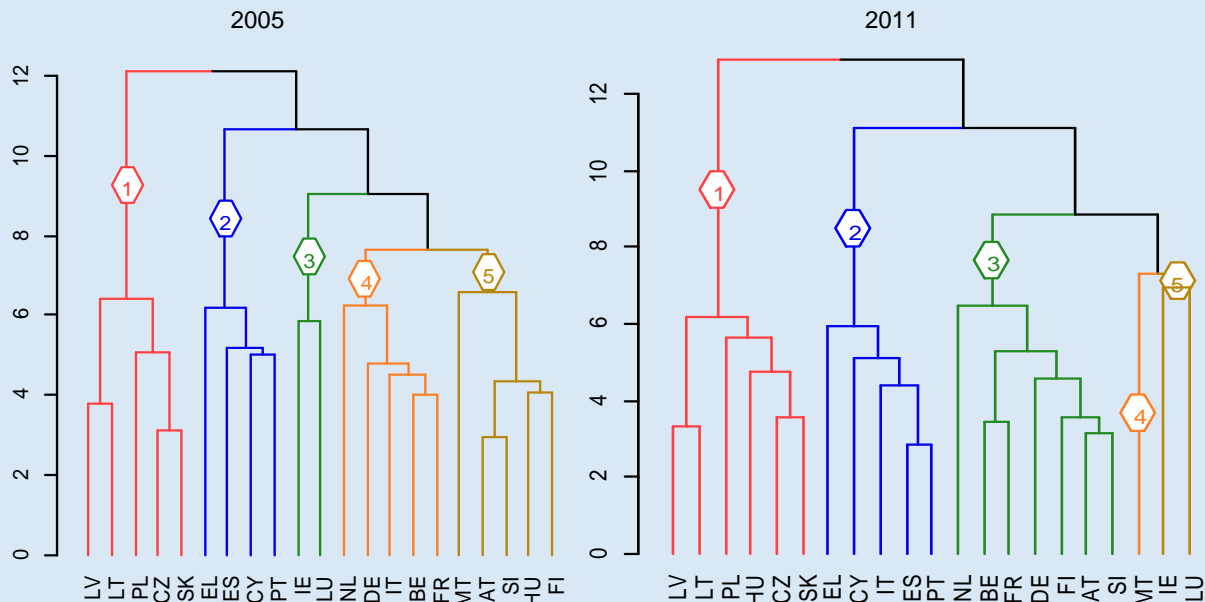
Loňské Analýzy sladěnosti nabídly pohled na ekonomickou sladěnost zemí eurozóny a středoevropského regionu optikou shlukové analýzy. Tato metoda třídí prvky do skupin s cílem maximalizovat stejnorodost v rámci skupiny a heterogenitu mezi skupinami, a jejím výsledkem je dendrogram, kde je ilustrována příslušnost země do shluku. Jedním z loňských závěrů bylo nalezení větší **cyklické** sladěnosti České republiky s některými jádrovými zeměmi eurozóny (například s Německem a Rakouskem) oproti řadě jiných stávajících členů eurozóny. Cílem letošního boxu je pomocí stejné metody vyhodnotit **strukturální** podobnost jednotlivých ekonomik. Struktura hospodářské aktivity je zachycena podíly základních odvětví ekonomiky (21 odvětví podle klasifikace NACE) na celkové přidané hodnotě, přičemž vzorek srovnávaných zemí zůstal zachován.

Dendrogramy ilustrují rozdílné postavení jednotlivých zemí v rámci shluků v letech 2005 a 2011 (Graf B1).¹⁷ V obou obdobích je patrná výlučnost Lucemburska jako finančního centra a Irsko jako země orientované na nové technologie a finanční služby. Různorodý vývoj lze pozorovat u zemí eurozóny, které v roce 2005 tvořily Shluk 4 (Nizozemí, Německo, Itálie, Belgie a Francie). Zatímco ekonomická struktura Francie, Belgie a Nizozemí zůstala po celé sledované období podobná (protože u všech klesal mimo jiné podíl zpracovatelského průmyslu a rostl podíl výzkumu, vzdělání a zdravotní péče), u Německa podíl

¹⁷ Roky 2005 a 2011 tvoří počátek a konec období, pro které je k dispozici detailní struktura hospodářské aktivity pro všechny sledované země ve vzorku. Ve výpočtech bylo použito reálně 20 odvětví, protože poslední z nich (tzv. Aktivity mimoteritoriálních institucí a orgánů) mělo většinou nulovou hodnotu.

zpracovatelského průmyslu naopak rosti. Navíc Itálie se v roce 2011 přesunula do shluku zemí jižního křídla a je u ní patrný odklon od průmyslu směrem ke službám, jako jsou realitní a administrativní služby či veřejná správa.

Graf B1: Dendrogramy – odvětvová struktura



Pozn.: Na svislé ose jsou čtvercové euklidovské vzdálenosti. Země jsou barevně odlišeny od páté úrovně, tj. od nalezení pěti shluků.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

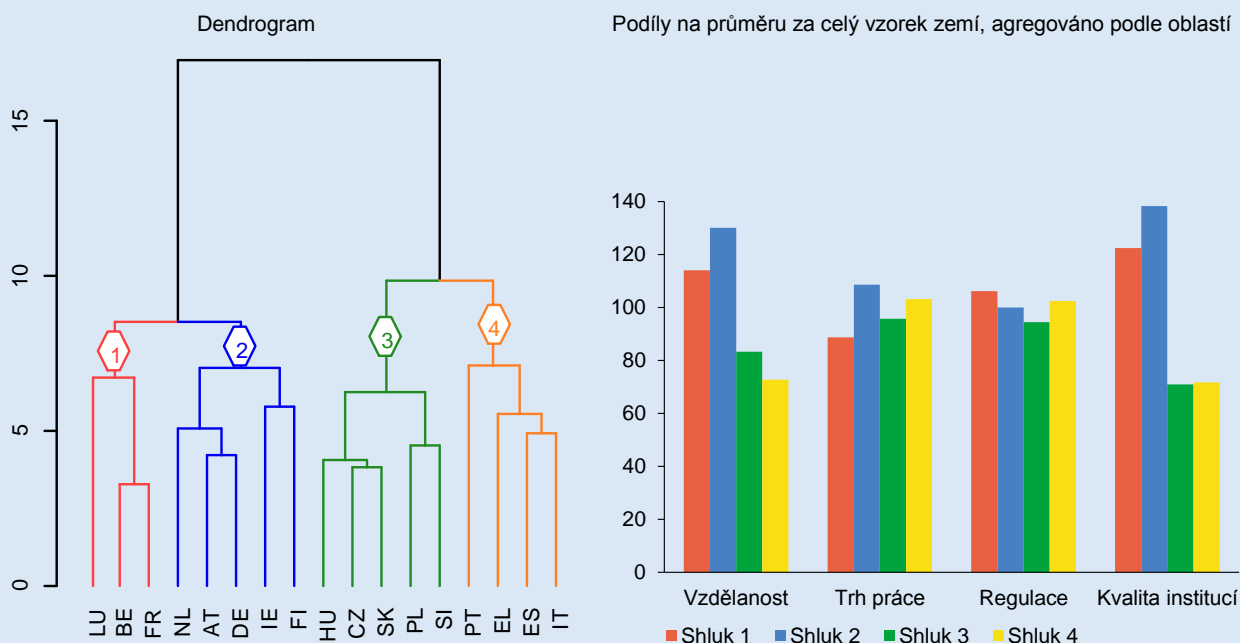
V případě zemí středoevropského regionu (Shluk 1) nedošlo v odvětvové struktuře mezi lety 2005 a 2011 k výrazným změnám. Oproti Belgii a Francii je u České republiky, Polska a Maďarska patrný vyšší podíl průmyslu a nižší podíl služeb, což je strukturálně bližší Rakousku či Německu. Shluková analýza pro hrubší odvětvové členění (pouze 10 odvětví), kterou zde pro úsporu místa neuvádíme, tyto země dokonce přiřazuje do jednoho shluku. Důvodem je podstatně menší důraz na odvětví služeb, která jsou v hrubším členění agregována.

Pohled na strukturu ekonomiky pomocí podílů jednotlivých odvětví na přidané hodnotě je ovšem značně úzký. Proto byla shluková analýza aplikována v dalším kroku také na institucionální ukazatele, jejichž vliv se z dlouhodobého hlediska projeví na potenciálním růstu ekonomiky. Tyto ukazatele lze rozdělit do čtyř oblastí: vzdělanost, trh práce, regulace a kvalita institucí. Výběr sledoval práci Irac a Lopez (2015), která aplikovala shlukovou analýzu na 27 ukazatelů pro země eurozóny. Konzistentní sada 26 ukazatelů byla získána pro všechny sledované země s výjimkou Malty, Kypru, Litvy a Lotyšska, a to pro rok 2007. Výsledný dendrogram zobrazuje Graf B2 vlevo.

V rámci sledovaného vzorku zemí lze nalézt základní čtyři shluky. Země středoevropského regionu (Shluk 3) jsou strukturálně blíže zemím jižního křídla (Shluk 4) než ostatním zemím eurozóny (Shluky 1 a 2). Při bližším pohledu na jednotlivé oblasti (Graf B2 vpravo) je pak patrné, že největší rozdíl mezi shluky je v kvalitě institucí. Průměrná kvalita institucí ve středoevropském regionu dosáhla v roce 2007 zhruba 70 % průměru za celý vzorek zemí. V rámci indikátorů pro tuto oblast pak nejnižších hodnot dosáhly podíly Shluku 3 v kategorii respektování práva a úrovni korupce (méně než 50 %, resp. 60 % průměru za celý vzorek

zemí). U Shluků 3 a 4 je dále nižší úroveň ukazatele vzdělanosti, zejména pak u výdajů podniků na výzkum a vývoj, stejně jako u množství registrovaných patentů¹⁸. Středoevropský region (Shluk 3) má ale v průměru lepší výsledky než jižní křídlo (Shluk 4) ve srovnání podílů vysokoškolsky vzdělaných či ve výsledcích testu čtení u studentů.

Graf B2: Strukturální ukazatele v roce 2007



Pozn.: Na svislé ose jsou čtvercové euklidovské vzdálenosti. Země jsou barevně odlišeny od čtvrté úrovně, tj. od nalezení čtyř shluků. Podílů na průměru podle oblastí (obrázek 2 vpravo) jsou počítány následovně: pro jednotlivé ukazatele jsou průměry za shluky vyjádřeny jako procento průměru za celý vzorek zemí a následně jsou hodnoty za indikátory zprůměrovány za celou oblast.

Zdroj: Eurostat, OECD, IMD, World Bank, World Economic Forum, výpočet ČNB.

Výsledky pro regulaci (zejména v oblastech přístupu k úvěrování a ochrany malých investorů) jsou na rozdíl od ostatních oblastí pro všechny shluky podobné. Rozdíly ve struktuře trhu práce nejsou jednoznačné, jelikož jednotlivé shluky čelí různým rigiditám. V zemích jižního křídla je patrný vyšší podíl krátkodobě zaměstnaných a větší ochrana zaměstnanců, zatímco ve středoevropském regionu je patrný výrazně vyšší podíl dlouhodobě nezaměstnaných.

Lze shrnout, že hospodářská struktura České republiky se v hrubých rysech odvětvově blíží Německu či Rakousku, na rozdíl od nich má však stále relativně nízké podíly jednotlivých sektorů služeb. Z pohledu institucionálních ukazatelů pak zaostává v rozsahu soukromých výdajů na výzkum a vývoj, stejně jako v respektování práva a úrovni korupce.

1.2 FISKÁLNÍ SITUACE ZEMÍ EUROZÓNY

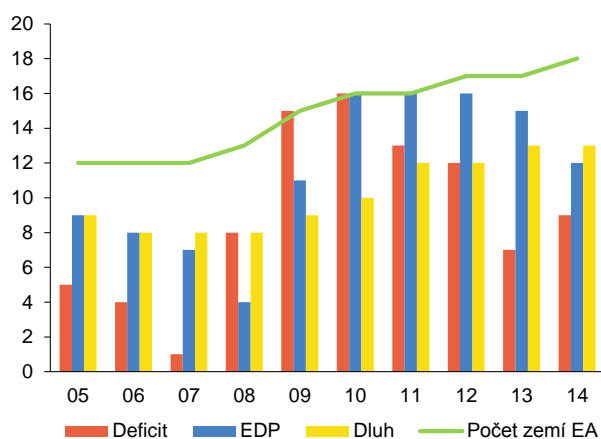
Pro úspěšné fungování měnové unie bez fiskálních transferů mezi jejími členy je důležité, aby jednotlivé vlády měly prostor stimulovat národní ekonomiku fiskální expanzí (tj. vládními výdaji či snížením daní) v případě negativních asymetrických šoků. Dosavadní **(ne)dodržování Paktu o stabilitě a růstu** (kritéria deficitu a dluhu) včetně počtu zemí, u nichž probíhal postup při nadměrném schodku (EDP), poukazuje na dlouhotrvající

¹⁸ Lze diskutovat, že počet registrovaných patentů není vhodnou aproximací ukazatele vzdělanosti. Jedná se o obchodní rozhodnutí firmy, jestli si bude vynález patentovat a prodávat licenci nebo ho ponechá v utajení a bude profitovat z příslušné renty.

nedostatečnou fiskální disciplínu jednotlivých členů měnové unie (Graf 9), která je hlavní příčinou současných problémů eurozóny. Ke zlepšení situace došlo v předchozích dvou letech, především u kritéria deficitu, díky fiskální konsolidaci v průběhu minulých let a díky oživení růstu některých ekonomik. To v průběhu loňského roku a první poloviny letošního roku vedlo k ukončení EDP u pěti zemí eurozóny.

Při pohledu na **fiskální situaci** jednotlivých zemí (Graf 10) je vidět, že kritérium deficitu i dluhu současně splňuje pouze pět zemí eurozóny, z nichž pouze Lucembursko patří mezi zakládající země měnové unie. Ačkoliv došlo u většiny zemí v minulých dvou letech ke snížení rozpočtových deficitů oproti předchozím letům, rychlé a výrazné zlepšení fiskální situace v celé eurozóně nelze očekávat. Fiskálními problémy totiž trpí zejména státy jižního křídla eurozóny, kde jsou rozpočtové nerovnováhy spojeny s celkovou makroekonomickou a finanční nestabilitou, které brzdí jejich hospodářský růst. U těchto zemí je navíc problematická velmi nízká inflace, potažmo deflace, která je na jednu stranu nutná pro obnovení jejich cenové konkurenceschopnosti v rámci měnové unie, na druhou stranu ale dále zvyšuje reálnou hodnotu dluhu těchto zemí.

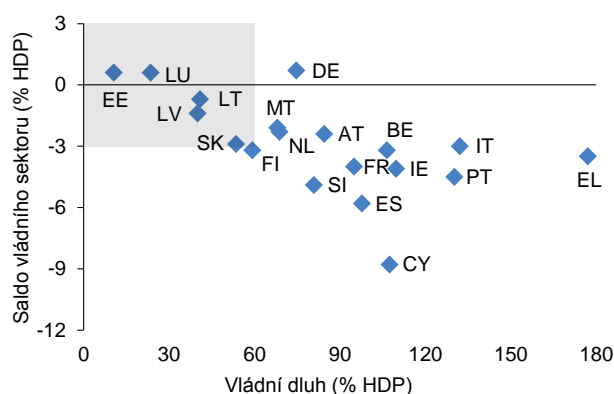
Graf 9: Nedodržování fiskálních kritérií



Pozn.: Počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu, který předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Řada EDP zobrazuje počet zemí v postupu při nadměrném schodku. Počet zemí v EDP může být vyšší než počet zemí s nadměrným schodkem, protože EDP probíhá většinou několik let.

Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočty ČNB

Graf 10: Fiskální situace zemí eurozóny



Pozn.: Data za rok 2014. V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu (viz také Graf 9).

Zdroj: Eurostat

2 HOSPODÁŘSKOPOLITICKÝ A INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EVROPSKÉ UNII A V EUROZÓNĚ

V roce 2014 i 2015 pokračovalo v EU pozvolné ožívání **hospodářského růstu**, který ve většině států postupně nabíral na intenzitě. Růst zůstával přesto poměrně křehký a byl doprovázen deflačními tlaky, na něž centrální banky v čele s Evropskou centrální bankou reagovaly pokračováním uvolněné měnové politiky včetně uplatňování nekonvenčních měnověpolitických nástrojů. Příznivě na růst působily nízké ceny ropy a dalších energetických komodit i oslabení eura. Opačným směrem pak působila geopolitická nestabilita v regionech blízkých EU a obavy z potenciálního návratu recese v důsledku možného přelivu hospodářských problémů z Řecka do dalších zemí EU. Překážkou rychlejšímu růstu byla také vysoká úroveň

zadlužení jak soukromého, tak veřejného sektoru v řadě členských států, která snižuje účinnost měnové politiky ECB a omezuje prostor vlád pro fiskální stimulaci.

Na poli **hospodářské politiky** země EU v uplynulém a letošním roce pokračovaly v diferencované fiskální konsolidaci, kterou doplnily o zvýšený důraz na fiskální podporu hospodářského růstu a investic a strukturální reformy včetně úsilí o zlepšení situace na trhu práce, jež v některých zemích stále zůstává značně neuspokojivá.¹⁹ Podpora růstu, investic a tvorby pracovních míst proto představovala klíčové priority Evropské komise pro rok 2015.²⁰ Obdobná témata se odrazila i v doporučeních adresovaných jednotlivým členským zemím EU v rámci pravidelného, v pořadí již pátého **evropského semestru** koordinace hospodářských politik, zahájeného v listopadu 2014 zveřejněním Roční analýzy růstu 2015.²¹ Doporučení eurozóně se letos týkala snižování zdanění práce, reformy trhu se službami, koordinace rozpočtových politik, implementace legislativy bankovní unie (včetně zajištění funkčnosti jednotného fondu pro řešení krizí do jara 2016), posílení tržního financování ekonomiky, podpory reformy národní insolvenční legislativy a posílení hospodářské a měnové unie a hospodářskopolitického řízení v eurozóně.

V souladu s požadavky legislativy tzv. *Six-packu*²² a *Two-packu*²³ upravující hospodářskou a fiskální koordinaci států EU provedla Evropská komise v prosinci 2014 vyhodnocení jejího fungování. V něm připomněla krátký čas, který uplynul od účinnosti příslušné legislativy, upozornila na vysokou komplexitu jejích ustanovení a doporučila dílčí úpravy koordinačního rámce, nenavrhl však žádné legislativní změny.

Nadále pokračují stabilizační **makroekonomické ozdravné programy** za účasti EU a Mezinárodního měnového fondu v Řecku a na Kypru. Jestliže kyperský program zahrnující finanční pomoc Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) a MMF v celkové výši 10 mld. EUR, dohodnutý v roce 2013, pokračuje uspokojivě,²⁴ vývoj v Řecku se v letošním roce výrazně zhoršil v návaznosti na některá politická rozhodnutí a opatření nové vlády nastoupivší po lednových předčasných volbách.

Zatímco v uplynulém roce se **řecká hospodářská situace** velmi mírně zlepšovala,²⁵ v letošním roce se očekává propad země zpět do recese. Situace byla dále zhoršena nejistotou ohledně udržení domácí a zejména zahraniční platební schopnosti země, která eskalovala poté, co se řecká vláda v červnu 2015 nedohodla na prodloužení záchranného programu financovaného z Evropského nástroje finanční stability (EFSF) a MMF, končícího 30. června 2015. Země se rovněž ocitla v prodlení s honorováním splatných závazků vůči MMF. Po intenzivních a velmi komplikovaných vyjednáváních se nicméně podařilo zajistit setrvání Řecka v eurozóně a dosáhnout dohody nad novým programem finanční pomoci navázaným na přísná reformní opatření, k jejichž přijetí se řecká vláda zavázala. Další vývoj přesto zůstává značně nejistý, zejména s ohledem na otázku udržitelnosti řeckého vládního dluhu, který v roce 2014

¹⁹ Úroveň nezaměstnanosti dosahovala například v Řecku 25,6 %, Španělsku 22,5 %, na Kypru 16,2 % a v Chorvatsku 15,3 % (zdroj Eurostat, sezónně očištěné hodnoty, červen 2015).

²⁰ Evropská komise (2014b).

²¹ Evropská komise (2014a).

²² Tzv. Six-pack platný od prosince 2011 tvoří balíček šesti legislativních opatření, mezi něž patří novela preventivní i nápravné části Paktu o stabilitě a růstu, nařízení o účinném vynucování rozpočtového dohledu v eurozóně, nařízení o prevenci a nápravě makroekonomických nerovnováh, nařízení o vynucovacích opatřeních pro nápravu nadměrných ekonomických nerovnováh v eurozóně a směrnice Rady o požadavcích na národní rozpočtové rámce.

²³ Tzv. Two-pack platný od května 2013 obsahuje dva legislativní akty zaměřené výhradně na země eurozóny, které dále prohloubily koordinaci hospodářských a fiskálních politik. Nová opatření zavádějí důsledný rozpočtový dohled nad zeměmi eurozóny, a to se zvýšenou intenzitou nad státy, které se nacházejí v postupu při nadměrném schodku, a nad těmi, které potřebují finanční pomoc. V neposlední řadě kodifikuje a sjednocuje pravidla pro předkládání návrhů rozpočtových plánů států eurozóny na následující rok a dále pravidla nápravných programů pro země ve finančních potížích.

²⁴ Zatím poslední hodnocení mise na Kypru proběhla 14.–24. července 2015 a konstatovala postupné zlepšování finanční situace, plnění fiskálních cílů i pokrok při provádění strukturálních reforem (Evropská komise 2015b).

²⁵ Řecko v roce 2014 poprvé od začátku hospodářské a finanční krize v roce 2008 zaznamenalo meziroční růst HDP ve výši 0,8 % (Evropská komise 2015a).

dosáhl 177 % HDP.²⁶ Z důvodu urgentní potřeby uhradit splatné závazky řecké vlády vůči jejím věřitelům bylo nutné před schválením záchranného programu v celkové výši až 86 mld. EUR z ESM využít přechodné finanční pomoci ze staršího unijního nástroje EFSM.²⁷ Tento úvěr z EFSM byl následně splacen 20. srpna 2015 z prostředků poskytnutých Řecku ze záchranného programu z ESM.²⁸

V roce 2015 také akcelerovala debata o **posílení správy v hospodářské a měnové unii**. Původní plán na vytvoření systému tzv. dvoustranných smluvních ujednání doprovázených tzv. mechanismy solidarity se ukázal jako nereálný z důvodů právních i politických, a tak nebyl – oproti závěrům Evropské rady z prosince 2013 – Evropskou radou již dále diskutován. Namísto toho byla oživena idea hlubší reformy hospodářské a měnové unie, jejíž konkrétní kontury měla navrhnout tzv. zpráva čtyř, resp. pěti předsedů zpracovávaná pod vedením předsedy Evropské komise Jean-Claudea Junckera. Tato zpráva byla nakonec pod názvem „**Dokončení evropské hospodářské a měnové unie**“ (dále Zpráva) publikována v červnu 2015. Zpráva vychází z dosavadního členění dřívějších tří „zpráv čtyř předsedů“ z roku 2012 a obsahuje témata (i) hospodářské unie, (ii) finanční unie, (iii) fiskální unie a (iv) demokratické odpovědnosti, legitimacy a posílení institucí EU. Oproti dřívějším zprávám se vyznačuje relativně nižší ambiciózností a menším počtem nových témat. Dříve diskutované návrhy na vytvoření „fiskální kapacity“ eurozóny, nástroje konvergence a konkurenceschopnosti (CCI) či vytvoření institucionálních mechanismů pro výraznější kontrolu národních fiskálních politik se v předkládané zprávě buď již vůbec neobjevují (např. kontroverzní nástroj CCI), nebo jsou přítomny v silně rozvolněné podobě, což se projevuje jak v novém názvosloví (např. „fiskální stabilizační funkce“ namísto „fiskální kapacita“), tak především ve velmi vágním pojetí jejich role, které umožňuje různé interpretace.

Většina opatření je formulována tak, aby byla proveditelná v relativně krátkodobé perspektivě, ve stávajícím rámci primárního práva EU a mnohdy jen lepší implementací již existujících právních předpisů.²⁹ Změna primárního práva sice není vyloučena, ale počítá se s ní především v delším horizontu. V některých případech se předpokládá přijetí nových norem sekundárního práva EU, avšak i zde platí, že mnohá z navrhovaných opatření jsou pouze oživením již dříve rezonujících plánů (jednotný evropský systém pojištění vkladů, posílení Evropské rady pro systémová rizika). Zpráva dále předpokládá revize některých evropských mezinárodních smluv (zlepšení účinnosti a usnadnění přímé rekapitalizace z ESM) a jejich postupné vtělení do rámce primárního práva EU (Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii, Dohoda o převádění a sdílení příspěvků do jednotného fondu pro řešení krizí). Za novinku lze pokládat návrh na zřízení orgánů pro konkurenceschopnost či Evropské fiskální rady dle některých starších v evropské diskusi zaznívajících návrhů.³⁰ Většina zásadnějších návrhů

²⁶ Evropská komise (2015a)

²⁷ Evropský mechanismus finanční stabilizace (EFSM) byl založen v roce 2010 jako dočasný nástroj Evropské unie pro zajišťování její finanční stability. Prostřednictvím EFSM může EU poskytovat finanční pomoc formou půjček nebo úvěrových linek státům, které „z důvodu mimořádných událostí, jež nemohou ovlivnit, čelí vážným hospodářským nebo finančním obtížím nebo jsou z téhož důvodu takovými obtížemi vážně ohroženy“. Z EFSM byla již dříve poskytnuta finanční pomoc Irsku (2010) a Portugalsku (2011). Od roku 2014 měl však být zcela nahrazen stálým mechanismem ESM.

²⁸ Dne 17. července 2015 Rada EU rozhodla o poskytnutí krátkodobého překlenovacího úvěru řecké vládě z nástroje EFSM v celkové výši 7,16 mld. EUR, který jí umožnil vyrovnat závazky po splatnosti vůči MMF a otevřel cestu k dohodě o záchranném programu z ESM. Finanční pomoc poskytnutá z EFSM je zaručena rozpočtem EU, a tedy zprostředkovaně všemi členskými státy Unie včetně ČR. Proto byl současně přijat kompenzační mechanismus, který poskytuje všem členským státům mimo eurozónu právní záruky, že v případě potřeby uhradit ztrátu EFSM by s ní spojené náklady těchto států byly v plné výši refundovány ze strany zemí eurozóny. Pokud by řecká vláda neuhradila svůj závazek vůči EFSM, byla by tato případná ztráta kryta z rozpočtu EU, přičemž Evropská komise by všechny členské státy v takovém případě mohla požádat o doplnění příslušných prostředků do rozpočtu EU podle jejich podílů na vlastních zdrojích rozpočtu. Podíl ČR na vlastních zdrojích rozpočtu EU činí cca 1,2 %.

²⁹ Jde například o zlepšení fungování evropského semestru a postupu při nadměrné nerovnováze, zapojení Evropského parlamentu a národních parlamentů do evropského semestru, jednotná reprezentace eurozóny v mezinárodních finančních institucích, zřízení funkce stálého předsedy Euroskupiny „na plný úvazek“ aj.

³⁰ Viz Sapir, Wolff (2015).

obsažených ve Zprávě se týká pouze členských států eurozóny, přičemž u mnoha z nich lze počítat s tím, že vyvolají kontroverze.³¹

Zpráva nevyklučuje větší změny primárního práva ve středně- a dlouhodobém horizontu, nicméně nenastiňuje jejich možnou podstatu. Ta by měla být teprve předmětem dalších diskuzí. Podrobnější návrhy pro delší horizont by měla obsahovat Bílá kniha, kterou má Evropská komise zveřejnit v roce 2017 na základě předchozí práce odborných skupin. Ke změnám správy v eurozóně tak materiál nevolí cestu zásadních právně-institucionálních reforem a změn primárního práva EU, ale spíše sekundární legislativy a rovněž lepšího využití stávajících nástrojů, zejména v oblasti koordinace. Právě koordinační metoda integrace v rámci stávajícího primárního práva může být velmi účinná, neboť potenciálně umožňuje *de facto* vymahatelně požadovat po státech eurozóny takřka jakákoli opatření, aniž by bylo zapotřebí formálně přenášet další národní pravomoci na úroveň EU.³²

Z hlediska **institucionálního vývoje EU** došlo během uplynulého roku k několika dílčím změnám, které poznamenaly i vztah mezi členy a nečleny eurozóny. Především jde o nový systém výpočtu kvalifikované většiny, jenž vstoupil v účinnost v listopadu 2014, díky kterému nově státy eurozóny touto kvalifikovanou většinou disponují. Do konce března 2017 je však v platnosti přechodné období, během něhož může kterýkoliv stát požádat o hlasování v režimu původním. Kromě této procedurální změny se v posledním roce opět obnovila role summitu eurozóny při řešení zásadních otázek měnové unie, a to právě v souvislosti s uvedenou řeckou krizí. Summity jsou řízeny předsedou Evropské rady a mají neformální povahu.³³

Zdůrazněním role summitu se potvrdil dlouhodobý trend změny způsobu rozhodování a správy v EU a v eurozóně a posun směrem k novému intergovernmentalismu, jehož znakem je mj. využívání mezinárodněprávních nástrojů mimo rámec práva EU či hojně diskutované užívání institucí EU mimo právní rámec EU.³⁴ V institucionální rovině se tato změna projevila právě **posílením Evropské rady a Eurosummitu**, které od roku 2009 hrají klíčovou roli při přijímání nouzových opatření k odstraňování negativních dopadů krize i prevenci jejího opakování a prohlubování.³⁵ Toto posílení role summitů hlav států a vlád doprovázelo relativní oslabení váhy Evropské komise a částečně i Evropského parlamentu, jakkoli tato instituce současně během krize získala některé nové role.³⁶ Daleko více než oba nadnárodní orgány však byly oslabeny národní zákonodárné sbory. K tomu přistupuje i vliv nových nástrojů, jako jsou tzv. kondicionality v politice soudržnosti EU, jež jsou aplikovány od r. 2015 a které zvyšují faktickou vymahatelnost doporučujících aktů přijímaných v rámci koordinačních procedur evropského semestru.

Také v roce 2015 pokračovaly kroky k vytváření tzv. **bankovní unie**, jejíž jednotlivé pilíře tvoří Jednotný mechanismus dohledu (*Single Supervisory Mechanism, SSM*), Jednotný mechanismus pro řešení krizí (*Single Resolution Mechanism, SRM*) a jednotná pravidla dohledu nad úvěrovými institucemi (tzv. *Single Rulebook*). Klíčové legislativní akty ustavující základní stavební kameny bankovní unie byly přijaty v letech 2013 a 2014; v letošním roce probíhaly především práce na prováděcích předpisech, transpozici do vnitrostátního práva či ratifikaci

³¹ Např. extenzivní využívání procedury makroekonomických nerovnováh, návrh na zřízení společného jistění (backstopu) pro jednotný fond pro řešení krizí (SRF), plány na vznik evropského systému pojištění vkladů, na sjednocení dohledu nad kapitálovým trhem a harmonizaci v oblasti insolvenčního práva. V oblasti fiskálních politik bude problematickým bodem návrh na zřízení fiskální stabilizační funkce a subjektu pro správu finančních prostředků eurozóny (euro area treasury), a to i přesto, že je v materiálu pojat velmi obecně.

³² Viz Belling (2012).

³³ Neformální povaha summitu je v souladu s čl. 12 odst. 1 Smlouvy o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii (tzv. Fiskální pakt). Naopak prozatím nedošlo k implementaci ustanovení čl. 12 odst. 3 Fiskálního paktu, podle kterého se nejméně jednou ročně mají konat summity ve formátu všech smluvních stran, jež jej ratifikovaly.

³⁴ Viz Curtin (2014), Bickerton, Hodson, Puetter (2015) a Dawson (2015); Craig (2013), Peers (2013).

³⁵ Belling (2014).

³⁶ Viz Schepers (2012: 333), Streeck (2015), Fasone (2014). Konkrétně se to týkalo účasti zástupců EP na přípravě tzv. Fiskálního paktu na počátku roku 2012, jakož i na sjednávání mezivládní Dohody o převádění a sdílení příspěvků do jednotného fondu pro řešení krizí v roce 2014, kde *de iure* Evropskému parlamentu nepřísluší žádná pravomoc. Srov. také Dinan (2014).

související mezinárodní dohody o převádění a sdílení příspěvků do jednotného fondu pro řešení krizí (IGA).³⁷ Dostatečný počet zúčastněných členských zemí, které dohodu IGA ratifikovaly, je předpokladem pro spuštění jednotného fondu pro řešení krizí, jež je předpokládáno od 1. ledna 2016.

Na počátku listopadu loňského roku došlo k oficiálnímu spuštění SSM v rámci ECB, který převzal přímý výkon obezřetnostního dohledu nad systémově významnými finančními institucemi v eurozóně. Kromě toho bude vydávat pokyny národním dohledovým orgánům, které dohlíží na ostatní finanční instituce usazené v eurozóně, pro zajištění jednotného výkonu dohledu v bankovní unii. Mnohé otázky faktického fungování SSM, především nastavení praktických vztahů mezi ECB a národními dohledovými orgány, jsou nicméně nadále otevřené.³⁸ Od počátku letošního roku také funguje Jednotný výbor pro řešení krizí (*Single Resolution Board, SRB*), který se poprvé sešel 25. března 2015 a který bude v rámci SRM vykonávat restrukturalizaci úvěrových institucí usazených ve státech účastnících se bankovní unie.

Paralelně k postupnému zavádění jednotlivých pilířů bankovní unie pokračuje také transpozice právních předpisů v oblasti řešení krizí úvěrových institucí, které se vztahují na celou EU. Od 1. ledna 2015 mělo být zahájeno uplatňování směrnice, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků (BRRD). Na vnitrostátní transpozici směrnice BRRD navazuje ustavení národních fondů pro řešení krizí, do nichž by během prvních deseti let fungování měly finanční instituce v daném členském státě přispět částkou odpovídající souhrnu 1 % jejich krytých vkladů.³⁹

Jednou z významných dosud otevřených otázek spojených s ustavením bankovní unie zůstává zajištění dostatečného množství finančních prostředků pro restrukturalizaci úvěrových institucí. Přes nově zakotvenou možnost použití tzv. nástroje *bail-in* pro rekapitalizaci a prostředky úvěrových institucí, jež budou postupně akumulovány v SRF, bude s ohledem na jejich objem a velikost bankovního sektoru EU pro řešení systémově významných krizí zapotřebí ustavení záchranných pojistných finančních mechanismů (tzv. **backstop**) na národní a evropské úrovni financovaných z veřejných zdrojů. Evropská debata ohledně backstopů probíhala i v roce 2015, s ohledem na její vysokou politickou citlivost a složitost však nedospěla ke konkrétním závěrům o podobě společného evropského backstopu. V souladu s dohodou Rady EU z prosince 2013 bude překlenovací financování za SRF v přechodném období, do doby dosažení jeho předpokládané plné kapacity, zajištěno z národních zdrojů.⁴⁰ Do téže doby by také mělo být dosaženo dohody o stálém backstopu pro SRF. V současnosti probíhají technická jednání o možné podobě těchto „národních backstopů“.⁴¹ V listopadu 2015 také Evropská komise předložila legislativní návrh na zřízení Evropského systému pojištění vkladů (EDIS), který by měl tvořit další pilíř bankovní unie.

V České republice probíhá v posledních letech politická **diskuse o možné participaci v bankovní unii**, resp. přesněji v SSM/SRM před přijetím eura. V jejím rámci Ministerstvo financí ve spolupráci s ČNB, Úřadem vlády ČR a MZV připravilo **Studii dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii**. Vláda se 9. února 2015 v souladu se závěry

³⁷ Tato mezinárodní dohoda doplňuje nařízení zřizující SRM a řeší některé otázky související s ustavením jednotného fondu pro řešení krizí (SRF), zejména problematiku postupného sdílení prostředků odváděných do tohoto fondu z národních fondů pro řešení krizí. Dohodu podepsaly všechny členské státy EU kromě Spojeného království a Švédska, tedy i ČR. Její ratifikace však ve většině smluvních států nebyla dosud dokončena. Pro ČR coby členský stát mimo eurozónu z podpisu, resp. uzavření IGA, nyní nevyplývají žádné další povinnosti, neboť její účinnost je odložena, dokud se ČR nestane členem bankovní unie.

³⁸ Viz Gren, Howarth, Quaglia (2015).

³⁹ V případě ČR by se dle odhadů Ministerstva financí jednalo o cílovou částku ve výši cca 27 mld. Kč. (Ministerstvo financí, 2015).

⁴⁰ Rada EU (2013).

⁴¹ Jako nejpravděpodobnější se v současnosti jeví dohoda o systému individuálních národních úvěrových linek pro SRB. V mezidobí je možné pro rekapitalizaci úvěrových institucí v problémech usazených v eurozóně využít finanční prostředky z ESM, a to jak v podobě tzv. nepřímé rekapitalizace, tak rekapitalizace přímé, jejíž použití schválila Rada guvernérů ESM 8. prosince 2014. Celkový objem prostředků pro případné přímé rekapitalizace je omezen na 60 mld. EUR. Viz ESM (2015).

a doporučením předmětné studie rozhodla k bankovní unii v současné situaci nepřipojit a k vyhodnocení otázky přínosů a nákladů účasti v bankovní unii se vrátit v horizontu jednoho roku na základě aktualizované dopadové studie, již má Ministerstvo financí předložit do 29. února 2016. Tématu vstupu vybraných členských států EU mimo eurozónu do bankovní unie před přijetím společné měny se věnovala také **studie Mezinárodního měnového fondu**, která dochází k obdobným závěrům.⁴² Státům, které nemají stanovené datum přijetí společné měny, včetně České republiky, spíše doporučuje vyčkat a za stávajících podmínek do bankovní unie před přijetím eura nevstupovat. Na základě dostupných informací dosud žádný z členských států EU mimo eurozónu oficiálně o vstup do SSM (navázání tzv. úzké spolupráce s Evropskou centrální bankou) nepožádal.⁴³

Měnová politika Evropské centrální banky pokračovala v uplynulém roce v trendu uvolňování měnových podmínek ve snaze čelit deflačním tendencím, podpořit oživení ekonomického růstu a hladký tok úvěrů do reálné ekonomiky. Po snížení klíčových úrokových sazeb v září 2014 již Rada guvernérů ECB k jejich dalšímu snižování nepřikročila a ty tak setrvaly na historicky nejnižších hodnotách: hlavní repo sazba 0,05 %, depozitní sazba -0,20 % a mezní zápůjční sazba 0,30 %. Namísto toho využívala ECB dalších nástrojů kvantitativního uvolňování – programů pro zvýšení likvidity na bankovním trhu, a to cílených dlouhodobých refinančních operací (TLTRO) a rozšířeného programu pro nákup aktiv (EAPP). Rozhodnutí o rozšíření programu nákupu aktiv přijala Rada guvernérů ECB v lednu 2015 a zahrnovalo program nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABSPP) a program nákupu krytých dluhopisů (CBPP3), které byly oba zahájeny koncem loňského roku, jakož i nákup vládních dluhopisů (PSPP). Úhrn měsíčních nákupů by měl činit cca 60 mld. EUR a záměrem ECB je tyto nákupy provádět alespoň do září 2016, s cílem směřovat inflační očekávání ve střednědobém horizontu k hodnotě, která odpovídá definici cenové stability, tj. těsně pod 2 %.⁴⁴

Lze shrnout, že EU a zejména eurozóna v uplynulých letech pokračovala na cestě k výraznému prohlubování koordinace hospodářských a fiskálních politik i směrem k další integraci v oblasti finančních trhů a dohledu nad nimi. Současně lze pozorovat určité vyčleňování eurozóny jako jednotného bloku ve vztahu k ostatním členským zemím EU, a posun těžiště rozhodování o záležitostech hospodářské a měnové unie (včetně témat dotýkajících se všech členů EU) směrem k zemím platícím společnou měnou. Nové instituce (ESM, SSM a SRM) a pravidla vytvořená v reakci na nedávnou hospodářskou a finanční krizi podstatným způsobem změnila podobu eurozóny, a tedy i obsah závazku přijetí eura, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU. Náklady s nimi spojené je třeba řádně zohlednit při rozhodování o načasování vstupu do měnové unie. Kromě přímých nákladů, vyplývajících z případné účasti na záchranných mechanismech eurozóny a omezení národních pravomocí v oblasti dohledu nad úvěrovými institucemi, je přitom třeba vzít v úvahu také možné implikace vyplývající z budoucího uspořádání a institucionálních změn eurozóny, jež jsou nastíněny ve zprávě pěti předsedů o dokončení hospodářské a měnové unie, jakož i fiskální náklady spojené s případnými fiskálními problémy členů eurozóny a jejich finančních sektorů.

⁴² Viz MMF (2015a).

⁴³ Neoficiálně (dle mediálních výstupů) indikovaly pouze Bulharsko, Rumunsko a Dánsko, že zvažují účast v SSM.

⁴⁴ Měnovou politikou ECB se zabýval rovněž Soudní dvůr EU v rámci předběžné otázky, s níž se na něj obrátil německý spolkový ústavní soud, a rozhodl, že program nákupu vládních dluhopisů zemí eurozóny na sekundárních trzích (tzv. Outright Monetary Transactions Programme, OMT) ohlášený ECB v září 2012 byl v souladu s právem EU. (Rozhodnutí Soudního dvora EU ve věci Gauwailer a spol. C-62/14 ze dne 16. 6. 2015). Konečné rozhodnutí o žalobě podané u německého spolkového ústavního soudu (jež bude zajímavé i vzhledem k tomu, že se jedná o první předběžnou otázku adresovanou tímto soudem Soudnímu dvoru EU) však dosud nepadlo.

E VÝSLEDKY ANALÝZ

1 CYKICKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST

Vyšší podobnost ekonomické struktury a hospodářského vývoje České republiky s eurozónou povede k nižším nákladům přijetí eura. Pro českou ekonomiku se sníží riziko časové nesladěnosti nebo neoptimální intenzity reakce společné měnové politiky na ekonomické šoky. Zároveň se sblíží fungování transmisního mechanismu měnové politiky. Sledovány jsou jak přímé ukazatele sladěnosti, které popisují různé aspekty podobnosti vůči eurozóně, tak vliv mezinárodních vztahů a finančního sektoru, které mohou sladěnost zvýšit či snížit.

1.1 PŘÍMÉ UKAZATELE SLADĚNOSTI

Mezi základní přímé ukazatele sladěnosti patří vývoj domácí ekonomické aktivity, měnového kurzu a úrokových sazeb ve srovnání s eurozónou. Konvergence v ekonomické úrovni a cenové hladině přispívá k tomu, že v ekonomice budou probíhat podobné dlouhodobé procesy a nebude docházet k zásadně odlišnému rovnovážnému vývoji oproti eurozóně. Dosažení vysoké synchronizace ekonomického vývoje v průběhu cyklu zvyšuje pravděpodobnost, že bude cyklický vývoj v ekonomikách sladěn i v budoucnosti. Rozdíly v cyklickém vývoji mohou pramenit mj. z rozdílné ekonomické struktury, ale i nedostatečné konvergence v úrovni úrokových sazeb.

1.1.1 Reálná ekonomická konvergence

Stupeň reálné ekonomické konvergence, měřený HDP na hlavu v paritě kupní síly a relativní cenovou hladinou HDP odvozenou z této parity, je základním ukazatelem podobnosti dvou ekonomik. Nízký stupeň dosažené reálné ekonomické konvergence s eurozónou přitom může z hlediska přijetí eura představovat významnou nevýhodu. Pokud se totiž bude mezera ve stupni relativní vyspělosti v budoucnu uzavírat, bude tento proces pravděpodobně spojen s přibližováním cenové hladiny k vyspělejšími zemím. S tím související reálné posilování kurzu vůči euru může ztížit plnění maastrichtských konvergenčních kritérií.⁴⁵ Po přijetí eura pak bude cenová konvergence znamenat kladný inflační diferenciál proti průměru eurozóny, neboť se uzavře možnost reálného posilování měnového kurzu prostřednictvím jeho nominálního zhodnocování. Jedním z důsledků budou nižší reálné úrokové sazby vůči průměru eurozóny. Ty mají řadu příznivých dopadů, jako např. podporu investic, zrychlení procesu dlouhodobé konvergence nebo nižší náklady na obsluhu veřejného dluhu. Zároveň však mohou – jak ukazuje praxe řady konvergujících ekonomik s pevným měnovým kurzem v posledních zhruba deseti letech – přispívat ke vzniku závažných makrofinančních nerovnováh v podobě nadměrné emise úvěrů, bublin na trzích nemovitostí, vysokých schodků běžného účtu platební bilance apod.⁴⁶

Od roku 2013 se pozvolna obnovuje proces přibližování se České republiky k eurozóně v **HDP na hlavu v paritě kupní síly** (Tabulka 1). V roce 2014 přitom úroveň české ekonomické

⁴⁵ Souběžné omezení kladené maastrichtskými kritérii na inflační diferenciál a posilování nominálního kurzu představuje implicitní omezení pro rychlost posilování reálného kurzu. Pokud je rovnovážné reálné zhodnocování rychlejší než toto omezení, může plnění konvergenčních kritérií vyžadovat dočasné podhodnocení kurzu. Tento problém je však zmírňován skutečností, že kurzové kritérium je výrazně tolerantnější k posilování nominálního kurzu než k jeho znehodnocování, včetně možnosti revalvace centrální parity v systému ERM II. Zvýšený důraz kladený již delší dobu na udržitelnost plnění kritéria cenové stability navíc způsobuje, že konvergující země může akceptovat – podobně jako Slovensko v roce 2009 – přijetí eura s nadhodnoceným reálným kurzem, aby se v letech následujících po vstupu do eurozóny vyhnula inflačním tlakům spojeným s konvergencí cenových hladin. Tento přístup však vede k dočasnému zhoršení cenové konkurenceschopnosti dané země.

⁴⁶ Ahrend a kol. (2008), Taylor (2009), Martin (2010).

aktivity dosáhla téměř 79 % průměru eurozóny, čímž poprvé viditelně překonala svou předkrizovou hodnotu roku 2007. Mezi srovnávanými zeměmi se v posledních letech nachází na třetí pozici, stále však výrazně zaostává za Rakouskem a Německem, tedy za vyspělými zeměmi eurozóny.⁴⁷

Tabulka 1: HDP na hlavu v paritě kupní síly

(EA = 100)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	73,8	74,7	77,1	75,4	77,2	75,2	76,6	76,5	77,2	78,8
AT	115,5	115,8	113,9	115,0	116,3	116,8	118,1	120,0	119,6	119,5
DE	106,7	106,8	106,8	107,1	106,1	110,2	112,8	114,0	114,4	116,1
PT	73,4	73,6	73,2	72,9	75,3	75,2	72,3	70,5	73,0	73,3
HU	57,1	57,0	56,1	57,9	59,7	59,9	60,3	60,0	62,1	63,4
PL	46,0	46,8	48,9	50,4	54,8	57,3	59,2	61,1	62,8	63,7
SI	79,4	79,6	80,4	82,9	78,7	77,0	76,2	76,1	76,5	77,4
SK	55,2	57,7	62,1	66,1	66,2	67,5	67,0	68,8	70,2	71,6

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Oproti předkrizovému roku 2007 je mírně výše také úroveň české **cenové hladiny HDP** ve srovnání s eurozónou (Tabulka 2). Od historicky nejvyšší úrovně dosažené v roce 2008 však došlo k jejímu relativnímu poklesu, který korigoval nadměrné posílení kurzu koruny zaznamenávané před pádem Lehman Brothers; v letech 2013–2014 pak reálné oslabení koruny odráželo zejména používání nominálního kurzu jako nástroje dalšího uvolnění měnové politiky ze strany České národní banky na nulové dolní mezi nominálních úrokových sazeb.⁴⁸ V roce 2014 dosáhla česká cenová hladina HDP zhruba 63 % průměru eurozóny, což je významně níže než v Rakousku a Německu. Nižší, i když v menší míře, byla cenová hladina HDP České republiky rovněž v porovnání s Portugalskem a Slovinskem a poprvé také se Slovenskem. Jako tradičně zůstává naopak vyšší než v Maďarsku a Polsku.

Tabulka 2: Průměrná cenová hladina HDP

(EA = 100)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	56,2	59,8	61,2	71,2	66,2	69,8	69,9	68,5	66,1	62,8
AT	103,6	103,4	105,7	106,0	106,4	106,4	107,1	107,5	108,3	108,2
DE	101,4	101,2	101,3	101,0	101,9	100,7	100,6	100,8	101,8	102,1
PT	80,0	80,0	80,5	80,8	79,8	79,9	79,5	77,7	75,5	76,3
HU	60,6	58,7	63,7	64,1	56,4	57,6	57,3	56,8	55,9	55,4
PL	54,3	57,2	59,4	65,7	54,3	57,6	56,9	56,2	55,7	56,7
SI	71,6	73,5	76,7	79,0	81,1	81,1	80,8	79,0	78,1	78,3
SK	51,7	54,3	59,4	63,9	64,3	64,4	66,5	66,7	65,8	65,3

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Analýza empirického vztahu mezi cenovou hladinou HDP a výší HDP na hlavu v paritě kupní síly pro 36 evropských zemí (Model I)⁴⁹ ukazuje, že česká cenová hladina se i v roce 2014 nacházela pod úrovní, která by v mezinárodním srovnání odpovídala dosažené výkonnosti

⁴⁷ V Portugalsku a Slovinsku je nižší HDP na hlavu v paritě kupní síly do značné míry odrazem problémů, s nimiž se tyto země potýkaly v předchozích letech. Ještě výrazněji to platí pro Řecko, které bylo ještě v roce 2010 zřetelně před ČR, aktuálně je však již výrazně za ní (67,5 % průměru eurozóny). Méně rozvinuté než ČR, navzdory své rychlé konvergenci, rovněž všechny tři pobaltské země: Estonsko (68,2 % průměru eurozóny), Lotyšsko (60,3 %) a Litva (69,2 %).

⁴⁸ Franta, Holub a kol. (2014).

⁴⁹ Viz Metodická část a Čihák a Holub (2003; 2005).

ekonomiky. Podle odhadnutého vztahu by měla být česká cenová hladina v relaci k průměru eurozóny zhruba o 19 p.b. vyšší, tj. měla by být mírně nad úrovní cenové hladiny Portugalska či Slovinska. Na druhou stranu hlavní obchodní partneři České republiky, tj. Německo, Rakousko, Slovensko a Polsko, rovněž vykazovali významné odchylky od modelem odhadované cenové hladiny ve stejném směru (v intervalu 8–13 p.b.). Relativně vůči těmto hlavním obchodním partnerům se tedy česká cenová hladina jako výrazně nízká nejeví. Alternativní panelový odhad empirického vztahu mezi cenovou hladinou HDP a výší HDP na hlavu v paritě kupní síly s využitím fixních efektů (Model II) navíc ukazuje, že další (individuálně však nepostihnuté) charakteristiky české ekonomiky ve svém souhrnu systematicky snižují českou cenovou hladinu o více než 18 procentních bodů. Dle tohoto alternativního modelu by česká cenová hladina měla dosahovat 63 % průměru eurozóny, což naznačuje, že reálný kurz koruny v roce 2014 zhruba odpovídal rovnovážným hodnotám.⁵⁰

Tabulka 3 prezentuje **vývoj reálného měnového kurzu** vůči euru. Kurz české koruny v letech 2005–2014 reálně posílil o 20 %, tj. průměrným tempem 1,8 % ročně. Reálné zhodnocování české měny se přitom koncentrovalo do první poloviny uvedeného desetiletí a jeho průměrné tempo bylo výrazně vyšší než ve srovnávaných stávajících zemích eurozóny s výjimkou Slovenska. Přitom v případě Německa (a Portugalska) došlo dokonce k mírnému oslabení reálného kurzu, které zlepšilo jeho cenovou konkurenceschopnost.⁵¹ Méně než česká koruna v uplynulém desetiletí reálně posílily také maďarský forint i polský zlotý. Od roku 2008 však reálný kurz koruny vůči euru v průměru oslabil, což odráželo poměrně nepříznivý vývoj české ekonomiky a od listopadu 2013 i používání nominálního kurzu koruny vůči euru jako dalšího nástroje uvolnění měnové politiky.

Tabulka 3: Reálný kurz vůči euru

(na bázi HICP; 2004=100; průměrné roční tempo v %)

	Bazický index (2004=100)										Průměrné roční tempo		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2005–2014	Výhled ^{a)}	
												Model I	Model II
CZ	106	112	115	131	124	130	133	131	127	120	1,8	3,5	1,0
AT	100	99	99	99	99	99	100	100	101	102	0,2	0,6	-0,8
DE	100	99	99	99	99	98	98	98	98	98	-0,2	1,0	0,6
PT	100	101	101	100	99	99	100	100	99	98	-0,2	0,7	1,4
HU	103	98	109	112	104	109	109	108	106	101	0,1	3,4	2,4
PL	113	115	119	129	109	119	117	116	115	115	1,4	3,7	3,5
SI	100	100	102	104	105	105	104	105	105	105	0,5	0,8	0,0
SK	104	110	121	132	138	136	138	140	140	139	3,4	2,3	0,4

Pozn.: ^{a)} Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování na následujících pět let (viz Metodická část).

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rovnovážné reálné posilování měn konvergujících zemí lze předpokládat i **do budoucna**, až definitivně odezní dopady evropské dluhové krize a proces dohánění vyspělých ekonomik se dlouhodobě obnoví. Jeho tempo však bude pravděpodobně nižší než před krizí (kdy například v České republice dosahovalo 3–4 % ročně). V předkrizovém období totiž došlo k viditelnému snížení počátečních poměrně výrazných rozdílů v ekonomické výkonnosti a cenové hladině konvergujících zemí vůči průměru eurozóny, a prostor pro další konvergenci je tak již menší. Reálné zhodnocování kurzu v konvergujících zemích v příštích letech bude navíc zřejmě

⁵⁰ MMF (2015b) vyhodnotil úroveň reálného kurzu koruny jako zhruba v souladu s ekonomickými fundamenty české ekonomiky. Ke stejnému závěru vedou i analýzy ČNB, viz Zpráva o inflaci III/2015, Box 2.

⁵¹ Cenová hladina Německa a Rakouska se nachází pod úrovní, která by v mezinárodních srovnáních odpovídala jejich HDP na hlavu (viz výše). Z tohoto důvodu jim odhady (Tabulka 3) do budoucna předpovídají rovnovážné reálné posilování kurzu (v případě Rakouska jen dle Modelu I), přestože se nejedná o konvergující ekonomiky. K němu může dojít prostřednictvím nízké inflace či dokonce deflace v jiných zemích eurozóny, které svou cenovou konkurenceschopnost ztratily, a musejí tak nyní procházet procesem „vnitřní devalvace“.

probíhat zčásti prostřednictvím mírně kladného inflačního diferenciálu vůči průměru eurozóny, kde je očekáván pouze velmi pozvolný návrat inflace ke 2 %. Výhledy rovnovážného reálného zhodnocování kurzu na následujících pět let, založené na dvou výše uvedených alternativních panelových odhadech cenové konvergence,⁵² uvádí v posledních dvou sloupcích Tabulka 3. V případě české koruny je rozpětí odhadů oběma modely poměrně široké a činí 1,0–3,5 %.^{53,54} Uvedené rozpětí však leží evidentně výše než u všech stávajících členů eurozóny. Pro země mimo eurozónu, tj. Maďarsko a Polsko, jsou odhady rovnovážného reálného posilování kurzu naopak obdobné či ještě vyšší než pro českou korunu. Uvedené rozpětí odhadů odpovídá průměrnému inflačnímu diferenciálu vůči eurozóně, který by bylo možno v České republice očekávat po případném přijetí eura v horizontu nejbližších pěti let. Za předpokladu průměrné inflace v eurozóně odpovídající dlouhodobým předpovědím⁵⁵ by se tedy mohla inflace v České republice v prvních letech po vstupu do eurozóny zvýšit na 2,6–5,1 %.⁵⁶ To by znamenalo zřetelný nárůst oproti 2% hodnotě inflace cílované Českou národní bankou od roku 2010, a tedy odklon od dosahování cenové stability.⁵⁷

V důsledku vyšší inflace by Česká republika, Maďarsko i Polsko měly ve srovnání s průměrem eurozóny i většinou jejích srovnávaných členských zemí (Rakousko, Německo, Portugalsko a Slovinsko) v případě přijetí eura nižší **reálné úrokové sazby** (Tabulka 4). Jejich krátkodobé úrokové sazby peněžního trhu by mohly být v reálném vyjádření dokonce po delší období výrazně záporné. V České republice by reálná tříměsíční úroková sazba dle prezentovaného rozpětí odhadů v průměru činila -2,0 až 0,5 %. Přijetí eura by nicméně v tomto směru České republice zřejmě nepřineslo tak výrazný ekonomický šok jako Maďarsku či Polsku, neboť vykazovala nízkou průměrnou úroveň reálných sazeb již v uplynulém desetiletí.

Tabulka 4: Tříměsíční ex post reálné úrokové sazby

(v %; deflováno HICP)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr ^{a)}	Výhled ^{b)}
CZ	0,4	0,2	0,1	-2,1	1,6	0,1	-0,9	-2,4	-0,9	-0,1	-0,4	(-2,0 ; 0,5)
AT	0,1	1,4	2,0	1,4	0,8	-0,9	-2,1	-2,0	-1,9	-1,2	-0,2	(0,9 ; 2,3)
DE	0,3	1,3	2,0	1,8	1,0	-0,3	-1,1	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	(0,5 ; 0,9)
PT	0,1	0,0	1,8	1,9	2,1	-0,6	-2,1	-2,1	-0,2	0,4	0,1	(0,1 ; 0,8)
HU	3,1	3,1	-0,1	2,6	4,9	1,4	2,5	2,3	2,4	2,5	2,5	(-1,9 ; -0,9)
PL	3,0	2,9	2,1	2,1	0,4	1,2	0,6	1,2	2,2	2,5	1,8	(-2,2 ; -2,0)
SI	1,5	1,0	0,5	-0,9	0,4	-1,3	-0,7	-2,2	-1,7	-0,2	-0,3	(0,7 ; 1,5)
SK	0,1	0,1	2,4	0,2	0,3	0,1	-2,6	-3,1	-1,2	0,3	-0,3	(-0,8 ; 1,1)

Pozn.: ^{a)} Průměr za období 2005–2014; ^{b)} Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby na následujících pět let odvozený z rozpětí odhadů tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu (Tabulka 3) a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazbě v eurozóně ve výši 1,5 %.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

⁵² Model I a Model II, podrobněji viz výše a Metodická část.

⁵³ Prognózy ČNB počínaje Zprávou o inflaci IV/2013 pracují s předpokladem dlouhodobé rovnovážné reálné apreciacie kurzu koruny vůči tzv. efektivní eurozóně tempem 1,5 % ročně. Je však třeba si uvědomit, že v efektivní eurozóně mají velkou váhu Německo, Slovensko a Rakousko, pro něž použitá metoda (zejména Model I) implikuje rovnovážné reálné posilování vůči eurozóně jako celku, a tedy nadprůměrnou inflaci. Ve vztahu k efektivnímu ukazateli tak pravděpodobně bude reálné posilování kurzu koruny nižší než vůči eurozóně jako takové (vůči níž bude reálný kurz zřejmě zčásti zpevňovat prostřednictvím kladného inflačního diferenciálu).

⁵⁴ Odhad založený na modelu ze studie Brůha a Podpiera (2012) ukazuje pro nadcházející roky na rovnovážné reálné posilování kurzu koruny vůči efektivní eurozóně tempem 1,8 % ročně, a to za předpokladu permanentního obnovení růstu HDP v efektivní eurozóně na úrovni 2,1 % a v domácí ekonomice na úrovni 3,2 %.

⁵⁵ Dlouhodobá předpověď z Consensus Forecasts pro inflaci v eurozóně na následujících pět let činí v průměru 1,6 %.

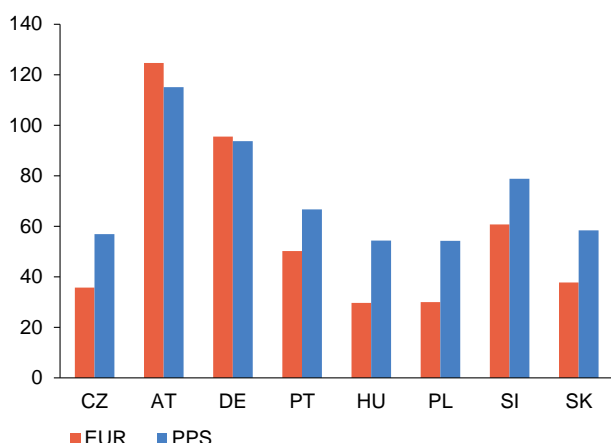
⁵⁶ Odhad rovnovážného reálného posilování kurzu koruny založený na studii Brůha a Podpiera (2012) by po definitivním zafixování kurzu koruny implikoval inflaci v ČR ve výši 3,4 %. Uvedené odhady inflace jsou nicméně podmíněny předpokladem přijetí eura při stávajícím reálném kurzu koruny, což není příliš pravděpodobné, protože během účasti v ERM II lze předpokládat tendenci kurzu k posilování, což může část konvergenčních tlaků na inflaci pro období po přijetí eura eliminovat.

⁵⁷ Jak přitom ukázala veřejná debata používání kurzu koruny jako nástroje měnové politiky ČNB od listopadu 2013, velká část české veřejnosti považuje i stávající 2% inflační cíl jako příliš vysoký ve vztahu ke svému chápání pojmu cenová stabilita (viz Franta, Holub a kol., 2014).

Dalším z klíčových aspektů ekonomické konvergence je **vývoj mezd**. Ten v tržních ekonomikách souvisí zejména s vývojem produktivity práce a podílem sektoru služeb na celkové zaměstnanosti a HDP. Srovnání průměrné roční mzdy s hodnotou za eurozónu v roce 2014 poskytuje Graf 11. Údaje v eurech přepočtené tržním kurzem vypovídají o vnější kupní síle a mzdové konkurenceschopnosti ekonomiky, zatímco kupní síla mezd na domácím trhu je popsána ukazatelem vyjádřeným v paritě kupní síly. Z grafu je patrný přetrvávající velký rozdíl mezi průměrnou mzdovou hladinou v eurozóně jako celku, Německu a Rakousku (a částečně i Slovinsku) na jedné straně a zbytkem srovnávaných zemí na straně druhé. Mzdová úroveň dosahovala v České republice v roce 2014 v porovnání s průměrem eurozóny 36 % při přepočtu pomocí měnového kurzu (oproti 31 % v roce 2005) a zhruba 57 % s použitím údajů v paritě kupní síly (což je oproti roku 2005 prakticky stagnace). V porovnání s Českou republikou zůstávají mzdy v roce 2014 lehce nižší v Maďarsku a Polsku, a naopak poprvé v historii lehce vyšší na Slovensku.⁵⁸ Do budoucna tak lze předpokládat, že spolu s obnovenou konvergencí v úrovni HDP a produktivitě práce bude probíhat další dohánění vyspělých zemí eurozóny i ve mzdové oblasti.

Graf 11: Průměrná roční mzda v roce 2014

(EA = 100)



Zdroj: Evropská komise, výpočet ČNB

V souhrnu lze říci, že se konvergence ekonomické aktivity České republiky k eurozóně postupně obnovuje, což do budoucna vytváří prostor pro zvyšování české relativní cenové hladiny i mezd. S tímto procesem spojené rovnovážné reálné posilování měnového kurzu může v případě přijetí eura nadále implikovat vyšší inflaci v porovnání s jádrem měnové unie, a tím odklon od dosahování cenové stability. S tím související nízké či dokonce zřetelně záporné reálné úrokové sazby mohou zároveň posilovat rizika vzniku makrofinančních nerovnováh.

1.1.2 Korelace ekonomické aktivity

Po vstupu do eurozóny je nezávislé rozhodování země o měnové politice nahrazeno společnou měnovou politikou Evropské centrální banky. Ta reaguje na hospodářský vývoj na úrovni celé měnové unie. Pro zemi, která se nachází v rozdílné fázi ekonomického cyklu než průměr eurozóny, tak může být nastavení měnové politiky neoptimální a vyvolávat ekonomické náklady. Pro zemi s více sladějším ekonomickým cyklem je proto z pohledu teorie optimálních

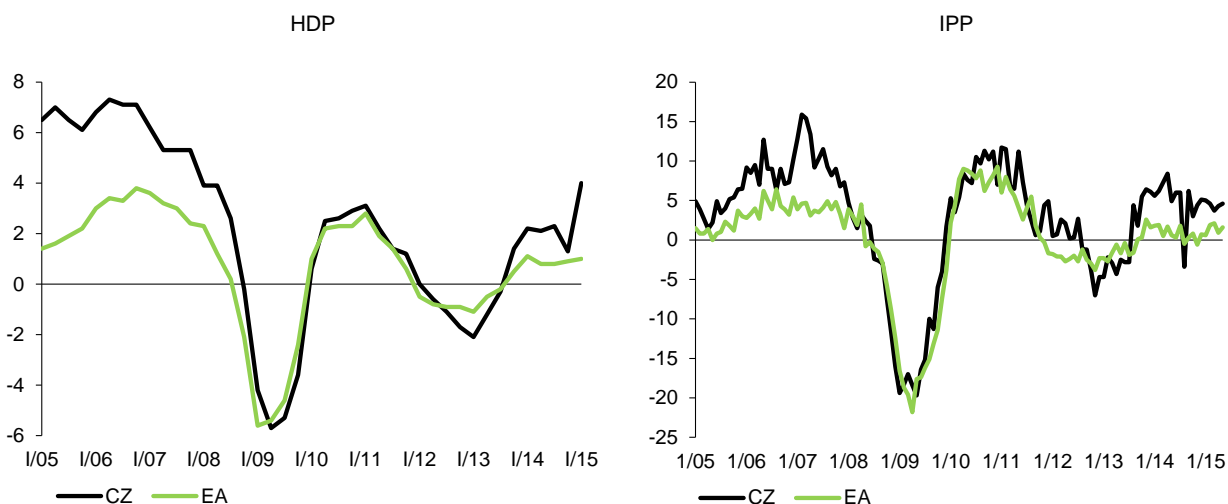
⁵⁸ Slovenská mzdová úroveň přesáhla českou nejen po přepočtu běžným kurzem, ale i v paritě kupní síly. Lehce vyšší úroveň mezd na Slovensku tedy není primárně důsledkem oslabení nominálního kurzu koruny ze strany ČNB v listopadu 2013, neboť údaje v paritě kupní síly nejsou kurzovým přepočtem bezprostředně ovlivněny.

měnových zón ztráta samostatné měnové politiky méně nákladná. Následující analýza se zaměřuje na otázku, do jaké míry je cyklický vývoj české ekonomiky a ostatních srovnávaných zemí podobný cyklickému vývoji eurozóny.

Porovnání vývoje ekonomické aktivity v České republice a v eurozóně lze hodnotit jednak z celkového pohledu pomocí **srovnání meziročního růstu reálného HDP**, jakož i specificky v odvětví průmyslu pomocí **meziročních změn indexu průmyslové produkce (IPP, Graf 12)**.⁵⁹ Zatímco v předkrizovém období dosahovala česká ekonomika ve srovnání s eurozónou řádově dvojnásobných temp růstu HDP i IPP, po nástupu globální finanční krize se tato tempa vyrovnala. Až od druhé poloviny roku 2012 se vývoj temp růstu začal opět odlišovat, když oživení v České republice nejdříve za eurozónou zaostávalo, zatímco v posledním více než roce naopak nabral růst domácí ekonomiky výrazně rychlejší tempo.

Graf 12: Meziroční změny reálného HDP a indexu průmyslové produkce

(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Jednoduchá **korelační analýza** počítaná pro různá časová zpoždění řad HDP a IPP jednotlivých zemí vůči časové řadě eurozóny (zpoždění 0 až 2 čtvrtletí u HDP a 0 až 3 měsíce u IPP) umožňuje posoudit, zda se ekonomická aktivita jednotlivých zemí vyvíjí souběžně s eurozónou, případně ji s nějakým zpožděním následuje. Jelikož globální finanční a ekonomická krize představovala pro všechny srovnávané ekonomiky velký společný externí šok silně ovlivňující naměřené korelace, jsou vedle celkových výsledků uváděny také korelace časových řad, které jsou o krizové výkyvy očistěny.⁶⁰

V celkovém srovnání s ostatními zeměmi (Tabulka 5) lze naměřené kladné a statisticky významné korelace HDP České republiky s eurozónou hodnotit jako nadprůměrné; vyšší korelace HDP než Česká republika dosahuje pouze Německo.⁶¹ Na srovnatelné úrovni se pohybuje Slovinsko. Naopak nejnižší hodnotu korelace (a navíc na řadě o jedno čtvrtletí posunutě) dosahuje Polsko, u kterého lze na rozdíl od ostatních zemí pozorovat silnější korelaci

⁵⁹ Index průmyslové produkce reaguje na změny v ekonomickém prostředí pružněji než celkový HDP. Informace získané na základě porovnávání korelace průmyslové výroby mají nicméně pouze dokreslující charakter, jelikož průmysl vytváří ve vyspělých ekonomikách typicky méně než jednu třetinu celkového produktu a navíc se sledované státy liší strukturou svých ekonomik (viz kapitola 1.1.4). Boone a Maurel (1999) zároveň kritizují použití ukazatele průmyslové produkce pro analýzu podobnosti ekonomik a hospodářského cyklu z důvodu vysoké volatility.

⁶⁰ Při výpočtu korelace jsou vynechány čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1, v nichž eurozóna zaznamenala nejvýraznější výkyvy mezičtvrtletních růstů.

⁶¹ Vysoká korelace ekonomické aktivity Německa s eurozónou je přirozená, neboť Německo samo o sobě představuje 28 % HDP eurozóny.

po očištění o krizové období, jelikož jako jedna z mála evropských zemí nezaznamenalo pokles ekonomické aktivity. Naopak u Maďarska a Slovenska je korelace s eurozónou z velké části dána společným vývojem právě v krizových čtvrtletích.

Korelace jednotlivých zemí s eurozónou měřená na vývoji indexu průmyslové produkce (IPP) je sice rovněž kladná a statisticky významná, ale s výjimkou Německa celkově menší než u korelací HDP. Česká republika se přitom spolu s Rakouskem, Slovinskem a Slovenskem řadí mezi země s nejnižšími hodnotami, a to zejména po očištění o vliv krize. Důvodem je výrazně vyšší růst průmyslové produkce v České republice než v eurozóně po roce 2013.

Tabulka 5: Korelační koeficienty ekonomické aktivity

	HDP			HDP		
	2005Q1–2015Q1			Očištěné o krizi		
	t	t-1	t-2	t	t-1	t-2
CZ	0,85 **	0,69 **	0,43 **	0,69 **	0,64 **	0,51 **
AT	0,71 **	0,50 **	0,31 *	0,63 **	0,35 **	0,29 *
DE	0,95 **	0,56 **	0,29 *	0,86 **	0,46 **	0,33 **
PT	0,70 **	0,38 **	0,15	0,56 **	0,31 *	0,27 *
HU	0,78 **	0,51 **	0,29 *	0,37 **	0,28 *	0,18
PL	0,43 **	0,51 **	0,44 **	0,63 **	0,76 **	0,55 **
SI	0,87 **	0,70 **	0,49 **	0,69 **	0,70 **	0,66 **
SK	0,66 **	0,45 **	0,23	0,33 **	0,31 *	0,35 **

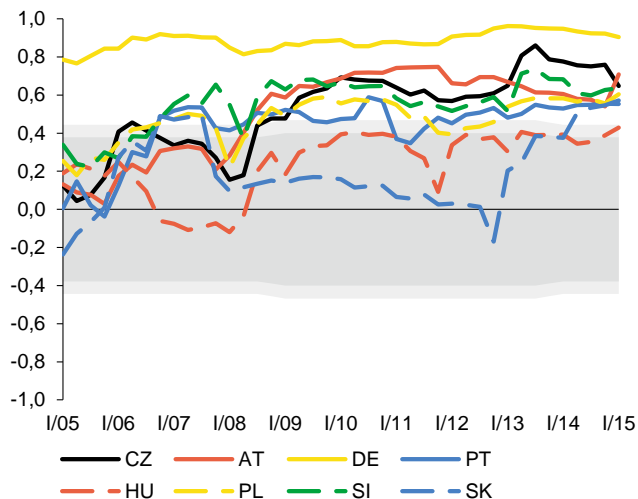
	IPP				IPP			
	2005M1–2015M5				Očištěné o krizi			
	t	t-1	t-2	t-3	t	t-1	t-2	t-3
CZ	0,35 **	0,12	0,27 **	0,17 *	0,19 **	-0,05	0,20 **	0,10
AT	0,39 **	0,18 **	0,22 **	0,21 **	0,28 **	0,03	0,13	0,05
DE	0,84 **	0,13	0,33 **	0,35 **	0,78 **	-0,32 **	0,08	0,23 **
PT	0,45 **	-0,08	0,02	0,13	0,47 **	-0,20 **	-0,01	0,15
HU	0,43 **	0,24 **	0,13	0,11	0,34 **	0,06	0,01	0,03
PL	0,50 **	0,08	0,06	0,06	0,49 **	0,00	0,05	0,06
SI	0,35 **	0,22 **	0,18 **	0,10	0,25 **	0,00	0,10	0,02
SK	0,27 **	0,30 **	0,13	0,13	0,09	0,15	-0,03	0,14

Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní (resp. meziměsíční) diference logaritmu sezonně očištěných dat. Významnost korelačního koeficientu je označena ** a * pro 5%, resp. 10% hladinu významnosti. Sloupce určují zpoždění časové řady daného státu oproti časové řadě eurozóny, např. t-1 značí zpoždění o jedno období (čtvrtletí, resp. měsíc). V levém panelu jsou uvedeny korelace pro celé analyzované období, v pravém jsou z výpočtu vynechána čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1. Tučně jsou vyznačeny nejvyšší statisticky signifikantní hodnoty korelace pro každou zemi.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Doplňující informace o vývoji sladění ekonomické aktivity v čase poskytuje analýza korelací pro pohyblivé pětileté časové úseky, tzv. **klouzavá korelace**. Vývoj klouzavé korelace růstu reálného HDP naznačuje u většiny zemí postupné zvyšování sladění v poslední dekádě (Graf 13). V souvislosti s dopady globální finanční krize a následně evropské dluhové krize došlo po roce 2009 u některých zemí k nárůstu korelace ekonomické aktivity (Rakousko, Česká republika, Slovinsko), u jiných naopak zůstala na nízkých hodnotách (Maďarsko), nebo vzrostla až v posledních dvou letech (Slovensko). V případě České republiky pozorujeme dlouhodobý robustní růst klouzavé korelace HDP. V posledních dvou letech ale tato korelace mírně klesala a tento trend navíc na počátku roku 2015 dále zesílil v důsledku urychlení domácího ekonomického růstu výrazně nad úroveň eurozóny, přesto však v posledních letech patří mezi sledovanými zeměmi k nejvyšším.

Graf 13: Klouzavé korelace ekonomické aktivity



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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Významný kanál přenosu vývoje ekonomické aktivity eurozóny do malých otevřených ekonomik typu České republiky představují exporty. Vysoké kladné hodnoty **korelací exportů do eurozóny s HDP eurozóny** zaznamenávají téměř všechny srovnávané země s výjimkou Polska (Tabulka 6).

Tabulka 6: Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny

	Vývozy do eurozóny vs. HDP eurozóny					
	2005Q1–2015Q1			Očištěné o krizi		
	t	t-1	t-2	t	t-1	t-2
CZ	0,72 **	0,45 **	0,19	0,60 **	0,31 *	0,17
AT	0,73 **	0,38 **	0,16	0,46 **	0,12	0,18
DE	0,82 **	0,62 **	0,26	0,60 **	0,41 **	0,29 *
PT	0,80 **	0,33 **	0,07	0,51 **	0,10	0,02
HU	0,46 **	0,33 **	0,21	0,44 **	0,25	0,15
PL	0,11	0,11	0,08	0,49 **	0,30 *	0,08
SI	0,74 **	0,48 **	0,25	0,55 **	0,34 **	0,30 *
SK	0,78 **	0,50 **	0,14	0,63 **	0,29 *	0,09

Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu dat sezonně očištěných metodou TRAMO-SEATS. Významnost korelačního koeficientu je označena ** a * pro 5%, resp. 10% hladinu významnosti. Sloupce určují zpoždění časové řady daného státu oproti časové řadě eurozóny, např. t-1 značí zpoždění o jedno čtvrtletí. V levém panelu jsou uvedeny korelace pro celé analyzované období, v pravém jsou z výpočtu vynechána čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1. Tučně jsou vyznačeny nejvyšší statisticky signifikantní hodnoty korelace pro každou zemi.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

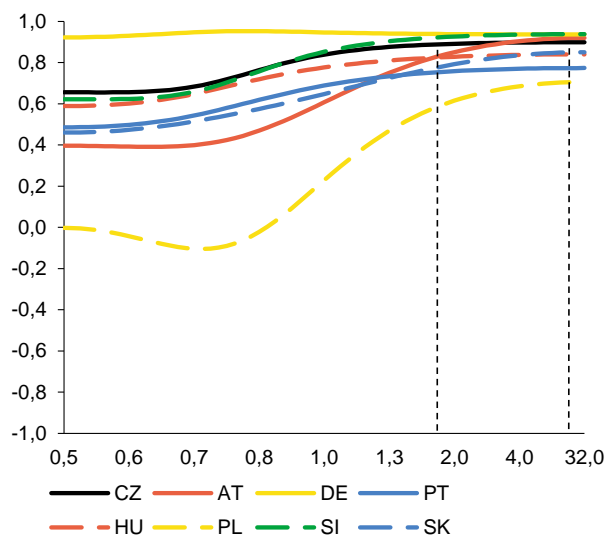
Výsledky **dynamické korelace** vycházejí ze spektrální analýzy časových řad mezičtvrtletních změn HDP (Graf 14). Cílem této metody je oddělit střednědobé ekonomické výkyvy, odpovídající hospodářskému cyklu, od jiných krátkodobých a dlouhodobých pohybů proměnných popisujících ekonomickou aktivitu. Standardně uvažovaná délka cyklu v rozmezí 1,5 až 8 let je v grafu znázorněna svislými přerušovanými čarami. Pro tuto délku cyklu

výsledky analýzy ukazují v posledním desetiletí vysokou kladnou hodnotu korelace u všech sledovaných zemí s výjimkou Polska, které se pohybuje na relativně nižších hodnotách.

Graf 14: Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou

(mezičtvrtletní změny reálného HDP)

2005Q1–2015Q1



Pozn.: Na vodorovné ose je v logaritmicke měřítku znázorněno spektrum možného trvání cyklu v letech. Interval znázorněný pomocí dvou svislých přerušovaných čar zobrazuje uvažovanou délku cyklu 1,5–8 let. Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů dat sezonně očištěných metodou TRAMO-SEATS.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

V souhrnu tedy Česká republika v poslední dekádě dosahovala vysokých statisticky významných kladných hodnot korelací ekonomické aktivity, vývozu a v menší míře i průmyslové produkce s eurozónou, a to jak absolutně, tak i relativně vzhledem k jiným srovnávaným zemím v rámci eurozóny i mimo ni. Tyto vysoké hodnoty byly významně ovlivněny dočasným působením silného společného externího šoku v podobě dopadů globální finanční a hospodářské krize, které mohlo dominovat nad šoky zasahujícími pouze jednotlivé země. Nicméně i po očištění o vliv krize vykazují všechny pozorované veličiny silnou korelaci s vývojem v eurozóně. Celkově lze tedy míru sladění cyklického vývoje ekonomické aktivity České republiky s eurozónou označit jako vysokou.

1.1.3 Korelace cyklické složky nezaměstnanosti

Kromě měření korelací ekonomické aktivity pomocí HDP nebo indexu průmyslové produkce představuje další možný pohled na sladění ekonomiky s eurozónou korelační analýza dat trhu práce, a to prostřednictvím mezery míry nezaměstnanosti. Ta je definována jako rozdíl mezi obecnou mírou nezaměstnanosti a odhadem její rovnovážné úrovně na bázi NAIRU.⁶² Mezera míry nezaměstnanosti může například při využití Okunova zákona nahradit mezeru výstupu v Taylorově pravidle pro určení optimální úrovně měnověpolitických sazeb.⁶³ V jednotné měnové oblasti by tedy výrazné odchylky v cyklickém průběhu a výši mezer

⁶² Z anglického Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment. Jde o rovnovážnou míru nezaměstnanosti, ke které nezaměstnanost konverguje v podmínkách nepřítomnosti dočasných nabídkových či poptávkových šoků, přičemž dynamické přizpůsobení inflace předchozím šokům je dokončeno. K odhadům je použit semi-strukturální přístup pomocí Kalmanova filtru (viz Metodická část kapitoly 2.2.2). Pokud je mezera nezaměstnanosti kladná, trh práce působí protiinflačně, záporná mezera má naopak protiinflační vliv.

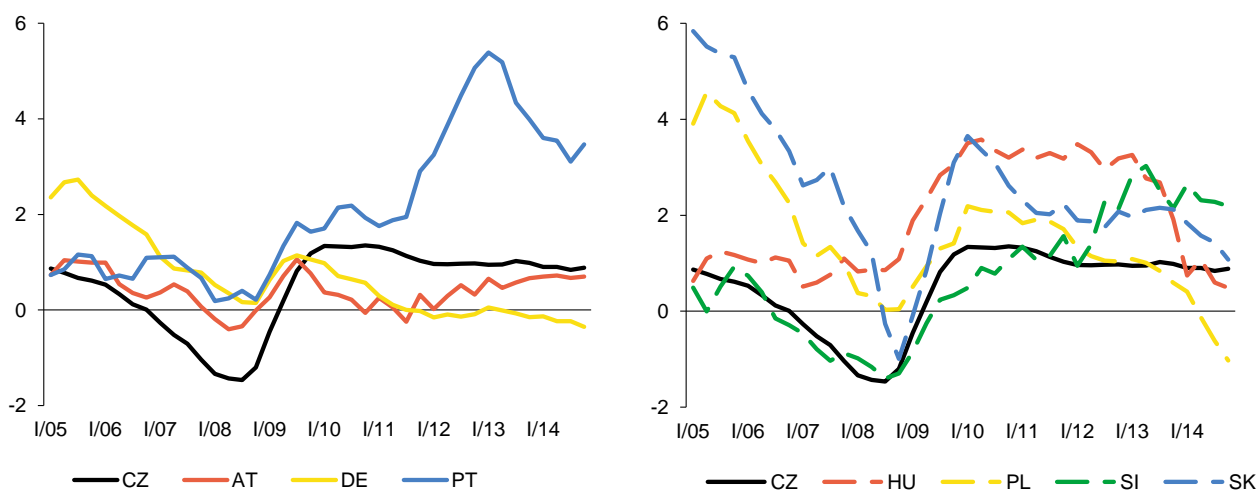
⁶³ Například Rudebusch (2010).

nezaměstnanosti mohly vést k suboptimální měnové politice, jinými slovy by ztráta samostatné měnové politiky mohla z tohoto pohledu být pro vstupující zemi nákladnější.

V první polovině sledovaného desetiletí je u vývoje mezer nezaměstnanosti patrný obdobný cyklický vývoj ve všech srovnávaných zemích, resp. v eurozóně jako celku (Graf 15), rozdíly v úrovni mezer míry nezaměstnanosti mezi jednotlivými zeměmi jsou však poměrně velké. Ve většině zemí docházelo k postupnému uzavírání kladné mezery nezaměstnanosti. V České republice se dlouhodobý robustní růst ekonomické aktivity projevil od roku 2006 otevíráním záporné mezery nezaměstnanosti. S příchodem ekonomické krize v roce 2008 a následným růstem míry nezaměstnanosti se však záporná mezera nezaměstnanosti uzavřela a přešla zpět do kladných hodnot. Dopady ekonomického útlumu spolu s následnou dluhovou krizí byly nejvíce patrné v Portugalsku. V posledním období se mezery nezaměstnanosti v jednotlivých srovnávaných zemích začaly opět uzavírat (Česká republika, Slovensko, Portugalsko, Maďarsko a Slovinsko), stagnovat (Rakousko) či již přešly do záporných hodnot (Německo a Polsko). V první polovině roku 2015 přitom uzavírání mezery nezaměstnanosti v České republice dále zrychlilo.

Graf 15: Vývoj mezer nezaměstnanosti

(v p.b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Z korelační analýzy mezer nezaměstnanosti za období let 1998–2014⁶⁴ vyplývá relativně vysoká korelace mezi mezerou nezaměstnanosti v České republice a v eurozóně a z jednotlivých sledovaných zemí ve Slovinsku. Korelace se samotným Slovinskem však není z pohledu jeho ekonomické velikosti a problematiky přijetí eura příliš relevantní a navíc se v posledním období rozvolnila (Tabulka 7, viz také Graf 15). Neintuitivně naopak působí v podstatě nulová korelace mezery výstupu nezaměstnanosti mezi Českou republikou a Německem. To způsobují poměrně výrazné rozdíly ve vývoji mezer nezaměstnanosti obou zemí před rokem 2004. Pokud však data rozdělíme na dvě výrazně kratší období (2004–2009 a 2010–2014), výsledná korelace v obou dílčích obdobích je naopak vysoká (0,8, resp. 0,9) a výrazně signifikantní. Obecně lze hodnotit, že Česká republika je z hlediska korelace mezery nezaměstnanosti sladěna s eurozónou jako celkem a dále z jednotlivých zemí s Rakouskem, Maďarskem, Portugalskem a Slovinskem a po odhlédnutí od nepřesvědčivých výsledků na úrovni celého časového období také s Německem.

⁶⁴ Použití obvykle srovnávaného období 2005–2015 v tomto materiálu by vzhledem k délce cyklů NAIRU zkruslovalo korelační analýzu. Z tohoto důvodu je použita pro výpočet NAIRU, jejich mezer a statistických charakteristik maximální délka dostupných časových řad.

Tabulka 7: Korelace mezery nezaměstnanosti

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
CZ	1,00	0,29 **	-0,01	0,39 **	0,43 **	0,02	0,68 **	0,19	0,70 **
AT		1,00	0,44 **	0,43 **	0,14	-0,18	0,30 **	-0,08	0,45 **
DE			1,00	-0,42 **	-0,16	0,26 **	-0,28 **	0,32 **	0,10
PT				1,00	0,59 **	-0,58 **	-0,66 **	-0,55 **	0,45 **
HU					1,00	-0,61 **	0,41 **	-0,59 **	0,42 **
PL						1,00	-0,23 *	0,93 **	-0,17
SI							1,00	-0,13	0,85 **
SK								1,00	-0,06
EA									1,00

Pozn.: Významnost korelačního koeficientu je označena ** a * pro 5%, resp. 10% hladinu významnosti.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Pro potřeby optimálního nastavení jednotné měnové politiky vzhledem k vývoji na trhu práce jsou důležité rovněž **statistiky konkordance** (Tabulka 8). Ty popisují, po jakou dobu se mezery nezaměstnanosti pohybují ve stejné fázi cyklu, jsou tedy buď obě kladné, nebo záporné. Výsledky konkordance poukazují na vysokou míru sladění z hlediska cyklické pozice trhu práce především mezi Slovenskem a Polskem, resp. Polskem a Německem. Česká republika vykazuje nejvyšší míru konkordance s eurozónou, v rámci jednotlivých zemí pak s Maďarskem a Slovinskem, což však není z pohledu přijetí eura příliš relevantní, a jen v nepatrně nižší míře se Slovenskem. Na druhou stranu, hodnoty konkordance České republiky s Německem jako největším obchodním partnerem jsou nízké. To je dáno především již pozorovanou zápornou mezerou nezaměstnanosti v Německu v posledním období, zatímco česká kladná mezera nezaměstnanosti se teprve postupně uzavírala. Obrácený vztah navíc platil pro Českou republiku a Německo v období 2007–2008. Celkově je v relativně těsné většině případů hodnota konkordance mezi jednotlivými státy vyšší než 0,7. Pokud jde o srovnání s eurozónou, jsou pozorované hodnoty sladění cyklické pozice na trhu práce vysoké u všech sledovaných zemí, přičemž dosažené hodnoty České republiky patří mezi srovnávanými zeměmi k těm vyšším.

Tabulka 8: Konkordance mezery nezaměstnanosti

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
CZ	1,00	0,69	0,54	0,66	0,79	0,68	0,79	0,76	0,82
AT		1,00	0,59	0,79	0,69	0,72	0,75	0,78	0,78
DE			1,00	0,56	0,66	0,87	0,57	0,78	0,72
PT				1,00	0,75	0,69	0,60	0,69	0,63
HU					1,00	0,79	0,65	0,79	0,74
PL						1,00	0,71	0,91	0,85
SI							1,00	0,79	0,85
SK								1,00	0,91
EA									1,00

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

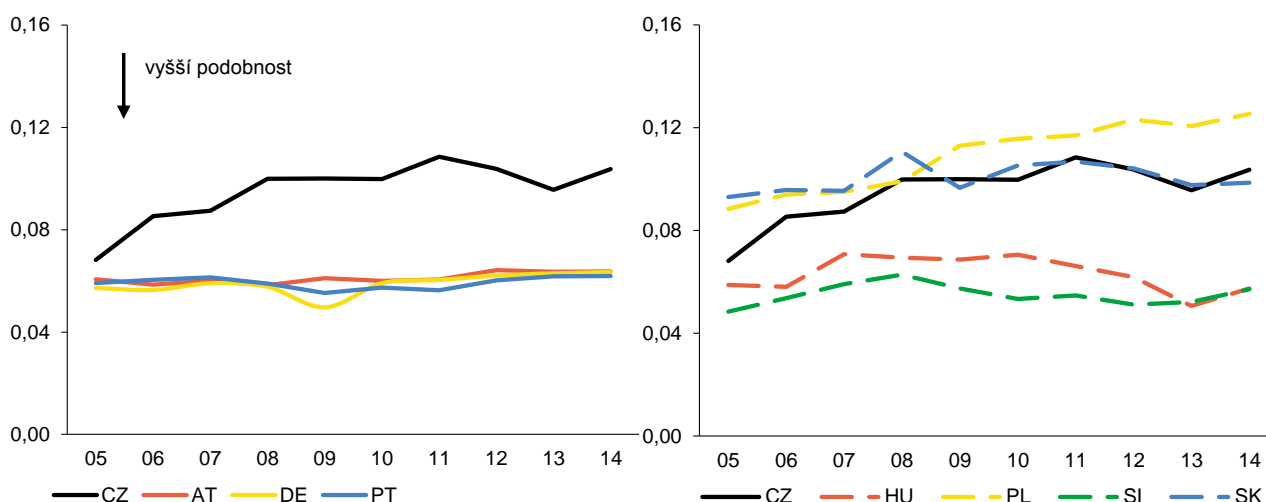
V souhrnu lze v návaznosti na standardně používanou makroekonomickou teorii hodnotit vzájemnou sladění vývoje na trhu práce ve sledovaných zemích z hlediska indikace pro nastavení měnové politiky jako smíšenou, sladění České republiky s celkovým vývojem v eurozóně je však poměrně vysoká. Otázkou zůstává, do jaké míry bude sladění v nejbližších letech ovlivněna aktuálně pozorovaným silným ekonomickým růstem v některých zemích a jeho následným promítnutím do situace na trhu práce.

1.1.4 Strukturální podobnost ekonomik

Riziko výskytu asymetrických šoků klesá s rostoucí podobností struktury hospodářské aktivity přístupující ekonomiky a měnové unie. Strukturální podobnost ekonomik srovnávaných zemí s eurozónou lze vyjádřit pomocí **Landesmannova indexu**, který 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 (Graf 16). Index nabývá hodnoty z intervalu [0;1], přičemž platí, že čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných ekonomik podobnější.

Rozdíl ve struktuře přidané hodnoty HDP České republiky v porovnání s Rakouskem, Německem a Portugalskem až do roku 2008 narůstal, poté se však index stabilizoval kolem hodnoty 0,10; v posledních letech je struktura ekonomické aktivity České republiky srovnatelná se Slovenskem. Nejvíce se od průměru eurozóny liší Polsko.⁶⁵

Graf 16: Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně



Pozn.: V září 2014 došlo ke změně metodologie výpočtu klíčových ukazatelů národních účtů v zemích EU. Předchozí systém národních a regionálních účtů (System of National and Regional Accounts) ESA 95 byl nahrazen ESA 2010. Časové řady byly přepočítány zpětně. Podle Eurostatu se dopad metodologické změny na národní účty jednotlivých zemí může lišit (podrobněji viz <http://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010/overview>). Z tohoto důvodu není Landesmannův index zveřejněný v předchozích vydáních této publikace plně srovnatelný s letošními výsledky.

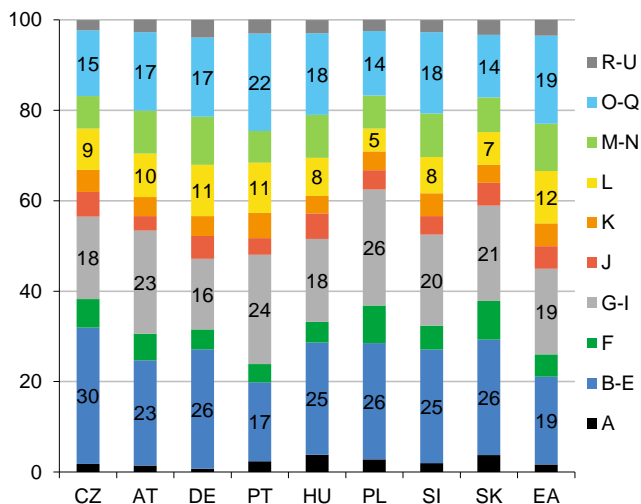
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odlišnost struktury HDP České republiky spočívá především ve vysokém podílu průmyslu (30 %), což je nejvíce ze všech srovnávaných zemí (Graf 17). Vysoký podíl průmyslu (zejména automobilového) a nižší podíl služeb ve srovnání s eurozónou může v případě české ekonomiky vést k asymetrickým šokům, na něž nemůže jednotná měnová politika v plném rozsahu reagovat. Relativně nízká strukturální podobnost české ekonomiky s ekonomikou eurozóny tak vytváří riziko z hlediska přijetí společné měny.

⁶⁵ Ne vždy ovšem souhrnný index odhalí podstatné rozdíly v ekonomických strukturách jednotlivých zemí. Například v Portugalsku dosahoval podíl průmyslu (odvětví B-E) v roce 2014 hodnoty 17 %, což je hodnota pod průměrem eurozóny (viz Graf 17); podíl přidané hodnoty v odvětvích veřejného sektoru (O-Q) je v Portugalsku naopak nadprůměrný (na úrovni 22 %). V Rakousku jsou podíly těchto odvětví na přidané hodnotě téměř přesně opačné, tj. 23 % a 17 %, přičemž celkově obě ekonomiky dosahují stejné výše Landesmannova indexu.

Graf 17: Podíly ekonomických odvětví na HDP v roce 2014

(v %)



Pozn.: Jednotlivá odvětví jsou členěna podle klasifikace NACE: A – zemědělství, lesnictví a rybářství; B–E – průmysl (vyjma stavebnictví); F – stavebnictví; G–I – velkoobchod a maloobchod, doprava, ubytování, stravování a pohostinství; J – informační a komunikační činnosti; K – peněžnictví a pojišťovnictví; L – činnosti v oblasti nemovitostí; M–N – profesní, vědecké a technické činnosti; administrativní a podpůrné činnosti, O–Q – veřejná správa a obrana; vzdělávání; zdravotní a sociální péče; R–U – kulturní, zábavní a rekreační činnosti; ostatní činnosti; činnosti exterritoriálních organizací a orgánů.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

1.1.5 Konvergence úrokových sazeb

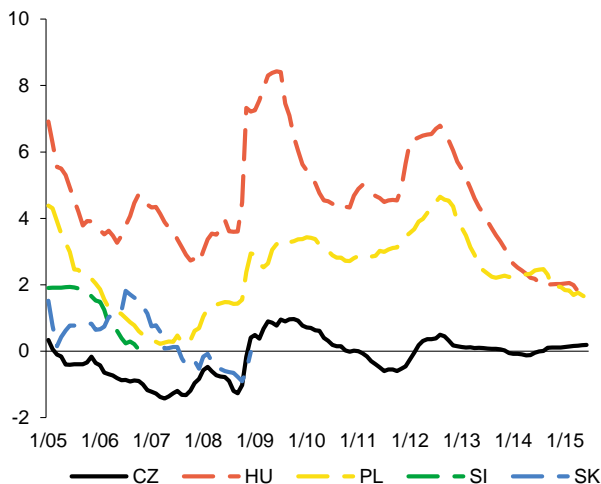
Vstup do eurozóny znamenal pro některé země rychlou konvergenci nominálních úrokových sazeb⁶⁶ na úroveň unie, což působilo jako asymetrický šok projevující se například vznikem bublin na trzích nemovitostí nebo oslabením fiskální disciplíny. Pro hladší ekonomický vývoj po vstupu do eurozóny je tak výhodnější dřívější postupné a fundamentálně podložené sblížení nominálních sazeb, které neposkytne prostor pro asymetrický šok spojený se skokovou eliminací rizikové prémie při přijetí eura.⁶⁷ Srovnání **nominálního úrokového diferenciálu** vůči eurozóně, resp. Německu,⁶⁸ tak naznačuje, jaká je pravděpodobnost výše popsaného asymetrického šoku. Čím blíže je nominální úrokový diferenciál nule, tím menší je riziko, že vstup do měnové unie způsobí rychlou změnu nominálních i reálných sazeb, která by měla destabilizační účinky na ekonomiku.

⁶⁶ Ačkoliv na reálnou ekonomickou aktivitu působí především reálné úrokové sazby, výše nominálních úrokových sazeb ji může prostřednictvím některých úvěrových, resp. rozpočtových omezení (např. poměr splátky úvěru vůči finančnímu příjmu) též významně ovlivňovat.

⁶⁷ Viz též část 1.1.1.

⁶⁸ Pro krátkodobé sazby slouží jako referenční sazba EURIBOR. V případě dlouhodobých sazeb jsou používány výnosy německých vládních dluhopisů. Dlouhodobé sazby u některých států eurozóny totiž v posledních letech vykazují extrémní hodnoty, jimi ovlivněný průměr eurozóny tak nelze považovat za vhodné měřítko pro srovnání.

Graf 18: Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči eurozóně
(v p.b.)

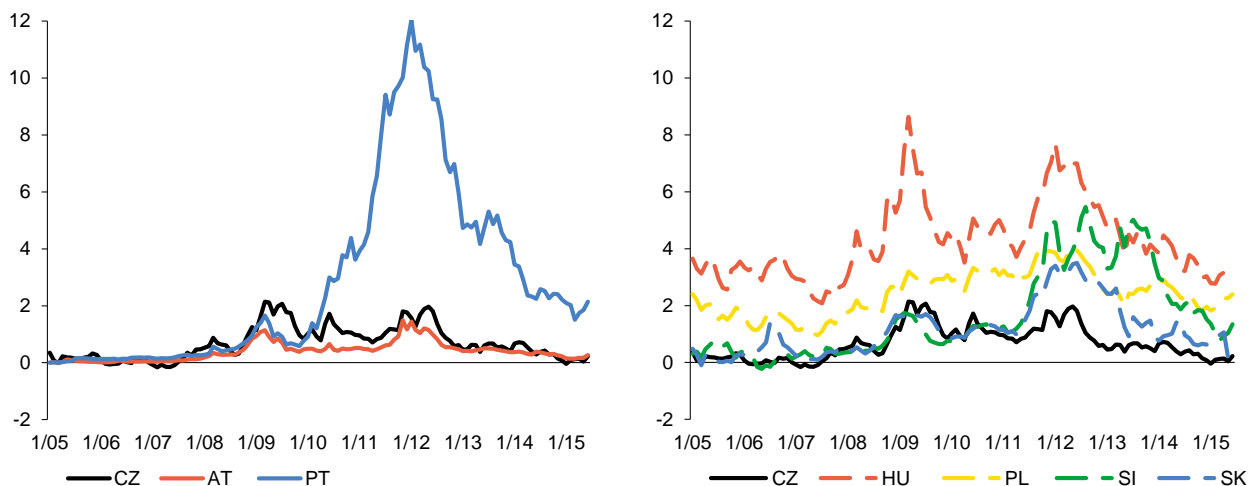


Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

Vývoj nominálního úrokového diferenciálu pro krátkodobé sazby ukazuje Graf 18. V případě České republiky je diferenciál v tříměsíčních úrokových sazbách vůči eurozóně dlouhodobě velmi malý a na rozdíl od Maďarska a Polska výrazně nerostl ani v období finančních turbulencí v roce 2009, ani v průběhu dluhové krize v eurozóně v roce 2012. Největší úrokový diferenciál má dlouhodobě Maďarsko. Od začátku roku 2013 se však tento diferenciál začal snižovat a v červnu 2015 dosáhl 1,6 p.b., tj. úroveň srovnatelné s Polskem. Za tímto výrazným poklesem rozpětí maďarských sazeb vůči eurovým stojí zejména uvolnění maďarské měnové politiky. V posledních dvou letech klesla domácí inflace v Maďarsku do záporných hodnot, na což reagovala centrální banka postupným snižováním své základní sazby až na 1,5 %.

V případě diferenciálů úrokových sazeb vládních dluhopisů s desetiletou dobou splatnosti (Graf 19) zaznamenaly podobně jako u sazeb peněžního trhu v letech 2009 a 2012 nárůst diferenciály dlouhodobých sazeb Maďarska a v menší míře i Polska, od roku 2013 pak tyto diferenciály klesaly shodně například se Slovenskem či Portugalskem. Ve Slovinsku, zasaženém rozsáhlou bankovní krizí, došlo k výraznějšímu poklesu diferenciálu až v roce 2014. Diferenciály výnosů Polska a Maďarska se aktuálně pohybují na úrovni 2 až 3 p.b. Diferenciál portugalských výnosů vzhledem k výnosům německých vládních dluhopisů se od začátku roku 2014 stabilizoval na úrovni okolo 2 p.b. V případě ostatních zemí jsou tyto diferenciály pod 1 p.b. Dlouhodobé sazby v České republice zůstávají v porovnání s ostatními zeměmi nejbližší německým hodnotám, jejich odchylky přitom přibližně kopírují trend i úroveň rakouských sazeb. Na eskalaci krize v Řecku sazby ve všech sledovaných zemích reagovaly jen omezeně.

Graf 19: Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu
(v p.b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Lze tedy shrnout, že hladina českých nominálních úrokových sazeb je dlouhodobě blízko sazbám ve stabilních zemích eurozóny, a nevzniká tak riziko, že při přijetí eura dojde k jejich rychlému poklesu a s ním souvisejícímu vzniku makroekonomických nerovnováh a hrozeb pro finanční stabilitu. Současně to svědčí o tom, že finanční trhy vnímají situaci v oblasti vládního zadlužení České republiky jako udržitelnou.

1.1.6 Sladěnost vývoje měnových kurzů

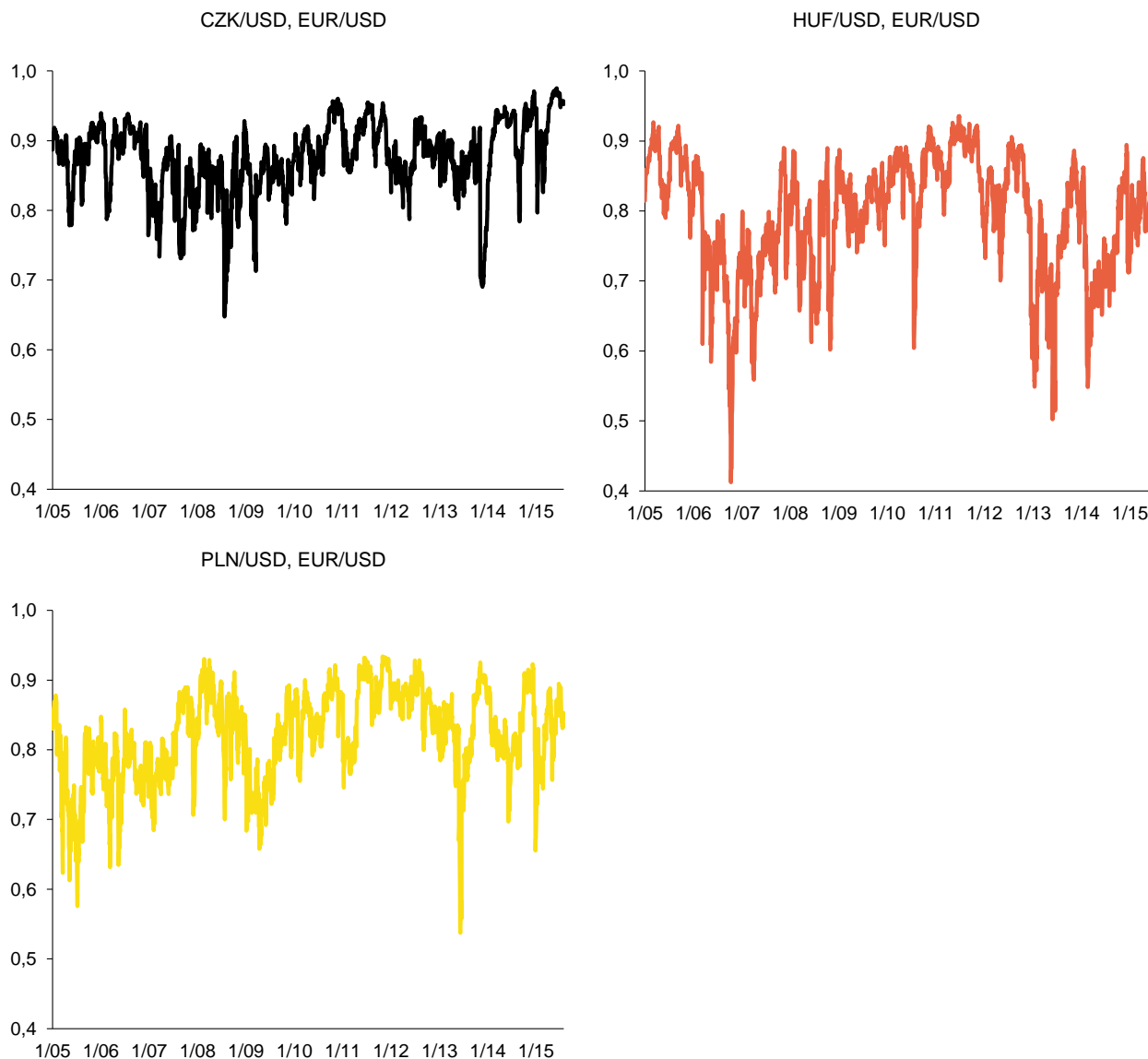
Dlouhodobá sladěnost pohybu nominálních kurzů dvou měn vůči třetí referenční měně odráží podobnost faktorů, které na utváření kurzů působí, a znamená tak nižší pravděpodobnost výskytu významných asymetrických šoků. Vysoká **korelace pohybů kurzů** dvou měn oproti referenční měně je indikátorem, že dané dvě země mohou sdílet jednotnou měnu.⁶⁹ Následující analýza používá GARCH model pro odhad korelace mezi kurzy české koruny, maďarského forintu a polského zlatého na jedné straně a eura na straně druhé k americkému dolaru.⁷⁰ Vysoká míra korelace odráží vysokou podobnost dynamiky měnových kurzů a menší intenzitu asymetrických tlaků; korelace kurzů měn v měnové unii je z definice rovna jedné.

Korelační koeficienty pro sledované středoevropské měny vykazovaly v letech 2013 a 2014 výrazné výkyvy směrem dolů následované opětovným zvýšením. Tento vývoj byl mimo jiné reakcí na změny v nastavení měnových politik centrálních bank „na obou stranách Atlantiku“. V průběhu roku 2015 měly korelace tendenci růst a v polovině roku dosáhly hodnot v intervalu 0,83–0,96 (Graf 20). Největší výkyvy ve vývoji korelačního koeficientu zaznamenal stejně jako v předchozích letech maďarský forint.⁷¹ Korelace maďarského forintu a eura se výrazně, i když jen dočasně, zvýšila po neočekávaném zrušení švýcarského kurzového závazku. Na tuto událost reagoval výrazně rovněž polský zlotý.

⁶⁹ Viz Aguilar a Hördaahl (1998).

⁷⁰ GARCH odhady korelace slovinského tolaru a slovenské koruny do okamžiku vstupu do měnové unie lze najít ve vydáních této publikace z let 2005–2012.

⁷¹ Maďarský forint reagoval na geopolitický konflikt v sousední Ukrajině ze všech zemí nejrychleji a nejsilněji, a to kvůli největší expozici maďarského bankovního sektoru vůči Ukrajině, a rovněž kvůli největší významnosti obchodních vztahů s touto zemí.

Graf 20: Korelační koeficienty měnových kurzů k americkému dolaru

Zdroj: Thomson Datastream, Eurostat, výpočet ČNB

Korelace české koruny vůči euru je v posledních dvou letech zásadním způsobem ovlivňována používáním kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky ze strany České národní banky. Po vyhlášení kurzového závazku v listopadu 2013 se kurz stabilizoval na hladině mírně nad 27 CZK/EUR, což následně vedlo k dalšímu zvýšení korelace kurzu české koruny k americkému dolaru s vývojem kurzu eura k dolaru. Nicméně již v předchozím období byla tato korelace ve srovnání s měnami středoevropského regionu nejvyšší a nejstabilnější. Vzhledem k tomu lze shrnout, že česká měna reaguje z dlouhodobého pohledu na změny vnějšího prostředí mimo eurozónu podobně jako samotné euro, což indikuje vysoký stupeň sladění.

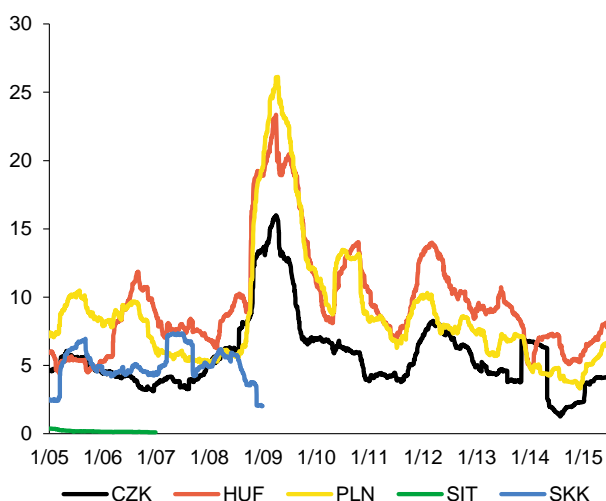
1.1.7 Analýza volatility kurzu

Dalším ze způsobů vyhodnocení rizika výskytu asymetrických šoků v české ekonomice vůči eurozóně je analýza volatility měnového kurzu.⁷² Nízkou volatilitu vzájemného kurzu dvou zemí lze při režimu plovoucího kurzu považovat za indikátor možnosti sdílet společnou měnu (viz též část 1.1.6).

Vývoj historické volatility měnových kurzů vybraných zemí vůči euru zobrazuje Graf 21. Indikátorem volatility je analýzovaná směrodatná odchylka denních výnosů za posledních šest měsíců. V porovnání s maďarským forintem a polským zlotým byla volatilita české koruny v poslední dekádě nejnižší, a to i v době prudkého nárůstu v souvislosti s globální finanční a evropskou dluhovou krizí.

Graf 21: Historická volatilita měnových kurzů k euru

(v %)



Pozn.: Historická volatilita je zachycena analýzovanou směrodatnou odchylkou denních výnosů za posledních šest měsíců.

Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

V závěru roku 2013 lze v případě české koruny pozorovat jednorázový nárůst historické volatility, který odráží rozhodnutí České národní banky začít používat kurz jako další nástroj uvolňování měnové politiky. Po přijetí kurzového závazku se kurz stabilizoval na hodnotách mírně nad 27 CZK/EUR, posléze se pohyboval převážně v úzkém rozpětí 27,3–27,6 CZK/EUR, čímž se v roce 2014 historická volatilita snížila na nejnižší hodnotu za celé sledované období.

Výhled volatility kurzu do budoucna lze odvodit z údajů finančního trhu. **Implikovaná volatilita**, tj. očekávaná volatilita kurzů měn srovnávaných zemí daná cenami opcí na jednotlivé měny (Graf 22), vykazuje relativně podobný vývoj v České republice, Maďarsku a Polsku v celém sledovaném období. To naznačuje přítomnost efektu přelévání volatility mezi trhy středoevropských měn.⁷³ V roce 2014 došlo ke snížení implikované volatility české koruny k euru na historické minimum v reakci na přijetí kurzového závazku České národní banky. Jednorázový posun implikované volatility směrem nahoru u tří středoevropských měn na

⁷² ČNB (2009) odhaduje tzv. fundamentálně podloženou (tj. teoreticky očekávanou) volatilitu kurzu, přičemž pro Slovensko a Slovinsko se jedná o hypotetickou situaci. Je možné říci, že čím je fundamentálně podložená volatilita kurzu nižší, tím spíše mohou dvě země sdílet společnou měnu (více viz např. Horváth, 2005).

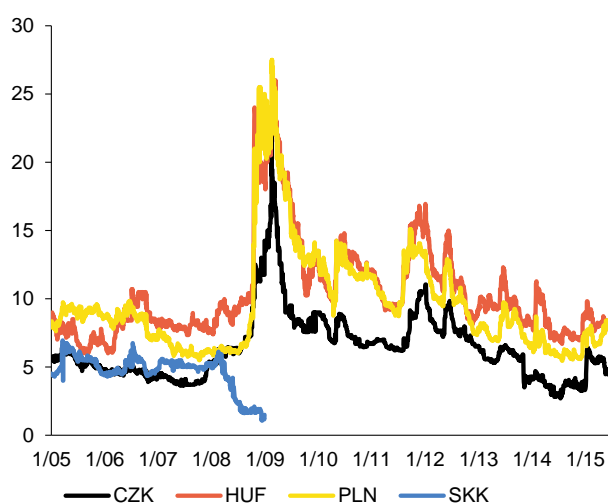
⁷³ Efekty přelévání volatility mezi trhy jsou podle studie Bubák, Kočenda a Žikeš (2011) výrazné mezi polskou a českou měnou, zatímco intervence MNB na maďarském devizovém trhu efekty přelévání volatility na tuto měnu tlumily. V pokrizovém období je pak patrný celkový nárůst efektu přelévání mezi trhy.

začátku roku 2015 pak byl mimo jiné zapříčiněn rozhodnutím švýcarské centrální banky opustit režim kurzového závazku.

Lze shrnout, že s výjimkou období finanční krize byla volatilita kurzu české koruny vůči euru relativně nízká a stabilní, což je z hlediska přijetí eura příznivý faktor. Současně platí, že relativně vysoká volatilita v období těsně před krizí a následně po jejím propuknutí z velké části odráží žádoucí tlumení dopadů ekonomických šoků na Českou republiku skrze měnový kurz. Zavedení kurzového závazku České národní banky sice jednorázově zvýšilo historickou volatilitu české koruny vůči euru, ale následně vedlo k dalšímu snížení jak historické, tak i implikované volatility.

Graf 22: Implikovaná volatilita měnových kurzů k euru

(v %)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

1.1.8 Propojení ekonomiky s eurozónou

Míra zapojení ekonomiky do obchodních a vlastnických vztahů se státy měnové unie je klíčová pro posouzení přínosů i nákladů společné měny. S větší mírou zapojení do obchodu se zeměmi eurozóny se zvyšuje potenciální přínos vstupu do měnové unie, protože přijetí společné měny eliminuje kurzové riziko a snižuje transakční náklady tohoto obchodu. Vyšší intenzita mezinárodních ekonomických vztahů zároveň zpravidla vede k vyšší synchronizaci ekonomických šoků a cyklické sladěnosti, a tedy nižším nákladům spojených se ztrátou samostatné měnové politiky.⁷⁴

Mezinárodní obchod s eurozónou

Intenzitu obchodu srovnávaných zemí s průměrem eurozóny lze hodnotit skrze podílové ukazatele vývozu a dovozu. Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu dosahuje v případě České republiky velmi vysokých hodnot⁷⁵ (Graf 23). Ve srovnání s ostatními sledovanými

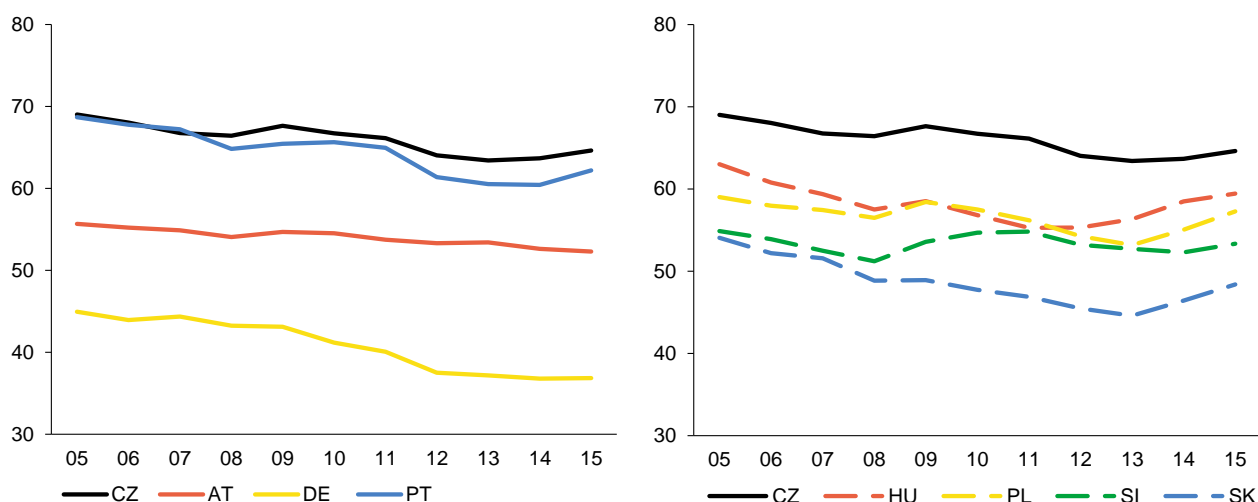
⁷⁴ Vyšší obchodní provázanost zvyšuje korelaci ekonomické aktivity v rámci jednotné měnové oblasti (Frankel, Rose, 1997). Na druhé straně však může vyšší intenzita obchodních vztahů vést k růstu specializace a snižování strukturální podobnosti, a tím k menší symetrii ekonomického vývoje (Krugman, 1993).

⁷⁵ Zhruba polovina exportů ČR do eurozóny směřuje do Německa, přibližně 14 % na Slovensko. Dalšími významnými obchodními partnery ČR v rámci eurozóny jsou Francie, Rakousko a Itálie (5 až 8 %).

ekonomikami je český podíl nejvyšší, přičemž obdobné úrovně dosahuje pouze Portugalsko. V případě dovozu (Graf 24) je český podíl podobně vysoký a spolu s Portugalskem a Rakouskem dosahuje nejvyšších hodnot ze srovnávaných zemí. Trendově však uvedené podíly v minulosti pozvolna klesaly, když se exportéři zejména v posledních letech snaží uplatňovat na trzích rozvíjejících se zemí či obecně zemí mimo Evropu, které byly relativně méně postiženy globální ekonomickou krizí nebo jsou jiným způsobem perspektivní.

Graf 23: Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu

(v %)

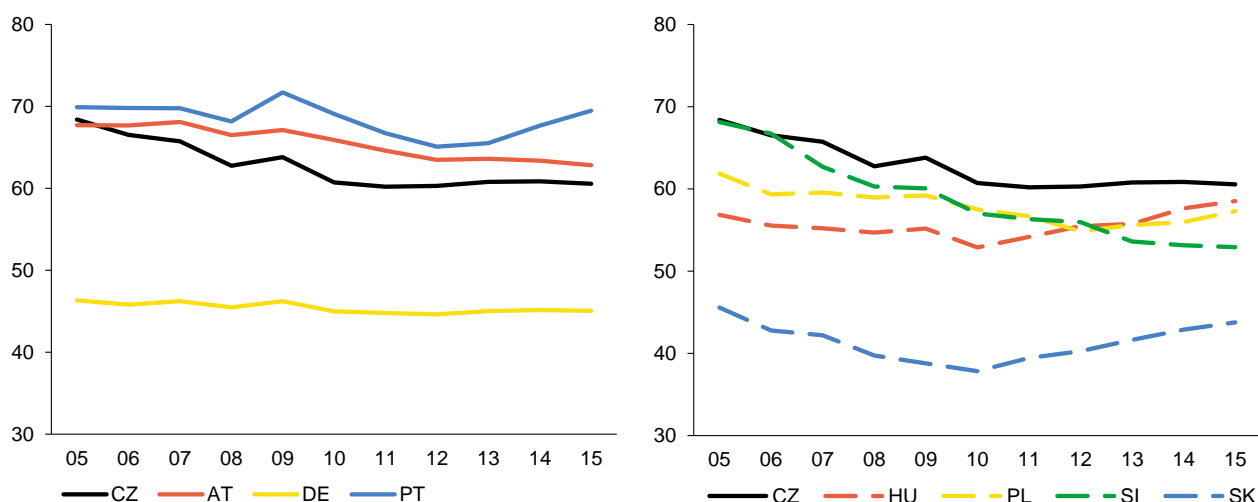


Pozn.: Hodnota za rok 2015 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 24: Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu

(v %)



Pozn.: Hodnota za rok 2015 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

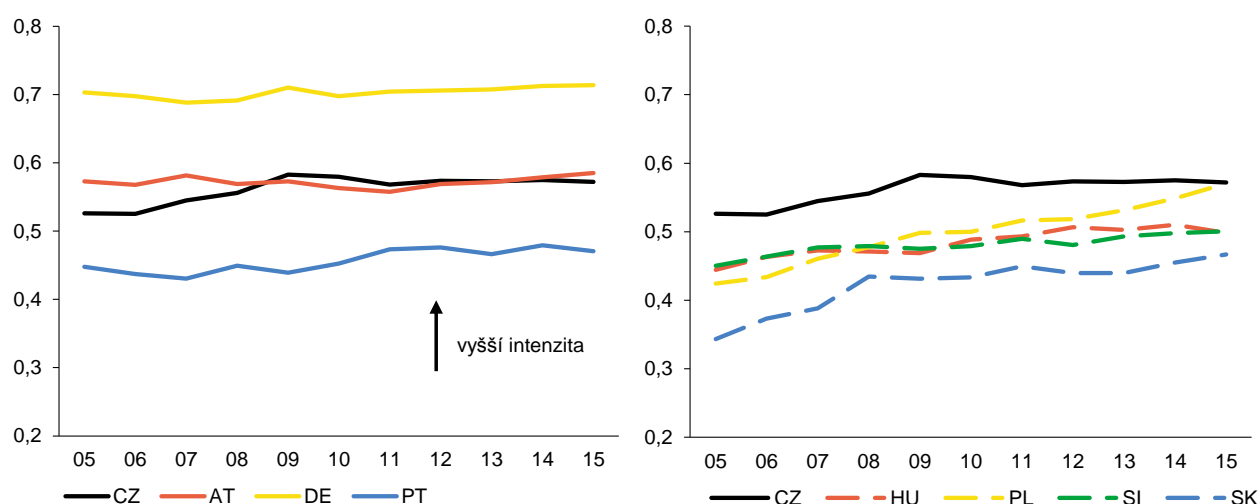
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Podrobnější pohled na mezinárodní obchod poskytují statistiky **vnitroodvětvového obchodu** probíhajícího v rámci jednoho odvětví. Vnitroodvětvový obchod bývá významný zejména v případě technologicky náročnějších produktů, které mezi sebou obchodují podobně vyspělé

země. Jde tedy o další z indikátorů strukturální podobnosti ekonomik. Silný vnitroodvětvový obchod podporuje sblížení cyklického vývoje⁷⁶ a může mít také vliv na schopnost ekonomiky absorbovat ekonomické šoky.⁷⁷ Teorie vnitroodvětvového obchodu předpokládá jeho největší intenzitu v odvětvích náročných na kapitál a výzkum, kde lze nejvíce těžit z úspor z rozsahu a zároveň se obvykle jedná o odvětví s vysokou tržní koncentrací. Naopak nejnižší úroveň lze očekávat u odvětví spjatých s přírodními zdroji. Pro analýzu vnitroodvětvového obchodu byl použit Grubelův-Lloydův index, který udává podíl absolutní hodnoty vnitroodvětvového obchodu na obrátu zahraničního obchodu s eurozónou.

Graf 25: Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou

(podle klasifikace SITC5)



Pozn.: Prezentované výsledky jsou založeny na pětimístné klasifikaci SITC. Hodnota za rok 2015 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Grubelův-Lloydův index založený na klasifikaci SITC5 (Graf 25, Tabulka 9) vykazuje pro Českou republiku dlouhodobě relativně vysoké hodnoty srovnatelné s Rakouskem. Vyšší intenzitu vnitroodvětvového obchodu s eurozónou dosahuje pouze Německo. Portugalsko je charakteristické oproti České republice nižšími hodnotami Grubelova-Lloydova indexu, podobně jako střeoevropské nové členské země Evropské unie, u nichž nicméně index vykazuje ve sledovaném období mírně rostoucí trend. Česká republika se tedy celkově ve srovnání s ostatními zeměmi vyznačuje nadprůměrným podílem vnitroodvětvového obchodu s eurozónou.

⁷⁶ Frankel a Rose (1997). Teorie vnitroodvětvového obchodu viz též Krugman (1981), Hoekman a Djankov (1996).

⁷⁷ 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. Nárůst podílu vnitroodvětvového obchodu (zejména tzv. horizontálního) po vstupu do měnové unie může rovněž indikovat odmítnutí specializační hypotézy, která by predikovala nárůst meziodvětvového zahraničního obchodu.

Tabulka 9: Grubelův-Lloydův index podle stupňů agregace
(za rok 2014)

	SITC 1	SITC 2	SITC 3	SITC 5
CZ	0,83	0,75	0,68	0,57
AT	0,88	0,79	0,71	0,58
DE	0,92	0,86	0,81	0,71
PT	0,76	0,69	0,62	0,48
HU	0,86	0,76	0,69	0,51
PL	0,86	0,78	0,67	0,55
SI	0,84	0,76	0,65	0,50
SK	0,88	0,77	0,58	0,46

Pozn.: SITC 1, 2, 3 a 5 je jedno-, dvou-, troj- a pětimístné členění podle klasifikace SITC.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Intenzivní zahraniční obchod představuje významný kanál pro přenos ekonomických impulzů z eurozóny do české ekonomiky. Výkyvy v poptávce eurozóny byly v posledních deseti letech jedním z hlavních zdrojů hospodářského cyklu v České republice, což snižuje potenciální náklady spojené s přijetím společné měnové politiky. Toto obchodní propojení zároveň vytváří potenciál pro velké přínosy plynoucí z odstranění kurzového rizika a úsporu transakčních nákladů při zavedení eura, a je tak dlouhodobě jedním z nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny.

Přímé zahraniční investice

Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také vyšší mírou vlastnické provázanosti, neboť příslušnost domácích společností do nadnárodních skupin přispívá k přenášení ekonomických impulzů.⁷⁸ Kapitálová integrace mezi dvěma zeměmi navíc představuje faktor, který může přispět k utlumení negativního jednostranného poptávkového šoku. Vlastnická provázanost s eurozónou je měřena poměrem stavu **přímých zahraničních investic** z eurozóny ve sledovaných zemích k HDP (Tabulka 10) a poměrem stavu přímých investic ze sledované země v eurozóně k HDP (Tabulka 11).

Tabulka 10: Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP
(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CZ	48,9	57,4	60,5	56,7	64,0	62,8
AT	41,1	46,6	37,3	36,6	36,9	37,5
DE	21,7	23,8	24,2	24,3	26,4	26,7
PT	31,8	37,9	42,4	42,0	57,1	58,9
HU	43,4	50,6	51,5	49,3	58,7	57,2
PL	24,9	31,9	36,8	33,6	37,8	39,1
SI	18,1	18,9	19,2	20,5	21,2	20,3
SK	47,6	49,8	49,7	51,0	49,9	49,4

Pozn.: Eurozóna je definována jako EA18.

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

⁷⁸ Zahraniční investice mají díky přenosu technologií také významný pozitivní vliv na produktivitu domácích firem (Javorčík 2004, Havránek a Iršová, 2010), vysoký objem investic z eurozóny tedy podporuje konvergenční proces.

Hodnota poměru přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP byla v České republice v roce 2013 nejvyšší ze srovnávaných zemí. Vysoké vlastnické provázanosti dosahovalo také Portugalsko a Maďarsko a s mírným odstupem rovněž Slovensko.

Tabulka 11: Poměr stavu přímých investic do eurozóny k HDP

(v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CZ	9,0	11,4	13,6	13,4	15,7	19,0
AT	19,8	22,9	25,2	26,0	25,9	27,4
DE	20,5	23,4	23,7	24,9	27,0	27,8
PT	17,0	17,9	18,1	24,4	29,0	32,3
HU	6,3	6,4	5,3	5,6	10,2	10,1
PL	3,1	4,4	7,2	7,6	8,5	8,2
SI	3,2	4,7	4,9	4,8	4,0	3,9
SK	5,3	6,3	6,2	8,3	6,7	7,9

Pozn.: Eurozóna je definována jako EA18.

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

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. Česká republika sice mezi novými členskými zeměmi vyniká výrazně vyšší vlastnickou provázaností směrem do eurozóny, přesto však dosahuje stále nižší úrovně ve srovnání se starými členskými zeměmi Evropské unie.

Intenzivní vlastnické propojení českého hospodářství s eurozónou reprezentované vysokou úrovní přímých zahraničních investic z eurozóny v České republice při vysokém stupni otevřenosti ekonomiky zvyšuje pravděpodobnost sladění ekonomického vývoje s ekonomikou měnové unie, a snižuje tak riziko asymetrických šoků po případném přijetí eura.

1.2 PODOBNOST TRANSMISE MĚNOVÉ POLITIKY

Při hodnocení připravenosti České republiky na vstup do měnové unie je důležité zvážit, nakolik budou nastavení a dopady společné měnové politiky pro českou ekonomiku adekvátní. Vzhledem k podobnému průběhu hospodářského cyklu a silnému propojení české ekonomiky s jádrem eurozóny je pravděpodobné, že společná měnová politika Evropské centrální banky bude poměrně často v souladu s potřebami české ekonomiky. K využití této možné výhody je však nutné, aby transmise měnové politiky od měnověpolitických sazeb (či jiných nástrojů měnové politiky) do reálné ekonomické aktivity a zejména do inflace fungovala v České republice podobně jako v celé eurozóně.

V této části jsou prezentovány analýzy sladění v oblastech, které souvisejí s transmisí měnové politiky. Těmi jsou podobnost finančního systému, struktura aktiv a pasiv domácností a podniků, vztah mezi tržními a klientskými sazbami, míra integrace finančních trhů, inflační perzistence a stupeň euroizace české ekonomiky.

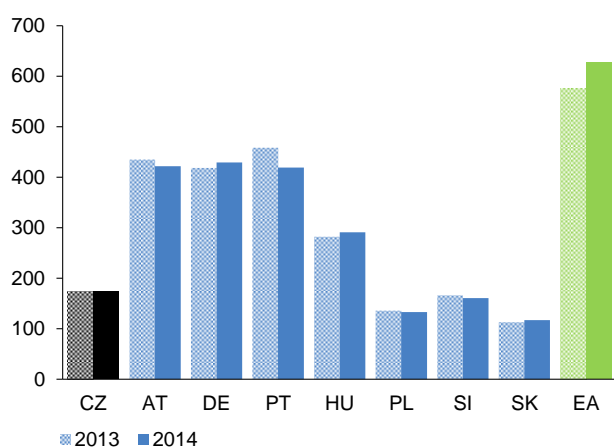
1.2.1 Finanční systém

Hloubka finančního zprostředkování v České republice v roce 2014 vyjádřená jako podíl aktiv finančních institucí na HDP dosáhla 174 %, zatímco v eurozóně 628 %, resp. v Německu, Rakousku a Portugalsku mírně přes 400 % (Graf 26). Význam finančního zprostředkování tak v České republice zůstává nadále významně nižší, přičemž je srovnatelný spíše s Polskem,

Slovinskem či Slovenskem. Hloubku finančního zprostředkování v eurozóně nicméně nelze považovat za cíl, ke kterému by měl český finanční sektor konvergovat.⁷⁹ Finanční krize totiž poukázala na to, že nadměrná velikost finančního sektoru může představovat zdroj značných rizik a omezenou schopnost institucí, respektive nositelů hospodářské politiky, řešit případné problémy ve finančním systému.⁸⁰ Zatímco finanční zprostředkování v České republice v roce 2014 stagnovalo, v eurozóně došlo k jeho meziročnímu zvýšení o 51 p.b., a to zejména vlivem růstu bilanční sumy investičních fondů a ostatních nebankovních finančních zprostředkovatelů. V průběhu roku 2014 se tak zastavila tři a půl roku probíhající konvergence úrovně finančního zprostředkování České republiky k hodnotám v eurozóně.

Graf 26: Hloubka finančního zprostředkování

(aktiva finančních institucí v % HDP)



Pozn.: 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, centrální banky

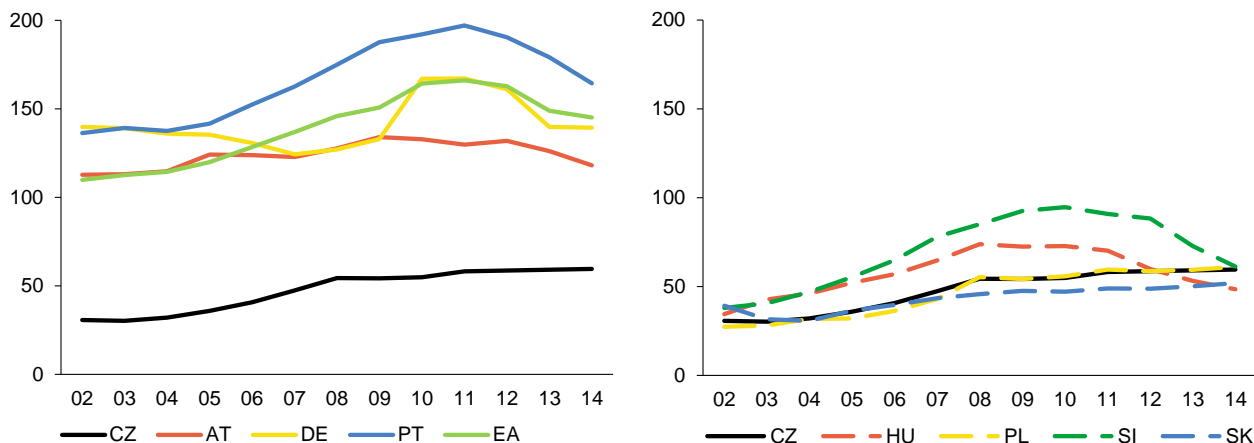
Hloubka finančního zprostředkování souvisí se **zadlužením soukromého sektoru**. Důvodem mělčího finančního zprostředkování v České republice je především nižší zadlužení českého soukromého sektoru v porovnání s eurozónou. Jeho míra je přitom srovnatelná se zeměmi regionu střední Evropy, jako je Slovinsko nebo Polsko (Graf 27). V eurozóně nicméně dochází k postupnému snižování poměru zadlužení soukromého sektoru, když jeho dluh klesl ze 166 % HDP v roce 2011 na 145 % HDP v roce 2014. V České republice došlo ve stejném období naopak k jeho mírnému nárůstu z 58 % HDP na 60 % HDP. Lze předpokládat, že konvergence k eurozóně bude v této oblasti pokračovat, neboť zadlužení soukromého sektoru se v České republice pohybuje stále pod úrovní odpovídající výši příjmů⁸¹ a zároveň nadále probíhá proces oddlužení soukromého sektoru v některých zemích eurozóny.

⁷⁹ Hloubka finančního zprostředkování by měla odpovídat ekonomické rozvinutosti dané ekonomikou.

⁸⁰ Pro účely zpracování této kapitoly byla použita data statistiky finančních účtů a měnové a finanční statistiky, která umožňují mezinárodní srovnání. Tyto údaje však nemusí 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.

⁸¹ Viz Geršl a Seidler (2011).

Graf 27: Zadlužení soukromého sektoru
(v % HDP)



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

Zdroj: MMF IFS, Eurostat

1.2.2 Struktura finančních aktiv a pasiv podniků a domácností

Symetrické působení jednotné měnové politiky a fungování transmisního mechanismu je podmíněno obdobnou finanční pozicí a strukturou finančních aktiv a pasiv sektorů jednotlivých ekonomik. Prostřednictvím finanční pozice vyjádřené čistými finančními aktivy lze porovnat, nakolik jsou sektory nefinančních podniků a domácností v jednotlivých zemích schopny financovat ostatní sektory, a nakolik mají naopak potřebu své aktivity financovat prostřednictvím zdrojů ostatních sektorů. Vzhledem k odlišné reakci různých položek finančních aktiv a pasiv na měnověpolitický impulz je nezbytné srovnání nejen samotné hodnoty čisté finanční pozice, ale i její struktury. Pohled na strukturu finanční rozvahy sektoru podniků a sektoru domácností také poskytuje informaci o vazbě reálné ekonomiky na finanční a především bankovní sektor. Ve všech srovnávaných ekonomikách je expozice bankovního sektoru vůči ostatním sektorům vysoká, což je dáno skutečností, že bankovní úvěry jsou historicky primárním zdrojem externího financování nefinančních podniků a domácností. Stále aktuální zůstává také otázka, zda financování prostřednictvím emise dluhopisů zůstane komplementem či se stane substitutem k bankovním úvěrům díky tomu, že v uplynulých třech letech trvaly příhodné tržní (nízké úrokové sazby a poptávka po firemních dluhopisech) i institucionální podmínky především pro emise korporátních dluhopisů.⁸²

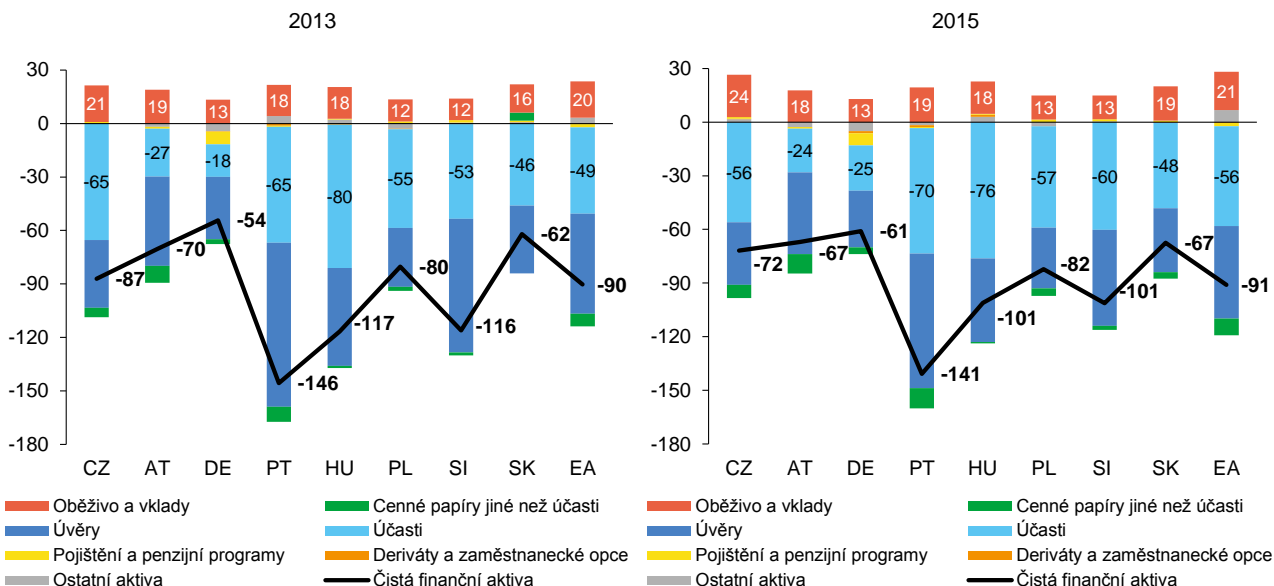
Strukturu finanční rozvahy a čistá finanční aktiva nefinančních podniků v poměru k HDP uvádí Graf 28.⁸³ Čistá dlužnická pozice tohoto sektoru⁸⁴, která je obecně dána velkým podílem nefinančních aktiv v rozvaze, se ve srovnání s rokem 2013 zmírnila v České republice, Maďarsku, Slovinsku, Rakousku a Portugalsku, v ostatních srovnávaných zemích a eurozóně jako celku se naopak prohloubila.

⁸² Ve stejném směru, tj. k podpoře rozvoje kapitálového financování, působí i zpřísnění kapitálových podmínek pro banky, neboť ty kvůli přísnější regulaci omezují úvěry pro neinvestiční stupeň (*non-investment-grade credits*).

⁸³ Analýza je vzhledem k omezené délce časových řad kvůli přechodu na ESA2010 provedena od prvního čtvrtletí 2013 do prvního čtvrtletí 2015.

⁸⁴ Čistá dlužnická pozice je dána rozdílem finančních aktiv a pasiv, která zahrnují i nedluhové položky, např. účasti.

Graf 28: Struktura finanční rozvahy a čistá finanční aktiva nefinančních podniků
(v % HDP)



Pozn.: Údaje pro rok 2013 a 2015 jsou stavem ke konci prvního čtvrtletí.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Struktura finanční rozvahy českých nefinančních podniků je v obou srovnávaných letech podobná struktuře rozvahy podniků eurozóny až na to, že v případě eurozóny je vyšší podíl úvěrů k HDP, což je hlavní důvod o něco více záporné čisté dlužnické pozice podniků v eurozóně oproti České republice. Podíl úvěrů k HDP se snížil ve všech srovnávaných zemích kromě Polska, což svědčí o nízké úvěrové dynamice ve vztahu k výkonnosti ekonomik napříč Evropou. Na rozdíl od vyspělých zemí eurozóny mají v ostatních zemích (včetně České republiky) relativně vyšší váhu na čisté dlužnické pozici podniků účasti⁸⁵. Hlavním důvodem je řádově nižší podíl účastí na finančních aktivech, což je spojeno s nižší mírou investic firem do jiných nefinančních podniků jak v domácí ekonomice, tak především v zahraničí. V České republice se čistá dlužnická pozice podniků mezi lety 2013 a 2015 snížila (Graf 28), což je zejména odrazem utlumeného růstu závazků a rychlejšího růstu finančních aktiv v podobě oběživa, vkladů, účastí a ostatních pohledávek. Z hlediska výše úvěrového zadlužení podniků je Česká republika v současné době zhruba srovnatelná s Německem, Polskem i Slovenskem, nedosahuje však úrovně eurozóny. Podíl oběživa a vkladů nefinančních podniků na HDP v České republice převyšuje ostatní srovnávané země, podíl čistých závazků v podobě cenných papírů na HDP je vlivem zvýšené emise cenných papírů téměř srovnatelný s eurozónou.

Příspěvky jednotlivých forem financování nefinančních podniků k vývoji jejich celkových závazků v posledních dvou letech (Graf 29) rovněž potvrzují narůstající roli financování prostřednictvím cenných papírů, zejména dluhopisů.⁸⁶ V České republice příspěvek cenných papírů převýšil příspěvek úvěrů.⁸⁷ Naopak tomu bylo v Rakousku a v Německu, kde tradiční financování skrze bankovní úvěry přispělo k růstu finančních závazků výrazněji než financování

⁸⁵ Jedná se o kótované akcie, nekótované akcie a podílové listy investičních fondů.

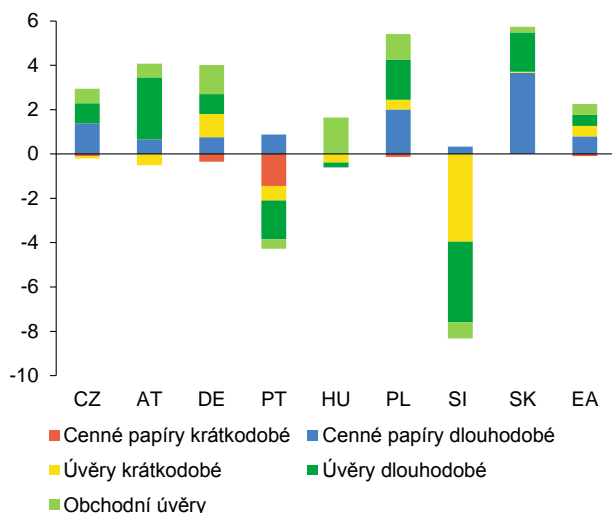
⁸⁶ Touto formou jsou financovány větší investiční projekty, pro něž by jinak byly vytvářeny syndikované úvěry. Z pohledu firmy je schéma hotovostních toků spojených s emisí dluhopisů výhodnější než toky související s úvěrem, neboť v případě dluhopisů vyplácí do doby jeho splatnosti pouze úrok (jednou či dvakrát do roka) a až na konci splatnosti celou jistinu, zatímco v případě úvěru dochází obvykle k jeho pravidelným splátkám v čase.

⁸⁷ Obchodní úvěry, tj. krátkodobé úvěry vyplývající ze splatnosti transakcí mezi podniky ve smluvně dohodnutém budoucím termínu, přitom zaznamenaly podobný přírůstek jako dlouhodobé úvěry. Obchodní úvěry slouží do jisté míry jako krátkodobé financování, avšak v případě včasného splacení není placen úrok ani sankce.

pomocí emisí dluhopisů. V Polsku a na Slovensku k růstu závazků významně přispěly jak dlouhodobé úvěry, tak dlouhodobé cenné papíry. V případě Slovinska a Portugalska úvěry přispěly záporně a významně převážily nad kladnými příspěvky dluhopisů. V jednotlivých zemích eurozóny je tak patrný odlišný vývoj v bankovním financování, když někde dochází k poklesu stavu úvěrů a jinde k jejich nárůstu.

Graf 29: Příspěvky jednotlivých forem financování k vývoji celkových závazků

(v p.b.)



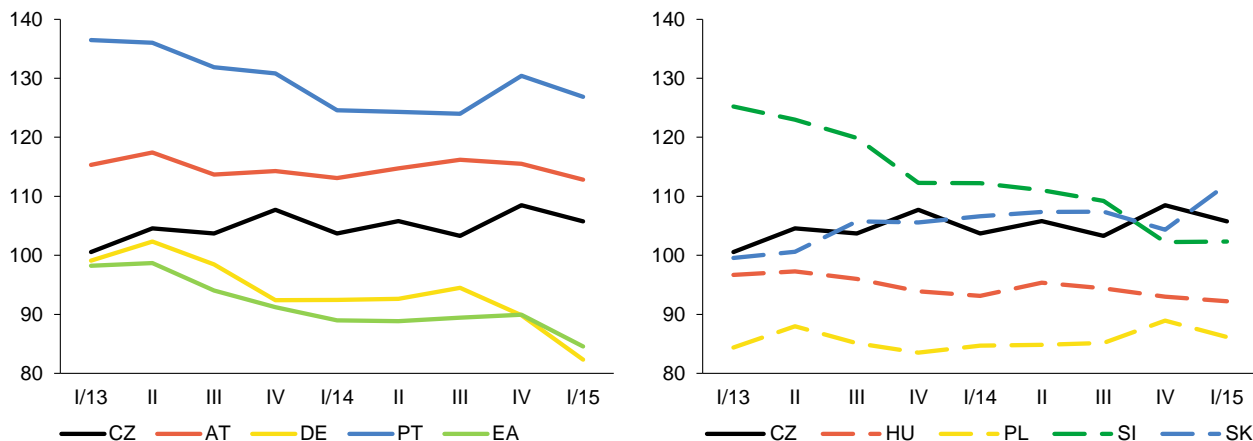
Pozn.: Příspěvky k přírůstkům jsou vypočteny za období 2013Q1–2015Q1.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Dluhové financování nefinančních podniků vyjadřuje **poměrový ukazatel dluhu k vlastnímu jmění** (Graf 30),⁸⁸ jehož prostřednictvím lze posoudit riziko nadměrné dluhové zátěže. Hodnota tohoto ukazatele v České republice se od počátku roku 2013 pohybuje nad hranicí 100 % a trendově mírně roste. Po celé období se pohybuje nad úrovní Německa i eurozóny, kde uvedený ukazatel zřetelně klesal, a naopak pod úrovní Rakouska a Portugalska; hodnota ukazatele je vyšší i ve srovnání s Polskem a Maďarskem.

⁸⁸ Dluh zahrnuje emitované dluhopisy, přijaté půjčky a obchodní úvěry či emitované účasti.

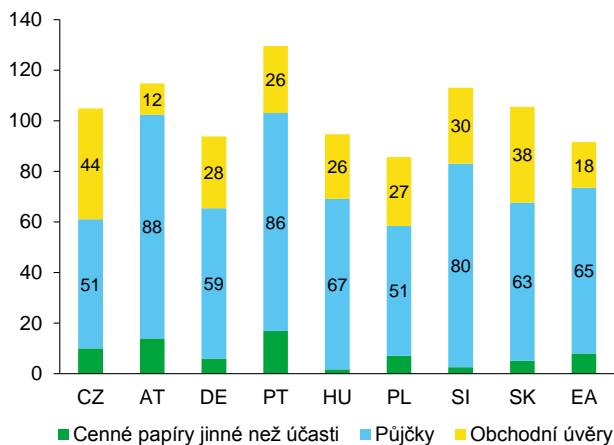
Graf 30: Dluh nefinančních podniků k jejich vlastnímu jmění



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Podrobnější **struktura dluhu k vlastnímu jmění** (Graf 31) ukazuje na vysoký podíl obchodních úvěrů u podniků v České republice a na Slovensku. Oproti tomu v eurozóně je tento podíl zhruba poloviční. Podíl cenných papírů k vlastnímu jmění je v České republice mírně vyšší než v eurozóně a rovněž vyšší než v Polsku či Maďarsku, což je dáno zvýšenou emisní aktivitou nefinančních podniků v posledních několika letech. Z tohoto ukazatele je rovněž zřejmý obecně vysoký podíl půjček oproti ostatním nástrojům podnikových financí.

Graf 31: Složky poměrového ukazatele dluhu k vlastnímu jmění



Pozn.: Složky jsou vypočteny jako podíl daného nástroje na vlastním jmění a jako průměr za 2013Q1–2015Q1.

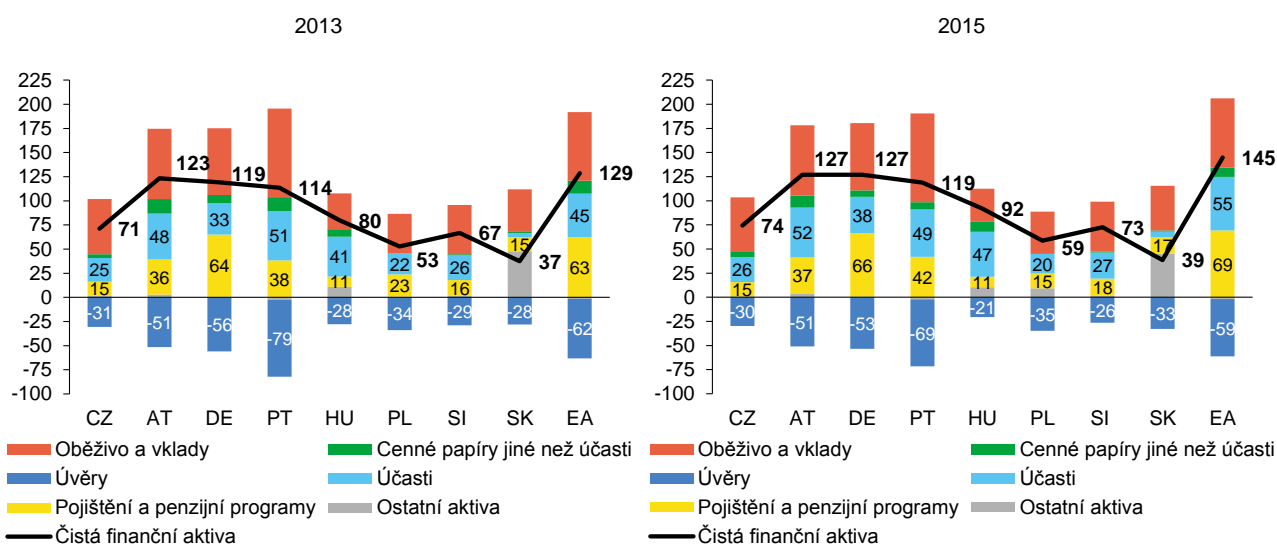
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Lze shrnout, že i přes obdobný vývoj ve financování nefinančních podniků v České republice a eurozóně se tyto ekonomiky z hlediska celkové úrovně i struktury pasiv podniků nadále v některých ohledech liší. To je do jisté míry dáno jak odlišnou úrovní zadlužení před krizí, které bylo v České republice nižší než v eurozóně, tak i reakcí vývoje dluhu v pokrizovém období.

Sektor domácností je na rozdíl od nefinančních podniků v čisté věřitelské pozici (Graf 32).⁸⁹ Čistá finanční aktiva domácností v poměru k HDP se v posledních dvou letech zvýšila ve všech sledovaných zemích, přičemž v některých zemích došlo k výraznějšímu nárůstu (například v Maďarsku, Polsku nebo eurozóně jako celku), zatímco v České republice došlo pouze k mírnému vzestupu. Ve srovnání s eurozónou je čistá finanční pozice českých domácností zhruba poloviční, což koresponduje s přibližně poloviční úrovní jejich finančního bohatství.

Graf 32: Struktura finanční rozvahy a čistá finanční aktiva domácností

(v % HDP)



Pozn.: Údaje pro rok 2013 a 2015 jsou za první čtvrtletí.

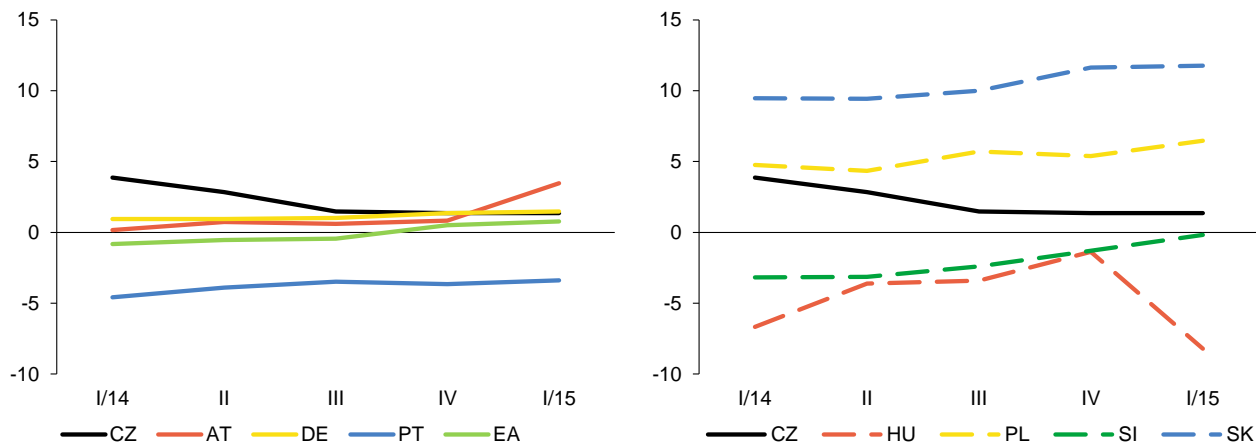
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

U většiny srovnávaných zemí (kromě Polska a Slovenska) došlo v posledních dvou letech k poklesu podílu čistých úvěrů domácnostem k HDP. Tento pokles však může být způsoben buď skutečným poklesem objemu úvěrů, nebo pouze zpomalením tempa růstu půjček domácnostem při obnoveném růstu HDP. Zatímco objem půjček českých, rakouských a německých domácností mírně vzrostl, v Maďarsku, Portugalsku a Slovinsku došlo k poklesu stavu půjček (Graf 33). V Polsku a na Slovensku byly naopak zaznamenány výrazné meziroční nárůsty úvěrů domácnostem. Zadlužení českých domácností oproti eurozóně jako celku zůstává i přes mírně odlišný vývoj úvěrů přibližně poloviční.

⁸⁹ Analýza je vzhledem k omezené délce časových řad kvůli přechodu na ESA2010 provedena od prvního čtvrtletí 2013 do prvního čtvrtletí 2015.

Graf 33: Meziroční růst úvěrů domácnostem

(v %)

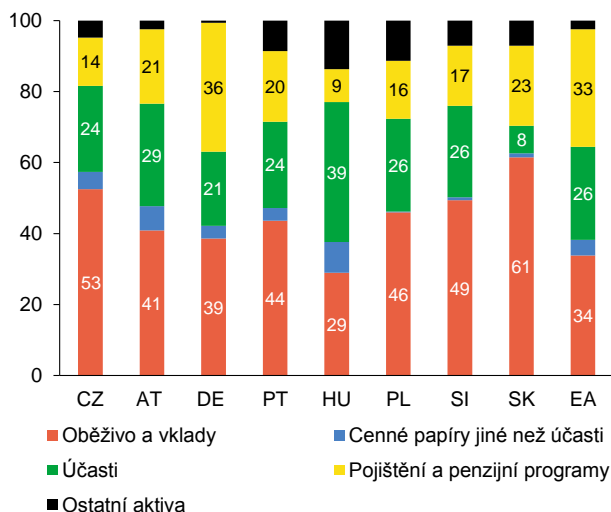


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Likvidní složka **portfolia domácností**, tj. oběživo a vklady, má vysoký a v čase poměrně stabilní podíl k HDP. To je do jisté míry ovlivněno konzervativním přístupem domácností k řízení svého finančního portfolia (a to i za cenu malého zhodnocení těchto prostředků v prostředí nízkých úrokových sazeb) a také stále doznívající preferencí likvidity domácnostmi v pokrizovém finančním prostředí. Nadpoloviční podíl oběživa a vkladů na celkových finančních aktivech drží domácnosti v České republice (53 %) a na Slovensku (61 %, Graf 34), u domácností v eurozóně jako celku je naopak tento podíl pouze třetinový (34 %). Ještě mírně nižší je v Maďarsku (29 %), což je ovlivněno vyššími splátkami dluhů v zahraniční měně při minulých znehodnoceních forintů.⁹⁰ České a slovenské domácnosti převážně preferují hotovost a snadno dostupné finanční prostředky na bankovních účtech.

Graf 34: Struktura portfolia domácností

(v %)



Pozn.: Údaje jsou za první čtvrtletí 2015. Položku Ostatní aktiva tvoří ostatní pohledávky, půjčky, deriváty a zaměstnanecké opce.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

⁹⁰ Trendové znehodnocení kurzu forintů k EUR probíhá přibližně od roku 2008.

Investiční složka portfolia domácností obsahuje účasti, zejména pak akcie a podílové listy, dále pojistné, penzijní a standardizované záruční programy, a rovněž cenné papíry jiné než účasti (např. státní dluhopisy). Vývoj těchto nástrojů zachycuje tendence domácností investovat na kapitálovém trhu prostřednictvím individuálního investování (např. nákup dluhopisů) či kolektivního investování (např. nákup podílových listů). Podíl investiční složky v portfoliu domácností v České republice (42 %) je obdobný jako u polských či slovinských domácností, naproti tomu podíl investiční složky rakouských a německých domácností i eurozóny jako celku je vyšší (zhruba 60 %). Rakouské domácnosti disponují vyšším podílem účastí a cenných papírů oproti českým, zatímco německé vyšším podílem kategorie pojištění a penzijní programy.

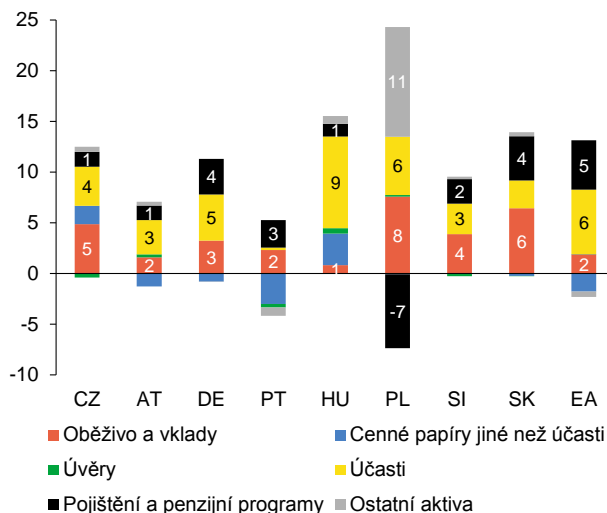
Příspěvky jednotlivých nástrojů finančních aktiv k vývoji celkových aktiv domácností se mezi sledovanými zeměmi lišily. Domácnosti v České republice a Maďarsku, na rozdíl od těch v Rakousku, Německu, Portugalsku a eurozóně jako celku, nakupovaly v uplynulých letech cenné papíry jiné než účasti, převážně dluhopisy (Graf 35).⁹¹ Z pohledu struktury a podílu cenných papírů v portfoliu se tak české domácnosti přiblížily rakouským i eurozóně jako celku (Graf 34). V zemích eurozóny naopak během sledovaného období docházelo k mírně odlišnému vývoji v držbě cenných papírů, neboť domácnosti v Portugalsku, Rakousku a Německu přistupovaly spíše k jejich odprodejům z portfolií.

Domácnosti původních členských zemí eurozóny drží vyšší podíl účastí k HDP než české domácnosti (Graf 32), nicméně během sledovaného období byly účasti významně navýšeny u domácností všech srovnávaných zemí (Graf 35), a to zejména díky investicím do podílových listů investičních fondů. Rovněž **pojištění a penzijní programy** se podílely na růstu finančních aktiv domácností napříč všemi sledovanými zeměmi kromě Polska. Přírůstek tohoto nástroje v portfoliu českých domácností byl však nižší než v jednotlivých zemích eurozóny i v eurozóně jako celku. Domácnosti v České republice přitom za sledované období navýšily jak objem držných cenných papírů, hodnotu účastí i hodnotu pojištění a penzijních programů, tak i hodnotu oběživa a vkladů; potvrdily tak konzervativnost i vyváženost v řízení svého portfolia. Obdobně hospodařily i domácnosti v eurozóně jako celku, avšak s nižším přírůstkem likvidní složky a při mírném úbytku držných cenných papírů. Společným rysem hospodaření všech srovnávaných evropských domácností je tak navyšování držby netermínovaných vkladů a kolektivní investování prostřednictvím podílových listů investičních fondů.

⁹¹ V ČR se jednalo zejména o investice do státem vydaných spořicíh dluhopisů, jež se staly jak nástrojem spoření domácností s konzervativním rizikovým profilem, tak nástrojem diverzifikace portfolia domácností, tj. příklonem k investiční složce.

Graf 35: Příspěvky jednotlivých nástrojů finančních aktiv k vývoji celkových aktiv

(v p.b.)



Pozn.: Příspěvky k vývoji celkových aktiv jsou vypočteny za období 2013Q1–2015Q1. Položka Ostatní aktiva je tvořena úvěry, deriváty a zaměstnaneckými opcemi společně s obchodními úvěry.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

V souhrnu je tedy čistá věřitelská pozice sektoru českých domácností přibližně poloviční vůči eurozóně jako celku. Podobně jako v případě podniků zde navíc přetrvávají rozdíly ve struktuře, především poloviční míra zadlužení a opačný poměr likvidní a investiční složky portfolia aktiv. Zmíněné rozdíly mohou vyvolávat asymetrické působení měnové politiky, neboť nižší poměr aktiv i pasiv domácností k HDP v nových členských zemích může vést k její slabší transmisi.

1.2.3 Vliv měnové politiky na klientské úrokové sazby

Předpokladem pro úspěšné fungování ekonomiky v režimu společné měnové politiky je podobná funkce úrokového kanálu transmise měnové politiky, tedy přenosu změn úrokových sazeb finančního trhu do klientských sazeb.

Přenos změn sazeb finančního trhu do klientských sazeb je v České republice poměrně rychlý, přičemž plný přenos lze pozorovat jen v případě úvěrů na bydlení. Sazby pro velké i malé úvěry s krátkodobou fixací či pohyblivou sazbou následují poměrně rychle vývoj na peněžním trhu; přibližně 60 % transmise se uskuteční již v průběhu jednoho měsíce.⁹² Klientské sazby z podnikových úvěrů s fixací nad jeden rok (jejichž váha je však nízká, viz níže) jsou navázány spíše na výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů s tím, že transmise trvá zhruba dva až tři měsíce. U sazeb z úvěrů na bydlení, u kterých je také pozorována vazba na sazby vládních dluhopisů, je doba přenosu změny přibližně tři měsíce. Transmise úrokových sazeb byla v průběhu finanční krize mírně oslabena v důsledku nárůstu klientských rizikových prémie, což je ovšem tradiční známka cyklického vývoje, související se zpříšňováním úvěrových podmínek vlivem rostoucí rizikovosti klientů (a jejich projektů) a více obezřetným chováním bank. V eurozóně jsou klientské úrokové sazby s krátkodobou fixací odvozovány rovněž od sazeb peněžního trhu, dlouhodobé sazby pak tradičně od výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů. Klientské sazby úvěrů nefinančním podnikům jsou přitom více ovlivněny změnami

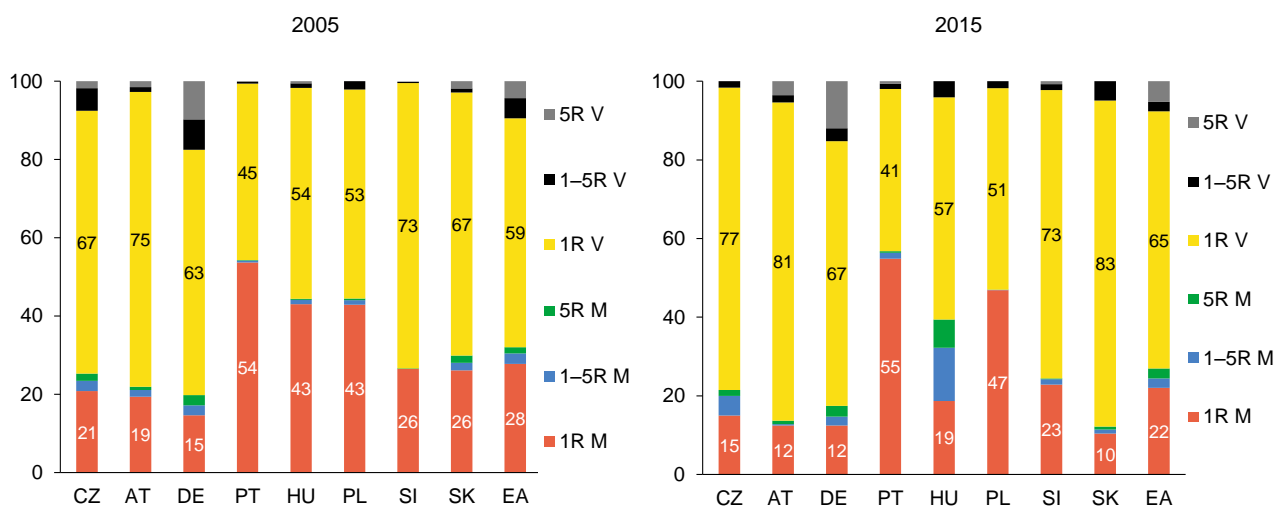
⁹² Horváth a Podpiera (2009) a Babecká-Kucharčuková a kol. (2013).

mezibankovních sazeb než sazby úvěrů domácnostem. Uvedené platí jak v období finanční krize (vyšší volatility), tak v klidném období.⁹³ V eurozóně existuje poměrně diferencovaná síla transmise pro jednotlivé členské státy. Přenos změn sazeb finančního trhu do klientských sazeb nebývá úplný a dynamika přizpůsobení klientských sazeb se liší pro případ růstu a poklesu sazeb peněžního trhu.⁹⁴

Graf 36 zachycuje strukturu nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům podle délky fixací úrokových sazeb, přičemž větší podíl úvěrů s krátkodobou sazbou obecně poukazuje na větší **citlivost nových úvěrů nefinančním podnikům na změnu měnověpolitických a následně tržních sazeb**. Ve všech sledovaných zemích podniky většinou dlouhodobě čerpají úvěry s pohyblivými sazbami či sazbami s fixací do jednoho roku. Významnější podíl úvěrů s delší fixací má ze sledovaných zemí Maďarsko⁹⁵ a Německo a v menší míře i Česká republika. Vysoký podíl úvěrů s krátkou fixací umožňuje poměrně rychlou transmisi klientských úrokových sazeb do podnikových bilancí a rychle se projeví i v poptávce po úvěrech. Ve všech zemích vyjma Polska a Portugalska zaujímají většinový podíl velké úvěry (tj. nad 1 mil. EUR), přičemž od roku 2004 se podíl těchto úvěrů obecně zvýšil.

Graf 36: 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 2015 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Zjednodušený odhad síly a zpoždění transmise z tržních do klientských sazeb ve sledovaných zemích lze provést pomocí korelační analýzy změn těchto sazeb. V této analýze byla zjišťována maximální hodnota koeficientu korelace úrokových sazeb z klientských úvěrů a příslušné tržní úrokové sazby pro několik možných zpoždění. Tabulka 12 uvádí korelace tříměsíčních peněžních sazeb se sazbami úvěrů nefinančních podniků (fixace do 1 roku), zpožděných o 0–2 měsíce. Korelace většiny zemí dosahují statisticky významných hodnot bez zpoždění, což napovídá o rychlém přenosu změn tržních sazeb do klientských sazeb. Výjimkou je

⁹³ Aristei a Gallo (2012).

⁹⁴ Beckmann a kol. (2013).

⁹⁵ V Maďarsku došlo v posledních přibližně dvou letech k výrazné změně ve splatnostech, když vzrostl podíl malých úvěrů denominovaných ve forintech, fixovaných ve splatnostech 1 až 5 let a nad 5 let na celkových úvěrech. To je dáno zejména státem vytvořenými institucionálními podmínkami, hlavně tzv. Funding for Growth Scheme, který zajišťuje malým a středním firmám přístup ke střednědobým úvěrům denominovaným ve forintech s průměrnou splatností 7 let a s 2,5% úrokovou sazbou. Zdrojem financování těchto úvěrů jsou bezúročné půjčky komerčním bankám od centrální banky v určeném objemu.

Portugalsko, kde dochází ke zpoždění o jeden měsíc u malých i velkých úvěrů. Nejvyšších hodnot korelace bez zpoždění dosahují pro velké i malé úvěry Německo, Rakousko a eurozóna jako celek. V případě Slovenska se pak jednoměsíční zpoždění objevuje pouze u velkých úvěrů, když u malých úvěrů nebyl nalezen významný vztah mezi sazbou z úvěru a tržní sazbou. Uvedené výsledky naznačují silné a do značné míry symetrické navázání klientských úrokových sazeb na příslušné mezibankovní sazby.

Tabulka 12: Korelace změn sazeb úvěrů nefinančním podnikům (fixace do 1 roku) se změnami tříměsíčních tržních sazeb

	velikost úvěru do 1 mil. EUR			velikost úvěru nad 1 mil. EUR			
	2004M1–2015M6			2004M1–2015M6			
	t	t-1	t-2	t	t-1	t-2	t-2
CZ	0,38 **	0,14	0,02	0,42 **	0,18	0,08	
AT	0,85 **	0,72 **	0,58 **	0,75 **	0,55 **	0,47 **	
DE	0,74 **	0,63 **	0,47 **	0,74 **	0,47 **	0,33 **	
PT	0,50 **	0,63 **	0,39 **	0,25 **	0,37 **	0,25 **	
HU	0,18 **	0,09	0,08	0,28 **	0,11	0,09	
PL	0,14 *	0,12	0,07	0,16 *	0,08	0,09	
SI	0,50 **	0,35 **	0,15	0,36 **	0,23 *	0,07	
SK	0,00	0,16	0,03	0,11	0,21 *	0,08	
EA	0,88 **	0,76 **	0,55 **	0,85 **	0,59 **	0,45 **	

Pozn.: Tučně jsou vyznačeny nejvyšší hodnoty korelace mezi úrokovou sazbou z úvěrů nefinančním podnikům a příslušnou tříměsíční tržní úrokovou sazbou (většinou 3M EURIBOR, jinak 3M PRIBOR, 3M WIBOR a 3M BUBOR). Korelační analýza byla provedena na prvních diferencích jednotlivých časových řad.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

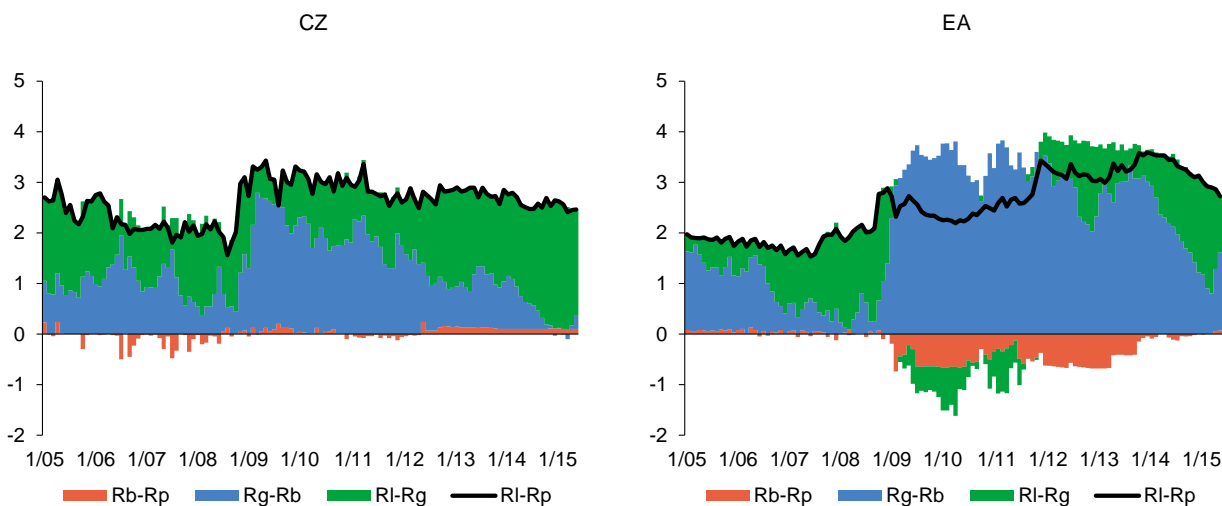
Dalším zdrojem asymetrického vývoje klientských úrokových sazeb po vstupu do měnové unie mohou být rozdílné rizikové prémie. Rozložením **rozpětí úrokových sazeb z nových úvěrů nefinančním podnikům a měnověpolitické sazby** (RI-Rp) na tři složky (Graf 37) je možné vyjádřit odlišné aspekty finančního rizika:⁹⁶ (i) Rozdíl mezi jednodenní (*overnight*) mezibankovní sazbou a měnověpolitickou sazbou (Rb-Rp) lze interpretovat jako signál o napětí či rostoucích rizicích na peněžním trhu a zahrnuje likvidní i úvěrové riziko, kterým čelí banky při půjčování finančních prostředků. Dobře patrný je tento signál u eurozóny v období od počátku finanční krize a mírně znatelný je i v současné době. (ii) Rozdíl mezi výnosem vládních dluhopisů⁹⁷ a jednodenní mezibankovní sazbou (Rg-Rb) indikuje časovou prémii a rovněž úvěrové riziko vládních dluhopisů. Tento rozdíl počátkem finanční krize skokově vzrostl a v eurozóně v době dluhové krize zůstal výrazně zvýšený až do loňského roku, kdy se sice snížil, i nadále však kvůli úvěrovému riziku periferních zemí eurozóny přetrvává. (iii) Rozdíl mezi klientskou úrokovou sazbou a výnosem vládního dluhopisu (RI-Rg) zachycuje úvěrové riziko množiny klientů a ochotu bank přebírat riziko spojené s jejich financováním. I přes stávající velmi nízké klientské sazby z úvěrů, odrážející v podstatě marži bank, měl tento rozdíl v posledních dvou letech rostoucí tendenci, neboť výnosy dluhopisů jsou na historicky nejnižších hodnotách (v České republice jsou téměř nulové). Celkově je pak úroveň rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům vůči měnověpolitické sazbě v České republice nižší než v eurozóně.

⁹⁶ Illes a Lombardi (2013).

⁹⁷ Kvůli spíše nižší časové prémii a financování podniků s fixací do 1 roku by bylo vhodnější použít jednoleté vládní dluhopisy, ty ovšem nebyly dostupné, proto byly použity pětileté vládní dluhopisy.

Graf 37: Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a měnověpolitických úrokových sazeb

(v p.b.)



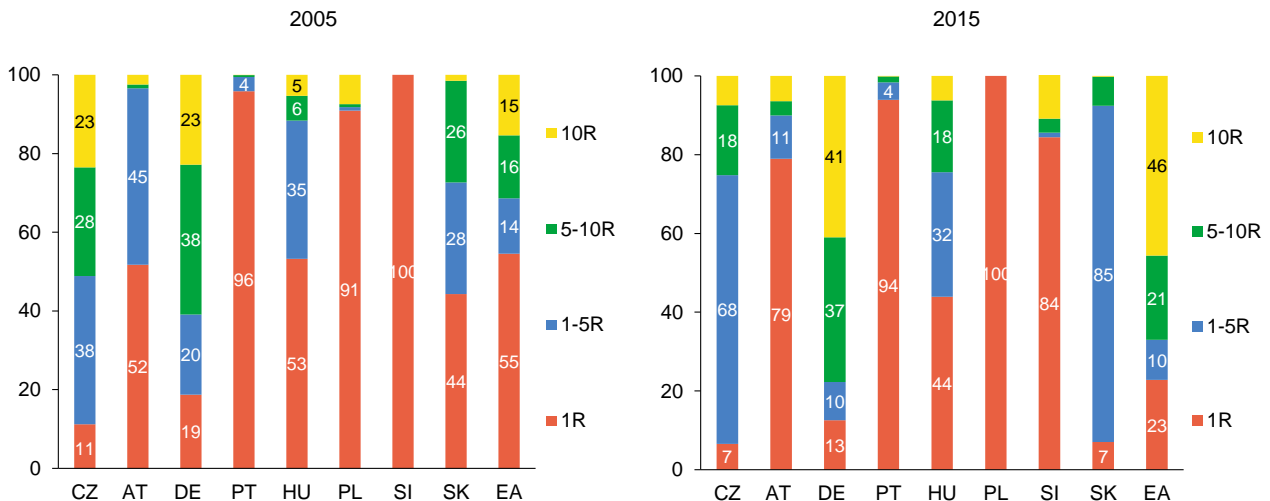
Pozn.: RI-Rp rozdíl mezi úrokovou sazbou z úvěrů nefinančním podnikům a měnověpolitickou sazbou; Rb-Rp rozdíl mezi jednoduchou mezibankovní sazbou a měnověpolitickou sazbou; Rg-Rb rozdíl mezi výnosem vládních dluhopisů a jednoduchou mezibankovní sazbou; RI-Rg rozdíl mezi klientskou úrokovou sazbou a výnosem vládního dluhopisu; Sazby jsou vypočteny z vážené úrokové sazby z celkových podnikových úvěrů. Pro klíčovou měnověpolitickou sazbu byl použit údaj ke konci měsíce. Použity jsou pětileté vládní dluhopisy.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Úvěry na bydlení představují hlavní segment zadluženosti domácností. Jejich strukturu dle fixace úrokové sazby zachycuje Graf 38. V České republice, podobně jako v Německu, na Slovensku a v eurozóně jako celku domácnosti čerpají zejména úvěry s fixací sazby nad jeden rok, což dává předpoklad pro podobnost transmise měnové politiky do bilancí domácností. Zatímco v České republice dominují úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let, za eurozónu jako celek dominují úvěry s ještě delšími fixacemi sazby, konkrétně nad 5 let. Vzhledem k příhodným tržním podmínkám začaly domácnosti např. v Německu a eurozóně využívat i úvěry na bydlení s fixací nad deset let. Také v České republice podíl úvěrů s delší fixací v poslední době roste, například podíl úvěrů s fixací na 5 až 10 let vzrostl z 10 % za rok 2014 na 18 % za rok 2015, přičemž podíly kategorií s kratší fixací se snížily. Motivace domácností fixovat úvěr na bydlení na delší časové období je způsobena velmi nízkou úrovní klientských úrokových sazeb. Z tohoto pohledu se tak transmise stává méně citlivou. Většinový podíl úvěrů do jednoho roku a tím i vyšší citlivost transmise lze naopak sledovat v Rakousku, Portugalsku, Maďarsku, Polsku a Slovinsku. Rozdíly mezi zeměmi jsou dány rozdílností finančních produktů, strukturou trhů a některými regulačními opatřeními.⁹⁸

⁹⁸ Například v Polsku jsou standardem úvěry na bydlení s pohyblivou úrokovou sazbou, která je navázána na WIBOR a obvykle se mění jednou za 3 nebo 6 měsíců, přičemž objem delších fixací je zanedbatelný.

Graf 38: 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 2015 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Změny sazeb úvěrů na bydlení s fixací do jednoho roku jsou ve všech sledovaných zemích nejsilněji korelované se změnami příslušných tříměsíčních tržních sazeb s jednoměsíčním zpožděním, což napovídá, že úroková transmise ve sledovaných zemích probíhá poměrně rychle (Tabulka 13). V České republice je však korelace slabší než v ostatních sledovaných zemích. Výjimkou je Polsko, kde nebyl nalezen významný vztah. Sazby z nově poskytnutých úvěrů na bydlení s fixací nad jeden rok jsou statisticky významně navázány na výnosy desetiletých vládních dluhopisů v České republice a ještě silněji v Německu a eurozóně jako celku.⁹⁹ V těchto zemích je většina úvěrů na bydlení fixována na dobu delší než jeden rok: od jednoho roku do pěti let v České republice, v případě Německa a eurozóny jak v rozmezí 5–10 let, tak nad 10 let. Zpoždění nejsilnější odezvy klientských sazeb na změnu tržních sazeb se pro tyto úvěry pohybuje od jednoho měsíce v Německu a České republice až do dvou měsíců v eurozóně. Významný korelační vztah úvěrů na bydlení s fixací nad 1 rok s příslušnými vládními dluhopisy se neprokázal v Rakousku, Maďarsku, Portugalsku ani na Slovensku.¹⁰⁰

⁹⁹ Navázání klientských sazeb na vládní dluhopisy je sledováno ze dvou důvodů. Prvním je skutečností, že desetileté dluhopisy aproximují delší konec výnosové křivky, a reprezentují tak dlouhodobé náklady financování. Druhým důvodem je již dříve ekonometricky prokázána vazba mezi českými vládními dluhopisy a úvěry na bydlení v korunách (Babecká Kucharčuková a kol., 2013).

¹⁰⁰ V případě Maďarska a Portugalska může být absence navázání na vládní dluhopisy dána zvýšenou a poměrně volatilní rizikovou prémie od vypuknutí finanční krize. V případě Rakouska se sice neprokázalo navázání úvěrů na bydlení se splatností nad 1 rok na desetiletý dluhopis, ale korelační analýza poukázala na vztah se sazbou 3M EURIBOR (0,35**) s jednoměsíčním zpožděním. V Portugalsku je zastoupení úvěrů na bydlení s fixací nad 1 rok nízké.

Tabulka 13: Korelace změn sazeb úvěrů na bydlení se změnami tržních sazeb

	s fixací do 1 roku			s fixací nad 1 rok		
	tříměsíční tržní sazby			desetileté vládní dluhopisy		
	2004M1–2015M6			2004M1–2015M6		
	t	t-1	t-2	t	t-1	t-2
CZ	0,13	0,22 *	0,16	0,04	0,28 **	0,27 **
AT	0,51 **	0,51 **	0,50 **	-0,02	-0,03	0,07
DE	0,60 **	0,65 **	0,45 **	0,43 **	0,73 **	0,55 **
PT	0,65 **	0,88 **	0,64 **	0,07	0,05	-0,06
HU	0,20 **	0,30 **	0,22 *	0,07	-0,01	0,01
PL	0,14	0,14	0,08		–	
SI	0,76 **	0,84 **	0,59 **		–	
SK	0,11	0,41 **	0,22 *	-0,13	-0,12	0,04
EA	0,78 **	0,85 **	0,70 **	0,29 **	0,54 **	0,54 **

Pozn.: Tučně jsou zvýrazněny nejvyšší hodnoty korelace v čase mezi úrokovou sazbou z úvěru na bydlení a příslušnou tříměsíční tržní úrokovou sazbou (3M EURIBOR pro země v eurozóně, jinak pro CZ 3M PRIBOR, pro PL 3M WIBOR a pro HU 3M BUBOR); v případě dluhopisů se jedná o desetileté vládní dluhopisy dané země, pro EA je v tabulce uvedena korelace s německými vládními dluhopisy. V případě Polska a Slovinska je podíl úvěrů na bydlení s fixací nad jeden rok téměř zanedbatelný. Korelační analýza byla provedena na prvních diferencích jednotlivých časových řad.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Lze shrnout, že v eurozóně se vlivem finanční a následné dluhové krize dále zvýšil stupeň heterogenity klientských úrokových sazeb, což představuje jednu z hlavních výzev pro zajištění symetrického působení jednotné měnové politiky. Klientské úrokové sazby zemí evropské unie zůstanou diferencovanější pravděpodobně i v budoucnu. Likviditní a rizikové prémie zohledňující zdraví dané ekonomiky budou patrně i nadále hrát mnohem důležitější roli než v předkrizovém období. V České republice se aktuální rozpětí klientských sazeb nefinančním podnikům vůči měnověpolitické sazbě nachází pod rozpětím eurozóny. Míra navázání klientských sazeb nefinančních podniků na tržní sazby je v České republice silná a podobná ostatním srovnávaným zemím. V případě úvěrů na bydlení jsou v České republice objemově významné delší splatnosti než jeden rok, stejně jako v Německu a eurozóně jako celku, a s tím souvisí i silnější navázání klientských sazeb těchto zemí na výnosy vládních dluhopisů příslušných zemí. Přenos změn úrokových sazeb finančního trhu do klientských sazeb se tak v České republice výrazněji neliší od eurozóny, a nadále nepředstavuje překážku pro budoucí přijetí eura.

1.2.4 Inflační perzistence

Pružnost cen ovlivňuje jak schopnost ekonomiky efektivně vstřebávat šoky, tak fungování transmise měnové politiky. Jedním ze způsobů zkoumání **cenové pružnosti** je analýza inflační perzistence (strnulosti), tedy rychlosti, s jakou se inflace navrácí po šoku zpět k rovnováze. Výrazné rozdíly v inflační perzistenci v zemích měnové unie mohou zároveň vést k rozdílným dopadům jednotné měnové politiky. Rozdíly v inflaci pozorované mezi jednotlivými zeměmi eurozóny lze do značné míry vysvětlit právě rozdílnou perzistencí inflace.¹⁰¹

Inflační perzistence je měřena třemi alternativními metodami. Neparаметrická Metoda 1 využívá postup, podle něž je inflace tím strnulejší, čím déle skutečné inflaci trvá návrat k její střednědobé hodnotě.¹⁰² Hodnoty tohoto ukazatele leží v intervalu [0;1], přičemž platí, že čím blíže jsou hodnoty k jedné, tím je inflace strnulejší.

¹⁰¹ Angeloni a Ehrmann (2004).

¹⁰² Postup navržený v práci Marques (2004).

Metoda 2 a Metoda 3 jsou založeny na modelu inflace jako autoregresního procesu a sledují součet koeficientů autoregresních členů. Hodnoty ukazatelů perzistence v těchto metodách rostou (stejně jako u Metody 1) s perzistencí inflace. Metoda 2 předpokládá konstantní střednědobou hodnotu inflace. Jak však bylo prokázáno,¹⁰³ výsledky modelování perzistence inflace jsou do značné míry závislé na předpokladu o střednědobé hodnotě, ke které inflace konverguje. Pokud časová řada inflace obsahuje strukturální změny či zlomy ve vývoji, které modelový proces nepřipouští, odhad perzistence inflace je typicky vychýlený směrem nahoru. Vzhledem k transformačnímu procesu doprovázenému dezinflací, cenovou konvergencí, postupnou deregulací cen a změnami v režimu měnové politiky jsou změnami ve střednědobých hodnotách inflace zasaženy zejména časové řady tranzitivních zemí. Metoda 3 proto modeluje autoregresní proces s časově proměnným parametrem střednědobé hodnoty inflace.

Podle neparametrické Metody 1 byla inflační perzistence v České republice, v Rakousku a Polsku ve sledovaném období 2005Q1–2015Q2 nejvyšší ze srovnávaných zemí (Tabulka 14). Dle odhadů pomocí zbylých dvou metod se pohybovala zhruba uprostřed. Rozdíly v odhadnuté perzistenci mezi srovnávanými zeměmi jsou však u všech tří metod ekonomicky málo významné, znatelný není ani rozdíl mezi stávajícími členy eurozóny a zeměmi stojícími dosud mimo eurozónu.¹⁰⁴

Tabulka 14: Odhady perzistence inflace

	Metoda 1	Metoda 2	Metoda 3
CZ	0,88	0,90	0,50
AT	0,88	0,78	0,52
DE	0,85	0,82	0,57
PT	0,83	0,83	0,59
HU	0,83	1,01	0,47
PL	0,88	1,01	0,45
SI	0,78	1,01	0,46
SK	0,85	0,91	0,50

Pozn.: Metoda 1 – neparametrická metoda; Metoda 2 – suma autoregresních koeficientů, předpoklad konstantní střednědobé hodnoty; Metoda 3 – suma autoregresních koeficientů, předpoklad v čase se měnící střednědobé hodnoty.

Zdroj: OECD MEI, výpočet ČNB

1.2.5 Sladěnost vývoje na finančních trzích

Finanční trhy lze označit za sladěné, pokud jsou finanční aktiva se srovnatelnými rizikovými faktory a výnosem oceněna trhy stejně, bez ohledu na to, v jaké zemi jsou obchodována. Podobnost chování cen srovnatelných finančních aktiv na jednotlivých trzích tak ilustruje míru sladěnosti či synchronizace finančních trhů zkoumaných zemí. Tato aplikace zákona jedné ceny, s vědomím jeho omezení, byla použita pro rámcové měření sladěnosti finančních trhů vybraných zemí s eurozónou. Čím více budou jednotlivé segmenty finančního trhu jednotlivých zemí sladěny s trhem eurozóny, tím více by měly být ceny těchto aktiv ovlivňovány spíše společnými (globálními) než domácími (lokálními) faktory.

Prezentovaná analýza sladěnosti finančních trhů (peněžního, devizového, státních dluhopisů a akciového) využívá dvě metody: (i) měření založená na cenových ukazatelích („*price-based*

¹⁰³ V práci Marques (2004) a Cecchetti a Debelle (2006).

¹⁰⁴ Baxa a kol. (2012) odhadují parametr inflační perzistence v rámci nové keynesiánské Phillipsovy křivky s předpokladem stochastické volatility a ukazují, že inflační perzistence v CZ je podstatně nižší než v PL a HU, a v rámci středoevropského regionu se tak nejvíce blíží nízkým hodnotám perzistence v EA.

measures") a (ii) měření založená na událostech („news-based measures”).¹⁰⁵ Měření založená na cenových ukazatelích využívají tzv. koncept beta- a sigma-konvergence. Zatímco koncept beta-konvergence umožňuje identifikovat rychlost konvergence národního trhu vůči eurozóně, sigma-konvergence identifikuje stupeň dosažené konvergence. Měření založené na událostech se opírá o předpoklad, že v případě sladěného trhu ceny jednotlivých národních aktiv reagují spíše na společné než na lokální zprávy. Citlivost cen aktiv na globální zprávy je měřena parametrem gama, který vyjadřuje, nakolik ceny aktiv srovnávaných zemí reagují na událost obdobně jako cena aktiv eurozóny.¹⁰⁶ Při interpretaci výsledků analýzy je srovnáváno předkrizové období s obdobím po propuknutí finanční krize, které bylo ovlivněno obecně vysokou volatilitou tržních cen.

Tabulka 15: Vývoj hodnot parametru beta

	Peněžní trh		Devizový trh		Dluhopisový trh		Akciový trh	
	1/02–7/07	8/07–6/15	1/02–7/07	8/07–6/15	1/02–7/07	8/07–6/15	1/02–7/07	8/07–6/15
CZ	-0,66	-0,39	-0,89	-0,87	-0,74	-0,74	-0,93	-0,80
AT	–	–	–	–	-1,09	-0,88	-1,03	-0,71
DE	–	–	–	–	B	B	-0,71	-0,84
PT	–	–	–	–	-0,68	-0,88	-1,05	-0,88
HU	-0,83	-0,77	-0,96	-0,89	-0,90	-0,70	-0,86	-1,00
PL	-0,48	-0,47	-0,82	-0,96	-0,81	-0,81	-0,93	-0,87
SI	–	–	–	–	–	-0,83	-0,73**	-0,82
SK	-0,79	–	-0,98	–	-0,99*	-0,87	-0,78	-0,94
EA	B	B	B	B	–	–	B	B

Pozn.: Čím je hodnota koeficientu beta blíže -1, tím je rychlost konvergence vyšší; první časový mezník v analýzách označuje období před vznikem finanční krize (do července 2007), druhý pak období od vypuknutí finanční krize. Další symboly: B = benchmark, * od 22.6.2002, ** od 1.4.2003. Všechny odhady jsou statisticky významné na 1% hladině významnosti.

Zdroj: Thomson Datastream, výpočet ČNB

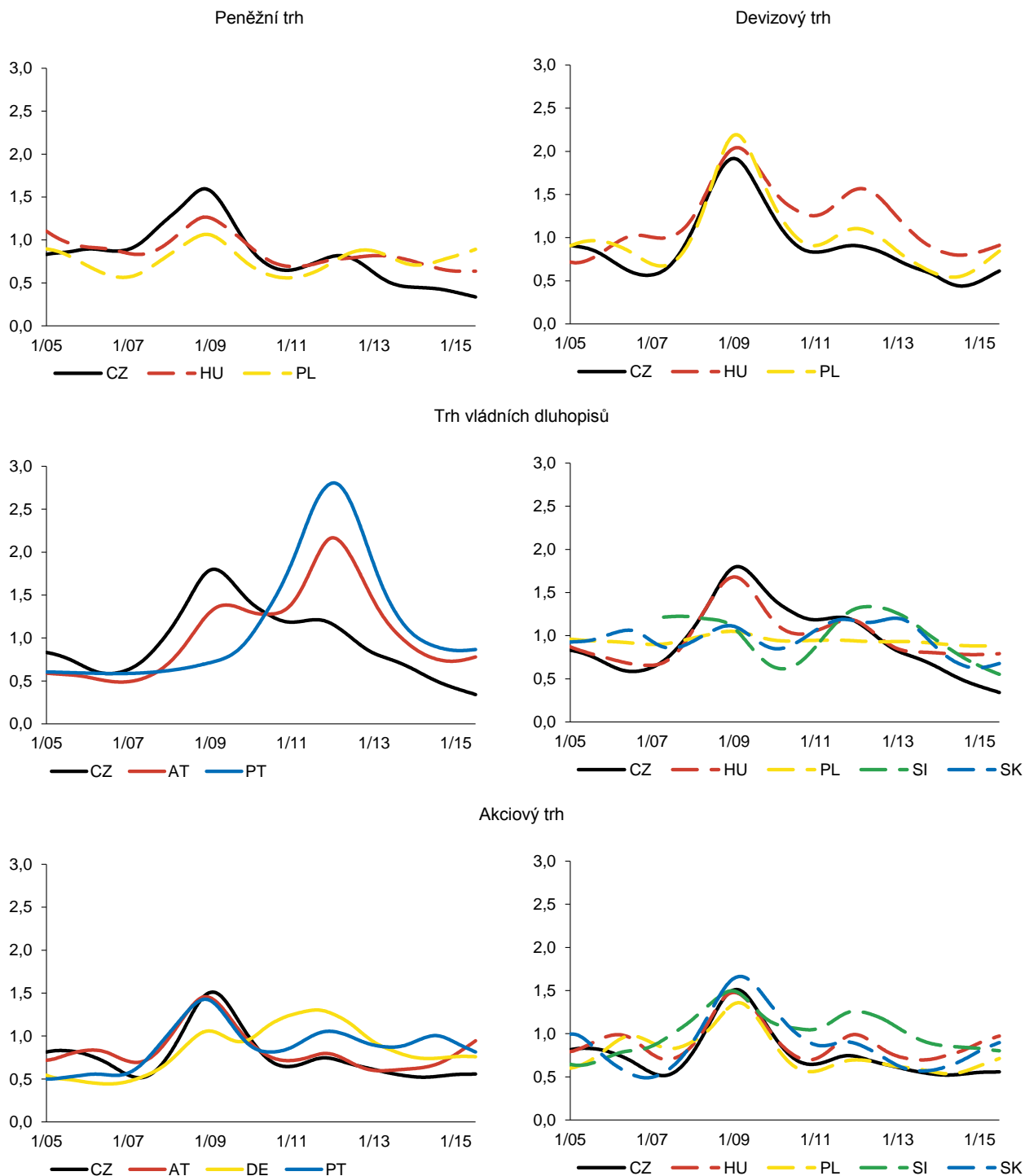
Výsledky **měření založených na cenových ukazatelích** v předkrizovém období signalizují, že rychlost beta-konvergence cen na akciových, dluhopisových a devizových trzích sledovaných zemí vůči eurozóně (v případě trhu státních dluhopisů vůči Německu) byla relativně vysoká (hodnota parametru beta blízko -1, Tabulka 15). V období od propuknutí finanční krize došlo na většině sledovaných trhů ke zpomalení konvergence. V případě České republiky poklesl parametr beta nejvíce na peněžním a následně na akciovém trhu. Úroveň dosažené sigma-konvergence se mezi sledovanými zeměmi u těchto trhů příliš nelišila (Graf 39). Výsledky analýzy beta- a sigma-konvergence jednotlivých finančních trhů řadí Českou republiku k zemím s vyšším stupněm sladění, tedy k zemím s vyšším vlivem globálních faktorů na ceny finančních aktiv. Stupeň sladění jednotlivých segmentů českého finančního trhu s eurozónou se po přechodném oslabení v období globální krize od roku 2009 opět zvyšuje. Dílčí výjimkou je v posledním období oblast devizového trhu, kde se projevuje zvýšená volatilita na devizových trzích a nedávný proces oslabování eura k americkému dolaru, oproti roku 2009 je však i na tomto trhu sladění podstatně vyšší, tj. srovnatelná s předkrizovým obdobím.¹⁰⁷

¹⁰⁵ V literatuře se lze setkat ještě s dalšími přístupy měření sladění, které nejsou založené na zákonu jedné ceny, ale např. na kvantitativních ukazatelích („quantity-based measures”). Obvykle jde o přehledy statistických informací sledujících změnu chování investora v procesu integrace finančních trhů.

¹⁰⁶ Ceny aktiv jsou sledovány na agregátní úrovni, přičemž se předpokládá, že aktiva eurozóny reagují primárně na globální zprávy.

¹⁰⁷ Claeys a Vašíček (2012) v analýze vzájemného vlivu mezi dluhopisovými trhy zemí EU ukazují, že vzájemné ovlivňování trhů se v čase výrazně zvýšilo. Trhy v CZ, PL a HU se ovlivňují navzájem, a zároveň jsou ovlivněny vývojem v eurozóně, přičemž tento vliv trhů eurozóny na středoevropské trhy je výraznější než např. na jiné země EU s vlastní měnou, jako je Dánsko, Švédsko či Velká Británie.

Graf 39: Vývoj hodnot parametru sigma



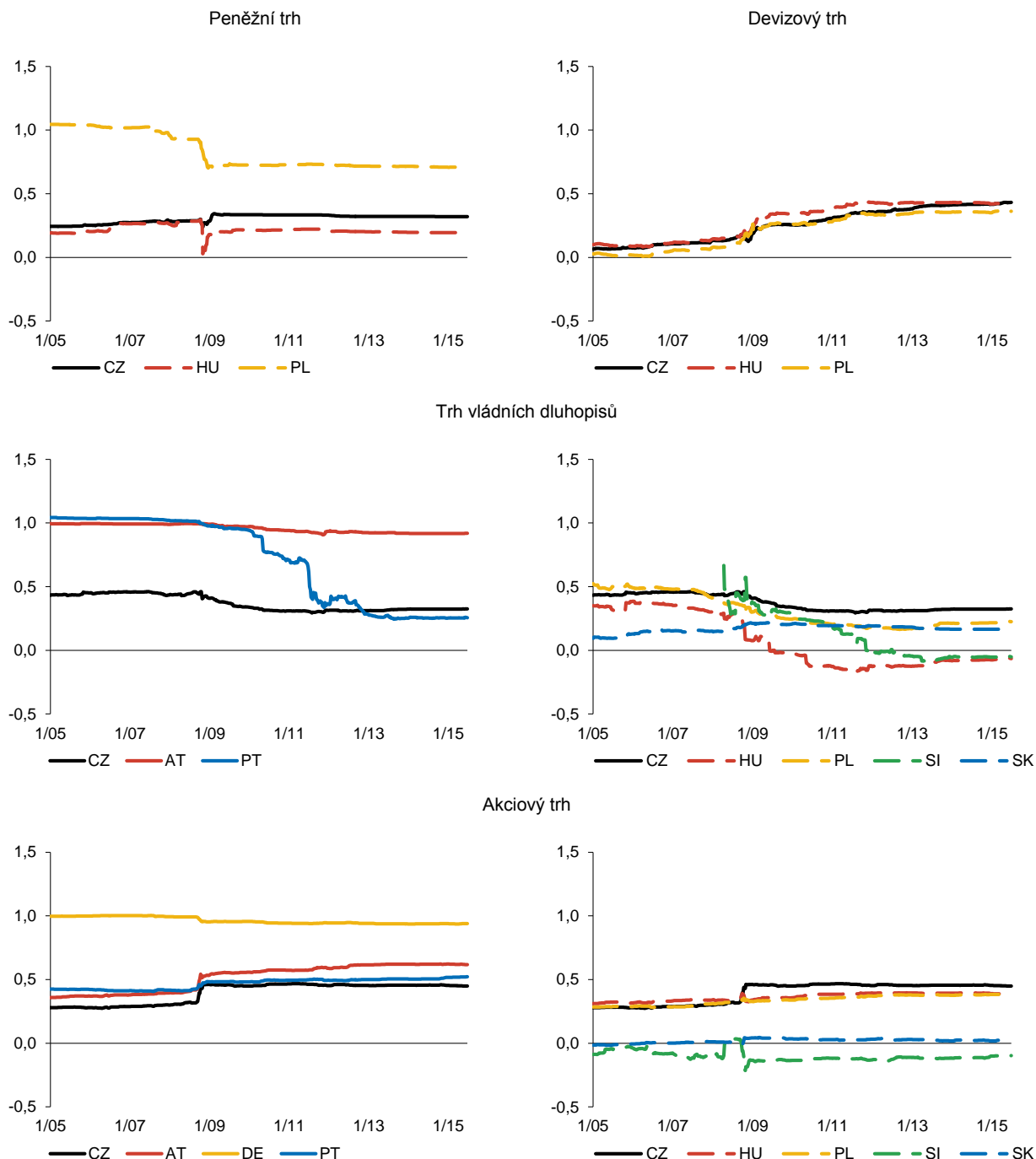
Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky na vertikální ose odpovídají vyššímu stupni sigma-konvergence. Směrodatné odchylky na jednotlivých trzích se od sebe neliší statisticky významně, kromě devizových trhů Slovinska a Slovenska, na kterých vlivem přijetí eura klesla volatilita na nulu.

Zdroj: Thomson Datastream, výpočet ČNB

Výsledky měření založeného na událostech (Graf 40) naznačují poměrně významné působení lokálních faktorů na národních trzích zejména v předkrizovém období. V krizovém

období je pak na akciových a devizových trzích zpravidla patrný zvýšený význam globálních zpráv. K zesílení přenosu globálních šoků na těchto trzích došlo i v případě České republiky. U obou uvedených trhů přitom není vyšší citlivost na globální šoky překvapivá vzhledem k významnějšímu vlivu zahraničních investorů. Reakce na společné zprávy na trhu akcií a dluhopisů je v České republice v porovnání s vyspělými státy eurozóny relativně nízká (nižší hodnota parametru γ), na druhé straně mezi sledovanými střeoevropskými zeměmi patří na těchto dvou trzích k nejvyšším (zatímco na devizovém trhu je prakticky stejná a na peněžním trhu leží mezi Maďarskem a Polskem).

Graf 40: Vývoj hodnot parametru gama



Pozn.: Kladné hodnoty parametru gama blízké jedné vyjadřují stejnou a podobně silnou citlivost na zprávy a tedy vyšší míru sladění; hodnoty blízké nule, resp. záporné hodnoty pak míru sladění nízkou, resp. protisměrnou citlivost.

Zdroj: Thomson Datastream, výpočet ČNB

Obě použité metody signalizují viditelnou stabilizaci a obnovu procesu sladění finančních trhů všech sledovaných zemí s eurozónou po eskalaci **finanční i dluhové krize eurozóny**, která je však stále podmíněna aktivní politikou centrálních bank a jimi přijímanými opatřeními, včetně těch nekonvenční povahy. Nástup dluhové krize přinesl divergentní pohyb na finančních

tržích a zvýšenou volatilitu cen (Graf 39).¹⁰⁸ To bylo zejména pozorovatelné na vývoji trhu vládních dluhopisů Portugalska vlivem domácích faktorů (Graf 40). Konvergenci je možné znovu sledovat u většiny trhů a zemí, přičemž ceny aktiv jsou značně ovlivněny nekonvenční politikou ECB a dalších centrálních bank G4¹⁰⁹ disponujících tzv. rezervní měnou. Tato opatření centrálních bank snížila krátkodobá rizika spojená s finančními aktivy, a tím tržní volatilitu jejich cen (např. na trhu vládních dluhopisů Portugalska). I přes toto uklidnění a zdánlivou konvergenci však stále přetrvává na evropských trzích viditelná fragmentace. Ta je vyvolána chováním investorů, kteří na jedné straně vyhledávají vysoce poptávaná až nadhodnocená „bezpečná“ aktiva z důvodu přetrvávající nejistoty, a na druhé straně se snaží najít prostor pro finanční zhodnocení aktiv v prostřední dlouhodobě nízkých sazeb.

Celkově z analýzy sladění vývoje na finančních trzích (peněžním, devizovém, dluhopisovém a akciovém) s eurozónou vyplývá, že synchronizace v jednotlivých segmentech českého finančního trhu je dlouhodobě převážně vysoká a srovnatelná se zeměmi eurozóny. Přírozenou výjimkou zůstává i nadále peněžní trh, který již v předkrizovém období vykazoval nižší stupeň a rychlost integrace. V průběhu roku 2009 se situace na českých finančních trzích začala zlepšovat a následně došlo k pozvolnému návratu k předkrizové úrovni sladění všech sledovaných trhů. Vlivem krize dočasně pozastavený proces finanční sladění s eurozónou se tak na jednotlivých segmentech finančního trhu České republiky obnovil a stabilizoval. Tento vývoj je však stále podmíněn prováděním aktivní politiky centrálních bank a jimi přijímanými opatřeními, včetně těch nekonvenční povahy.

1.2.6 Spontánní euroizace

Vysoký stupeň spontánní euroizace ekonomiky limituje provádění samostatné měnové politiky a v případě výrazného znehodnocení domácí měny představuje riziko pro finanční stabilitu. Přírozeným řešením pak může být přijetí společné měny, přičemž náklady vstupu do měnové unie mohou být u vysoce spontánně euroizované ekonomiky nižší.

V České republice zůstává **stupeň spontánní euroizace** na relativně nízké úrovni, i když se v posledním období postupně zvyšuje. Cizí měnu využívají ve finančních transakcích především podniky, a to přirozeně v důsledku jejich značné obchodní provázanosti s eurozónou. Podíl celkových cizoměnových úvěrů a vkladů u bank je nadále nejnižší v rámci středoevropského regionu.

Podíl cizoměnových vkladů a úvěrů **nefinančních podniků** u domácích bank se v České republice dále pozvolna zvyšuje a pohybuje se nad svým dlouhodobým průměrem, když dosahuje 27 %, resp. 22 % (Graf 41). Cizí měnu využívají ve finančních transakcích nejvíce průmyslové podniky. Ve zpracovatelském průmyslu dosahuje podíl cizoměnových vkladů na celkových vkladech 43 %, v odvětví obchodu činí tento podíl necelou třetinu a nepatrně nižší podíl je v odvětvích jako je doprava, ubytování, stravování a činnosti v oblasti nemovitostí.

Zájem českých **podniků o úvěry v cizí měně** zaznamenaný především v reakci na oslabení kurzu koruny v závěru roku 2013 přetrvává. Tyto úvěry jsou obecně podniky využívány jako forma přirozeného zajištění proti kurzovému riziku. Růst eurových úvěrů souvisí se zvýšením investiční aktivity exportně orientovaných podniků (podniky tak aktuálně přirozeně zajišťují proti kurzovému riziku zhruba 40 % exportu). Nejvyšší zájem o cizoměnové úvěry projevovaly v posledním období podniky v průmyslu. Rostly také cizoměnové úvěry developerům, neboť výstavba komerčních realitních projektů je z důvodu stanovování nájmů v eurech obvykle financována právě eurovými úvěry za účelem kurzového zajištění. Vyšší zájem o cizoměnové úvěry je aktuálně patrný i v odvětví pojišťovnictví a peněžnictví. Exportní podniky se dále

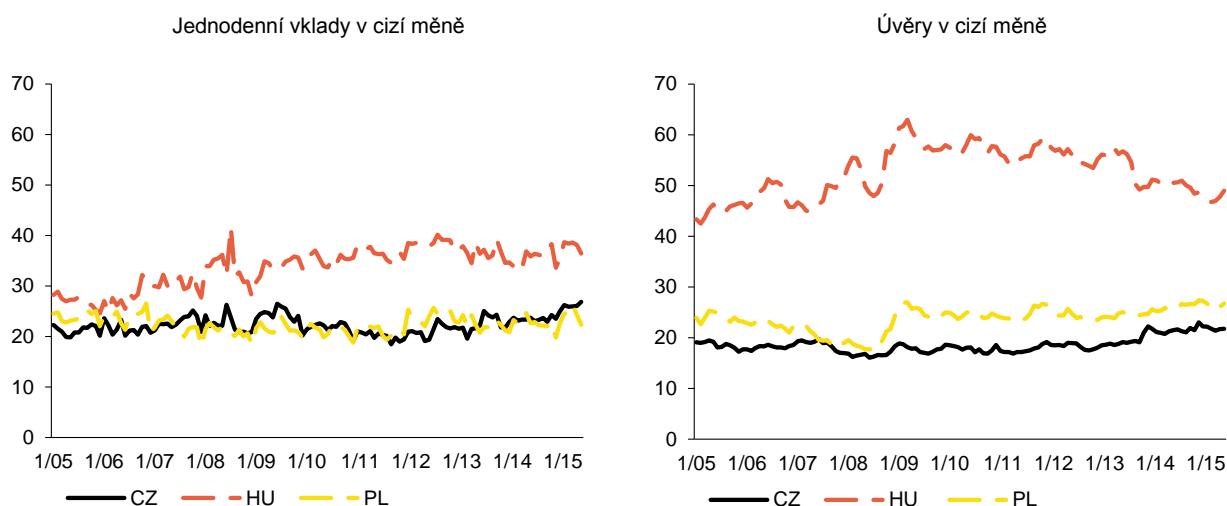
¹⁰⁸ Pouze na devizovém trhu Slovenska došlo na počátku krize k „umělé“ konvergenci vlivem přijetí eura.

¹⁰⁹ Označení G4 zahrnuje Bank of England, Bank of Japan, European Central Bank, Federal Reserve System.

přirozeně zajišťují prostřednictvím cizoměnových úvěrů a jiných závazků přímo u svých mateřských společností v zahraničí (a to v rámci přímých investic). Podíl plateb a inkas v cizí měně na celkových tuzemských platbách a inkasech podniků má pozvolna rostoucí trend a aktuálně se pohybuje v blízkosti 15 %. V Polsku zůstávají podíly cizoměnových vkladů a úvěrů nefinančních podniků u domácích bank podobné jako v České republice, zatímco v Maďarsku jsou tyto podíly vyšší – u vkladů činí cca 36 % a u úvěrů 49 %.

Graf 41: Úvěry a jednodenní vklady nefinančních podniků v cizí měně

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



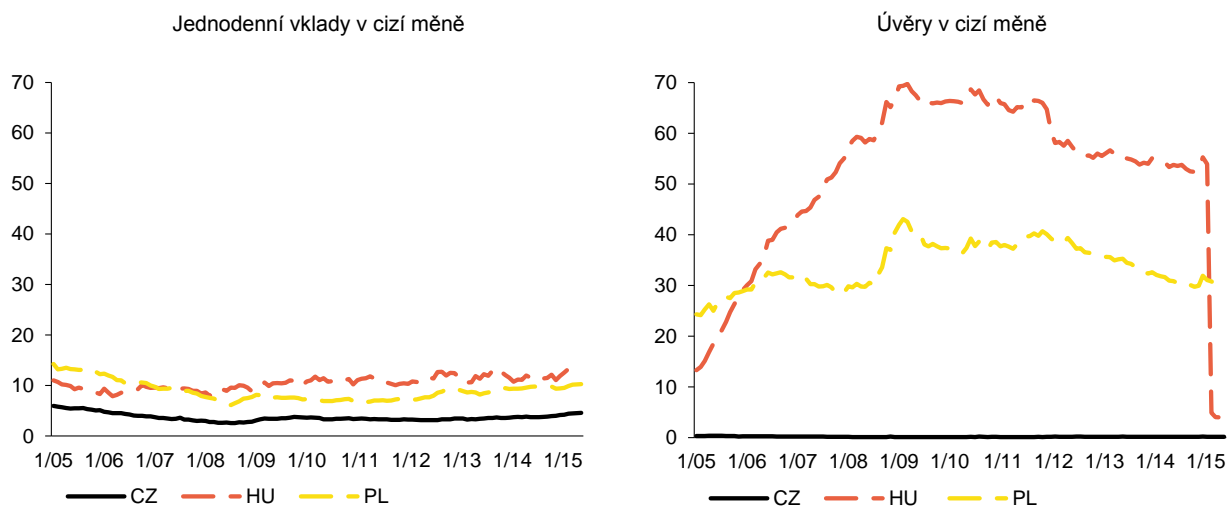
Zdroj: Centrální banky, výpočet ČNB

Poptávka **domácností** po cizoměnových vkladech a úvěrech je v České republice dlouhodobě na velmi nízké úrovni. Podíl jednodenních vkladů v cizí měně na celkových jednodenních vkladech domácností u bank dosahuje zhruba 5 %, i když se v posledním období především v důsledku oslabení koruny v závěru roku 2013 slabě zvýšil (Graf 42). Podíl termínovaných cizoměnových vkladů je dlouhodobě zanedbatelný, a to vlivem důvěry domácností v domácí měnu a v makroekonomické a institucionální prostředí. Poptávka domácností po úvěrech v cizí měně je v České republice téměř nulová, zatímco v Polsku dosahuje jejich podíl i přes postupné snižování více než 30 %. V Maďarsku se podíl cizoměnových úvěrů domácností dramaticky snížil v důsledku jejich konverze do domácí měny, a to z přibližně 54 % v únoru 2015 na zhruba 4 % v červnu 2015.¹¹⁰

¹¹⁰ Vysoký podíl úvěrů v cizí měně byl v těchto ekonomikách v minulosti ovlivňován zejména vysokým úrokovým diferencíálem vůči euru a švýcarskému franku. V Maďarsku byl tento podíl v minulosti nejvyšší v celém středoevropském a východoevropském regionu a souvisel s úvěry poskytnutými domácnostem především ve švýcarských francích. V rámci zmíněné konverze úvěrů provedené na základě dohody maďarské vlády a bank se na počátku roku 2015 snížila jistina dluhu domácností v důsledku jejího refinancování (na základě kurzového rozpětí) při současném jednostranném zvýšení úrokové sazby.

Graf 42: Úvěry a jednodenní vklady v cizí měně domácností

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



Zdroj: Centrální banky, výpočet ČNB

Celkově lze shrnout, že stupeň euroizace je i přes pozvolné zvyšování nadále poměrně nízký. Poptávka po zahraniční měně je spojena především s přirozenou proexportní orientací českých podniků a odpovídá otevřenosti ekonomiky. České domácnosti využívají euro jen v malé míře.

2 PŘÍZPUSOBOVACÍ MECHANISMY

Přijetí jednotné měny a s ním související ztráta nezávislé měnové politiky povede ke zvýšeným nárokům na ostatní mechanismy, pomocí kterých se bude ekonomika moci přizpůsobovat asymetrickým šokům. Teorie optimálních měnových zón poukazuje zejména na důležitost stabilizační funkce veřejných rozpočtů a flexibility trhu práce.

2.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

Stabilizační působení fiskální politiky může při absenci samostatné měnové politiky v případě asymetrického šoku do jisté míry nahradit chybějící měnové přizpůsobovací mechanismy. Jak však ukázala zkušenost z evropské dluhové krize, neadekvátní fiskální politika se může naopak sama stát zdrojem asymetrických šoků. Stávající kondice a zejména výhled vývoje českých veřejných financí do budoucna jsou tak důležitým měřítkem připravenosti ekonomiky na vstup do měnové unie.

2.1.1 Stabilizační funkce veřejných rozpočtů

Fiskální politika může ovlivňovat ekonomický vývoj jak přímo, tedy prostřednictvím diskrečních opatření na příjmové či výdajové straně veřejných rozpočtů, tak zprostředkovaně, vytvářením podmínek pro optimální fungování automatických fiskálních stabilizátorů. Proti širšímu uplatňování diskrečních opatření v rámci aktivistické fiskální politiky hovoří negativní zkušenosti vyspělých zemí ze 70. let minulého století, kdy takový postup nevedl k žádoucím výsledkům nebo byl dokonce kontraproduktivní.¹¹¹ To se odrazilo i ve změně paradigmatu ekonomické teorie, kdy byla víra v účinnost diskrečních opatření nahrazena hypotézou o větší efektivnosti dodržování předem daných pravidel. Ve fiskální sféře taková pravidla představuje zejména jednoduchý a stabilní daňový systém, konsolidované a dlouhodobě udržitelné veřejné finance a předvídatelný vývoj vládních výdajů založený na dodržování fiskální disciplíny. Během finanční a hospodářské krize v letech 2008–2010 však byla přijata řada diskrečních opatření fiskálního charakteru, neboť propad ekonomiky byl takového rozsahu, že politická reprezentace považovala samotné působení automatických stabilizátorů za nedostatečné.¹¹² Vedle pozitivních dopadů diskrečních opatření měl související výrazný nárůst fiskálních schodků i své náklady a rizika, zejména v zemích s vysokou výchozí úrovní vládního dluhu, což se následně odrazilo v reakci finančních trhů. V období 2010–2012 se proto prioritou fiskální politiky stala stabilizace veřejných rozpočtů, která však vedla k procyklicky restriktivní fiskální politice, jež zesilovala hospodářský útlum. V reakci na propad ekonomiky do recese v letech 2012–2013 proto došlo k přehodnocení uvedeného cíle a k upřednostnění podpory ekonomického růstu cestou uvolněnější fiskální politiky za cenu dočasného zpomalení tempa fiskální konsolidace v následujícím období.

Fiskální pravidla EU doporučují zhruba vyrovnané hospodaření vlády v rámci ekonomického cyklu, což by mělo umožňovat volné působení automatických fiskálních stabilizátorů, které mohou tlumit šoky bez nutnosti přijímat ad hoc diskreční fiskální opatření. Veřejné finance tak mají skrze nižší výběr daní a vyšší transfery (deficitní hospodaření) v období recese stimulovat agregátní poptávku a v období expanze by ji měly vytvářením fiskálních přebytků naopak

¹¹¹ Za příčiny jsou obecně považovány především dlouhá zpoždění mezi identifikací šoků, implementací fiskálních opatření a jejich účinkem, existence institucionálních omezení a setrvačnost fiskálních rozhodnutí. Typickým příkladem tohoto problému je riziko tzv. procyklické fiskální politiky, tj. fiskální politiky, která se snaží vyrovnávat ekonomický cyklus, avšak vzhledem ke zmíněným zpožděním jej může ve skutečnosti ještě prohloubit.

¹¹² Blíže k hodnocení dopadu diskrečních opatření a působení automatických stabilizátorů v ČR v období 2001 až 2011 viz Ambriško a kol. (2012).

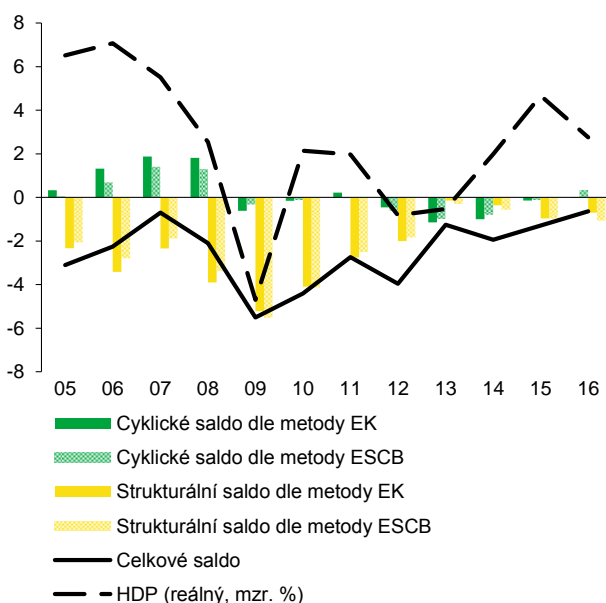
tlumit. Aby mohla být tato automatická funkce veřejných rozpočtů zajištěna a nedocházelo přitom – až na mimořádné případy – k porušování maximálních dohodnutých schodků, je nutné, aby se veřejné finance nacházely ve vyrovnaném nebo spíše přebytkovém hospodaření v růstové fázi ekonomického cyklu. Z této úvahy je též odvozeno konvergenční kritérium pro deficit vládního sektoru vyjádřený v poměru k HDP, kdy je jeho 3% limit považován za dostatečný prostor pro volné působení automatických stabilizátorů v případě mírného útlumu ekonomiky.

Vliv makroekonomického prostředí a zásahů vlády na vývoj veřejných rozpočtů lze rozlišit pomocí rozkladu salda sektoru vládních institucí na cyklickou složku, tedy na část, která je výsledkem působení ekonomického cyklu, a na tzv. cyklicky očištěné saldo, které poskytuje informaci o tom, jak se na výsledku rozpočtového hospodaření podílela diskreční fiskální politika vlády. Pro přesnější hodnocení charakteru fiskální politiky vlády v daném období se navíc používá tzv. strukturální saldo, které je očištěno nejen o výkyvy vyvolané ekonomickým cyklem, ale také o dopady dočasných nebo jednorázových fiskálních opatření.

Aktuální odhady cyklické a strukturální část salda sektoru vládních institucí České republiky založené na analýzách ČNB znázorňuje Graf 43.

Graf 43: Saldo vládního sektoru a jeho cyklická a strukturální část

(v % HDP)



Pozn.: Kladné hodnoty představují přebytek veřejných rozpočtů, záporné jejich schodek. Součet cyklického a strukturálního salda není roven celkovému saldu, neboť strukturální saldo je kromě vlivu cyklu očištěno i o vliv mimořádných jednorázových fiskálních opatření. Odhady jsou prováděny jak podle metodiky Evropské komise, tak dle přístupu ESCB (viz Metodická část).

Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB (pro roky 2015 a 2016 se jedná o prognózu ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2015)

Vývoj **strukturálního salda**¹¹³ charakterizuje fiskální politiku vlády jako chronicky schodkovou a po většinu sledovaného období procyklickou. Proticyklický charakter měla fiskální politika v roce 2009, kdy došlo k přijetí vládních protikrizových opatření vedoucích k prohloubení strukturálního schodku. V následujícím období nabyla fiskální politika opět procyklického charakteru, když se fiskální konsolidace (meziročně podle zvolené metodiky o cca 1 % až

¹¹³ Kvantifikace strukturální a cyklické složky salda veřejných financí závisí na hodnotě potenciálního HDP (metoda EK), resp. na trendových hodnotách makroekonomických daňových základů (metoda ESCB), které jsou nepozorovanými veličinami, a jejich odhad je obvykle zatížen poměrně vysokou mírou nejistoty.

2 % HDP) stala jednou z příčin poklesu ekonomiky v letech 2012 a 2013. V letech 2014–2015 pak uvolnění fiskální politiky, včetně zrychleného čerpání EU fondů, přispělo k oživení ekonomiky z předchozí vleklé recese a uzavírání záporné mezery výstupu, a fiskální politika tak měla mírně proticyklický charakter. Podle aktuální prognózy ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2015 se bude i přes poměrně výrazný ekonomický růst strukturální schodek vládního sektoru v letech 2016–2017 snižovat jen zvolna.

Ve sledovaném období hrála **cyklická složka** ve vývoji celkového salda vládního sektoru většinou relativně méně významnou úlohu, působení automatických stabilizátorů vyhlazujících výkyvy ekonomického cyklu bylo omezené, a celkové saldo bylo tedy tvořeno zejména jeho strukturální složkou. Výrazněji se dopad hospodářského vývoje v cyklickém saldu projevil v letech 2006–2008, kdy se příznivý ekonomický vývoj promítl do mimořádných daňových příjmů. Počínaje rokem 2009 se cyklické saldo vrátilo zpět k hodnotám kolem nuly. Pod ní se pak pohybovalo v letech 2012 až 2014, kdy byl v důsledku obnovené recese české ekonomiky příspěvek cyklické složky k celkovému deficitu vládního sektoru opět zřetelný. Dle prognózy ČNB se následně v letech 2015–2016 cyklická složka vrátí k neutrálním hodnotám.

Propad ekonomiky v letech 2012–2013 do recese vedl vládu k přehodnocení tempa předchozí fiskální konsolidace a ústupu od původně deklarovaného splnění **střednědobého cíle** v roce 2015¹¹⁴ v podobě strukturálního deficitu (*Medium-Term Objective, MTO*)¹¹⁵ ve výši 1 % HDP. Tento cíl byl nejprve odložen na dobu, kdy se podaří obnovit důvěru v ekonomice a znovu nastartovat udržitelný hospodářský růst,¹¹⁶ následně v aktuálním Konvergenčním programu bylo přiblížení k hodnotě střednědobého cíle stanoveno ke konci jeho horizontu, tedy v roce 2018.¹¹⁷ Dosažení MTO je přitom podle Aktualizované strategie přistoupení České republiky k eurozóně z roku 2007 podmínkou pro to, aby byla fiskální politika připravena účinně plnit makroekonomickou stabilizační roli po ztrátě samostatné měnové politiky. Lze tedy konstatovat, že se díky konsolidačnímu úsilí v minulých letech připravenost fiskální politiky převzít stabilizační funkci měnové politiky viditelně zlepšila, ovšem záměr dosažení MTO byl ve snaze o podporu oživení české ekonomiky o několik let odložen.

2.1.2 Deficit a dluh vládního sektoru a prostor pro stabilizační fiskální politiku

Zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných rozpočtů je předpokladem efektivního využití jejich stabilizační funkce a důležitou podmínkou pro schopnost České republiky dlouhodobě plnit závazky vyplývající z Paktu o stabilitě a růstu. Cílem fiskální politiky v období před vstupem do eurozóny by mělo být přiblížení veřejných rozpočtů vyrovnané bilanci, resp. dosažení MTO tak, aby zůstal otevřen dostatečný prostor pro stabilizační fiskální politiku v nepříznivých časech.

Tabulka 16 shrnuje prognózu **salda vládního sektoru** sledovaných zemí, zveřejněnou Evropskou komisí na jaře 2015. Levá část tabulky zobrazuje celkové saldo vládního sektoru, pravá pak strukturální saldo vypočtené podle metodiky Evropské komise. Poslední řádek tabulky uvádí aktuální odhad celkového a strukturálního salda podle prognózy ČNB. Prognóza celkového salda vládního sektoru pro roky 2015 a 2016 se dostává ve všech sledovaných zemích pod 3% referenční hranici (s výjimkou Portugalska v roce 2015). Nicméně strukturální

¹¹⁴ Konvergenční program ČR, duben 2012.

¹¹⁵ Původně jednotný požadavek na vyrovnané rozpočtové hospodaření byl v rámci novelizace evropských fiskálních pravidel (Nařízení Rady č. 1055/2005 z 27. června 2005) nahrazen národně specifickými střednědobými cíli, které jsou pro různé ekonomiky odlišné v závislosti na výši existujícího vládního dluhu, budoucích nákladech stárnutí populace a perspektivách ekonomického růstu. Rychle rostoucí ekonomiky s nízkou úrovní dluhu vládního sektoru mohou místo vyrovnaného hospodaření veřejného sektoru dosahovat strukturální deficit ve výši až 1 % HDP. Na této úrovni byl MTO stanoven i pro ČR.

¹¹⁶ Konvergenční program ČR, duben 2013.

¹¹⁷ Podle Konvergenčního programu ČR z dubna 2015 by mělo být v roce 2018 dosaženo strukturálního schodku vládního sektoru ve výši 1,1 % HDP, tedy blízko úrovně MTO.

saldo u většiny sledovaných zemí (s výjimkou Německa) zůstává relativně vysoké a překračuje hodnotu střednědobého cíle, který je v případě České republiky stanoven na úrovni 1 % HDP.¹¹⁸

Tabulka 16: Saldo vládního sektoru, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	Celkové saldo						Strukturální saldo					
	2005	2012	2013	2014	2015	2016	2005	2012	2013	2014	2015	2016
CZ	-3,1	-4,0	-1,3	-1,9	-1,9	-1,3	-4,1	-3,2	0,0	-1,0	-2,0	-1,5
AT	-2,5	-2,2	-1,3	-2,7	-1,9	-1,6	-2,0	-2,2	-1,0	-2,2	-1,2	-1,2
DE	-3,4	-0,1	-0,1	0,3	0,9	0,5	-2,1	-0,2	0,2	0,5	1,1	0,7
PT	-6,2	-5,7	-4,8	-7,2	-3,0	-2,9	-5,6	-3,2	-2,2	-5,2	-1,8	-2,3
HU	-7,8	-2,3	-2,5	-2,5	-2,3	-2,1	-9,4	-0,7	-1,4	-2,2	-2,4	-2,3
PL	-4,0	-3,7	-4,0	-3,3	-2,8	-2,8	-2,7	-3,9	-3,4	-2,9	-2,6	-2,8
SI	-1,3	-4,1	-15,0	-5,0	-2,9	-2,4	-2,1	-2,2	-12,7	-3,9	-2,7	-2,6
SK	-2,9	-4,2	-2,6	-2,8	-2,7	-2,4	-2,8	-3,5	-1,7	-2,0	-2,3	-2,1
EA	-	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-	-2,5	-1,4	-1,2	-1,0	-1,2
CZ^{a)}	-3,1	-4,0	-1,3	-1,9	-1,3	-0,6	-2,3	-2,0	-0,1	-0,4	-1,0	-0,7

Pozn.: Deficit vládního sektoru je vypočten podle metodiky ESA 2010 a definice postupu při nadměrném schodku. ^{a)} Celkové saldo: Pro roky 2005 a 2012 až 2014 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (podzim 2015); pro roky 2015 a 2016 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2015. Strukturální saldo je vypočteno dle metody EK. Rozdíl oproti údajům Evropské komise pro Českou republiku vyplývá zejména z rozdílů v prognóze HDP a s tím souvisejících příjmů a výdajů veřejných rozpočtů.

Zdroj: Evropská komise (2015c), ČNB

Manévrovací prostor vlády pro diskreční opatření rozpočtové politiky je určován kromě ostatních vlivů i charakterem fiskálních výdajů, přičemž nejméně flexibilní jsou **mandatorní výdaje**.¹¹⁹ Vysoké mandatorní výdaje mohou na jedné straně omezovat prostor pro diskreční opatření, na druhé straně mohou jako automatické stabilizátory působit proticyklicky. Ve fázi ekonomického útlumu však znamená vysoký podíl mandatorních výdajů riziko pro veřejné finance zejména v případě, když jsou daňové příjmy velmi citlivé na změny ve vývoji HDP a výchozí stav vládních rozpočtů nevytváří dostatek prostoru pro bezproblémové působení automatických stabilizátorů.¹²⁰

V České republice přitom podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích, resp. příjmech státního rozpočtu dlouhodobě roste. Po krátkodobém poklesu tohoto podílu v roce 2007 došlo v souvislosti s nepříznivým cyklickým vývojem v letech 2008–2009 k jeho opětovnému nárůstu (Tabulka 17), v následujícím období se pak podíl mandatorních výdajů dále zvyšoval v důsledku dopadu úsporných rozpočtových opatření vlády do nemandatorních výdajů. Do jejich výraznějšího zvýšení v roce 2015 se nadto promítlo jednorázové zvýšení starobních důchodů jdoucí nad rámec obnoveného schématu plné valorizace.

¹¹⁸ Podle aktuální prognózy ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2015 se bude strukturální deficit vládního sektoru i v roce 2016 pohybovat pod hodnotou 1 % HDP, a střednědobý cíl pro ČR tak bude plněn již čtvrtý rok v řadě.

¹¹⁹ Zatímco ke změně některých výdajů stačí přijetí vládního usnesení nebo úprava podzákoných norem, změny jiných výdajů musejí být provedeny časově i politicky náročnější změnou zákona nebo mezinárodní smlouvy. Rozlišení na mandatorní, kvazimandatorní a nemandatorní výdaje je tedy měřítkem rychlosti, se kterou může vláda v případě potřeby dané výdaje měnit. Definice mandatorních výdajů použita v této analýze je uvedena v Metodické části.

¹²⁰ Toto riziko se v ČR plně projevilo v období po vypuknutí finanční krize, kdy se vysoký podíl mandatorních výdajů promítl do výrazného nárůstu deficitu veřejných financí.

Tabulka 17: Vývoj podílu mandatorních výdajů státního rozpočtu
(v %)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	53,0	53,3	54,3	56,5	56,7	57,2	56,5	58,5	57,0
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	59,0	63,8	62,8	64,4	62,1	61,5	60,4	63,7	60,4

Pozn.: Údaje pro roky 2005–2014 jsou skutečnost; údaje pro roky 2015 a 2016 vycházejí z vládního návrhu státního rozpočtu České republiky ze září 2015 (údaje jsou v metodice sestavování státního rozpočtu).

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2006, 2015c), výpočet ČNB

Mezinárodně nejsou mandatorní výdaje jednotlivých zemí přímo porovnatelné, neboť neexistuje jejich harmonizovaná definice. Určitý náhled však poskytuje **struktura příjmů a výdajů vládního sektoru** (Tabulka 18).¹²¹ Ve všech ukazatelích vztažených k HDP patřila Česká republika v roce 2014 mezi sledovanými zeměmi k těm s nižšími hodnotami, a s výjimkou ukazatele hrubé tvorby kapitálu se tak více či méně pohybovala i pod průměrem eurozóny. Z tohoto souhrnného hodnocení pozice České republiky nevybočuje ani ukazatel podílu výdajů na sociální platby, které jsou u nás (stejně jako v ostatních srovnávaných zemích) hlavní složkou mandatorních výdajů. Nízký podíl výdajů na dluhovou službu České republiky je důsledkem dosud relativně nízké úrovně vládního dluhu v podmínkách mimořádně nízkých úrokových sazeb. Podíl náhrad zaměstnancům (platy pracovníků rozpočtových a příspěvkových organizací) na HDP je srovnatelný s Německem a Slovenskem a nižší než v ostatních zemích i v průměru eurozóny.

Tabulka 18: Poměr veřejných příjmů a výdajů k HDP v roce 2014

(v %)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
Celkové příjmy	40,6	50,0	44,6	44,5	47,4	38,8	44,8	38,9	46,8
- daně	19,2	28,1	22,7	25,1	25,2	19,7	22,2	17,4	25,6
- sociální pojištění	14,8	15,4	16,5	11,7	13,1	13,2	14,6	13,6	15,5
Celkové výdaje	42,6	52,7	44,3	51,7	49,9	42,1	49,8	41,6	49,4
- náhrady zaměstnancům	8,8	10,6	7,7	11,8	10,4	10,4	11,8	8,7	10,3
- mezipotřeba	6,3	6,4	4,8	5,8	7,9	6,1	6,7	5,3	5,3
- sociální platby	16,3	23,3	23,7	19,7	16,1	16,2	18,4	19,0	23,1
- hrubá tvorba kapitálu	4,2	3,0	2,2	2,0	5,5	4,5	5,2	3,6	2,7
- dluhová služba	1,3	2,5	1,8	4,9	4,0	1,9	3,2	1,9	2,7

Zdroj: Evropská komise (2015c)

Dalším faktorem limitujícím stabilizační schopnost fiskální politiky je aktuální stav a především výhled budoucího vývoje **vládního dluhu**. Jeho změny ovlivňují významně jak výši dluhové služby, tak schopnost vlády financovat schodek rozpočtu a refinancovat maturojící vládní dluh, což může mít závažné makroekonomické dopady.¹²² Nadto bude fiskální politika muset zohlednit i skutečnost, že v rámci nedávné reformy Paktu o stabilitě a růstu získalo dluhové

¹²¹ Za mandatorní výdaje „ze zákona“ lze označit položky sociálních plateb (zahrnující sociální dávky, především důchodového a nemocenského pojištění, i platby státu na zdravotní pojištění) a výdaje na dluhovou službu. Do mandatorních výdajů spadá rovněž část výdajů vládního sektoru na mezipotřebu a investice, dostupné statistické údaje však neumožňují přesněji vyčíslit podíl mandatorní složky v této skupině výdajů.

¹²² Jak ukázala dluhová krize v eurozóně a v poslední době zejména v Řecku, v případě neschopnosti financovat vládní dluh může být stát donucen k přijetí tvrdých konsolidačních opatření i v situaci velmi nepříznivého makroekonomického vývoje. V takové situaci je přítom absence vlastní měny a měnové politiky obzvláště nákladná.

kritérium větší váhu než doposud. Srovnání vývoje poměru dluhu sektoru vládních institucí k HDP přináší Tabulka 19.

Tabulka 19: Dluh sektoru vládních institucí, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CZ	28,0	34,1	38,2	39,9	44,7	45,2	42,7	41,0	41,0
AT	68,3	79,7	82,4	82,2	81,6	80,8	84,2	86,6	85,7
DE	66,9	72,5	81,0	78,4	79,7	77,4	74,9	71,4	68,5
PT	67,4	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	128,2	124,7
HU	60,5	78,0	80,6	80,8	78,3	76,8	76,2	75,8	74,5
PL	46,7	49,8	53,3	54,4	54,0	55,9	50,4	51,4	52,4
SI	26,3	34,5	38,2	46,4	53,7	70,8	80,8	84,2	80,9
SK	33,9	36,0	40,8	43,3	51,9	54,6	53,5	52,7	52,6
EA	69,1	78,3	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,0	92,9
CZ^{a)}	28,0	34,1	38,2	39,9	44,7	45,2	42,7	40,9	39,5

Pozn.: ^{a)} Pro roky 2005 a 2009 až 2014 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (podzim 2015); pro roky 2015 a 2016 jde o odhad ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2015. K nárůstu poměru dluhu k HDP v letech 2011–2013 v rozsahu několika procentních bodů přispěla tvorba tzv. rezervy na financování vládního dluhu (emise dluhopisů nad rámec potřeby pokrytí rozpočtových schodků). Snížení této rezervy následně přispělo k poklesu poměru dluhu k HDP v letech 2014–2015.

Zdroj: Evropská komise (2015c), ČSÚ, výpočet ČNB

Obdobně jako u ostatních fiskálních ukazatelů byl i vývoj zadlužení ovlivněn dramatickými změnami ekonomické situace v letech 2008–2010. Nepatrně klesající trajektorie vládního dluhu v poměru k HDP z předkrizových let byla ve sledovaných zemích vystřídána jeho více či méně prudkým nárůstem v souladu s růstem deficitů a použitím dalších mimořádných fiskálních opatření, jež jednotlivé státy přijaly k utlumení dopadů finanční a hospodářské krize. Přestože se vládní dluh České republiky dlouhodobě pohybuje výrazně pod referenční hodnotou 60 % HDP a od roku 2014 zaznamenává dokonce obrat k mírnému poklesu, významným rizikem zůstává jeho dlouhodobá udržitelnost, pramenící z nedořešených strukturálních problémů české ekonomiky a dopadů stárnutí populace.

Tabulka 20: Dluhová služba, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CZ	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
AT	3,2	3,2	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,2
DE	2,7	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,8	1,5	1,4
PT	2,6	3,0	2,9	4,3	4,9	4,9	4,9	4,9	4,5
HU	4,1	4,5	4,1	4,2	4,6	4,5	4,0	3,5	3,3
PL	2,5	2,5	2,5	2,5	2,7	2,5	1,9	1,8	1,7
SI	1,5	1,3	1,6	1,9	2,0	2,6	3,2	3,0	2,9
SK	1,7	1,4	1,3	1,5	1,8	1,9	1,9	1,6	1,6
EA	-	2,8	2,7	3,0	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3

Zdroj: Evropská komise (2015c)

Současně je třeba brát v úvahu, že výše zadlužení se promítá do mandatorních výdajů spojených s **dluhovou službou**, byť doposud k jejich zvýšení v řadě zemí nedošlo díky převládajícím mimořádně nízkým úrokovým sazbám, což je však dočasný faktor. V České republice se v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi ve výhledu do roku 2015 daří

udržovat nízkou úroveň výdajů na dluhovou službu, a to i výrazně pod průměrem celé eurozóny (Tabulka 20).

2.1.3 Dlouhodobá udržitelnost vývoje vládních financí

Dlouhodobá udržitelnost vládních financí, tedy kontrolovaný („ufinancovatelný“) vývoj vládního deficitu a dluhu v dlouhodobém horizontu, je základním předpokladem jejich stabilizačního působení na ekonomiku. V dlouhém období přitom budou prakticky všechny země EU vystaveny problému stárnutí populace a s tím spojeným nárůstem penzijních, sociálních a zdravotních výdajů, což může být zdrojem budoucí nestability.

Tabulka 21: Vládní výdaje související se stárnutím populace

(v % HDP)

	Důchody		Zdravotní péče		Dlouhodobá péče		Celkem	
	2013	2060	2013	2060	2013	2060	2013	2060
CZ	9,0	9,7	5,7	6,7	0,7	1,4	15,4	17,8
AT	13,6	13,9	6,9	8,2	1,4	2,7	21,9	24,8
DE	10,0	12,7	7,6	8,2	1,4	2,9	19,0	23,8
PT	12,1	11,1	6,0	8,5	0,5	0,9	18,6	20,5
HU	11,5	11,4	4,7	5,4	0,8	1,2	17,0	18,0
PL	10,4	10,5	4,2	5,5	0,8	1,7	15,4	17,7
SI	11,8	15,3	5,7	6,8	1,4	2,9	18,9	25,0
SK	8,0	10,0	5,7	7,7	0,2	0,6	13,9	18,3
EA	12,0	11,9	7,0	7,7	1,7	3,0	20,7	22,6
CZ^{a)}	9,0	8,4	6,7	8,2	-	-	15,7	16,6

Pozn.: ^{a)} Vlastní výpočty ČNB. Dlouhodobá péče je v české legislativě zahrnuta částečně ve Zdravotní péči, zbytek je zahrnut ve výdajích na sociální péči. Pokles výdajů na důchody v roce 2060 je ovlivněn očekávaným zvyšováním věku odchodu do důchodu.

Zdroj: Evropská komise (2015d)

Mezi srovnávanými zeměmi vykazovala Česká republika společně se Slovenskem v roce 2013 nejnižší výchozí úroveň výdajů souvisejících se stárnutím populace (Tabulka 21). Z pohledu mezinárodního srovnání si Česká republika zachovává svou relativní pozici rovněž na horizontu dlouhodobé prognózy. Očekávaný nárůst výdajů související se stárnutím populace je však i přesto znatelný.

Zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí nadále zůstává jednou z klíčových podmínek pro budoucí hladké fungování české ekonomiky v rámci eurozóny. Omezení nárůstu výdajů spojených se stárnutím populace bylo jedním z hlavních cílů předchozí vládou připravených a parlamentem odsouhlasených reforem důchodového systému. Okamžitý i dlouhodobý pozitivní dopad na veřejné finance přinesla tzv. „malá“ důchodová reforma platná od roku 2011, která zavedla několik parametrických změn, přičemž nejvýraznější je nastavení postupného zvyšování věkové hranice odchodu do důchodu. Tuto reformu však nelze považovat za dostačující systémové řešení. Tím mělo být zavedení dalšího pilíře penzijního systému v podobě důchodového spoření (tzv. II. penzijního pilíře). Jeho existence se však nesešla se zájmem široké veřejnosti mimo jiné proto, že nebyla komunikována konsenzuálně ze strany politické reprezentace, a II. pilíř tak byl následně zrušen ke konci roku 2015.

Lze shrnout, že i přes relativně nízkou úroveň vládního dluhu se fiskální politika v České republice až do roku 2012 potýkala se zvýšeným strukturálním deficitem. Po období jeho poklesu souvisejícím s (z velké části procyklickou) fiskální konsolidací se ve výhledu opět vrací na mírně rostoucí trajektorii. Limitujícím je pro fiskální politiku relativně vysoký podíl

mandatorních výdajů, jejichž změny jsou časově i politicky náročné. Pro dlouhodobou udržitelnost bude zároveň klíčové vypořádat se s dopady stárnutí populace přijetím reforem penzijního systému a systému zdravotní péče. Ačkoliv lze tedy v následujících letech předpokládat plnění konvergenčních fiskálních kritérií, a připravenost na vstup do eurozóny se v tomto ohledu zlepšila, zůstává funkčnost fiskálních přizpůsobovacích mechanismů jednou z limitujících oblastí při hodnocení schopnosti České republiky přijmout euro.

2.2 PRUŽNOST TRHU PRÁCE

Jednou z nejdůležitějších částí přizpůsobovacích mechanismů je podle teorie optimálních měnových zón pružnost trhu práce. Právě přizpůsobení skrze změny mezd, zaměstnanosti, či její struktury mohou významně napomoci vstřebání negativních dopadů asymetrických šoků v rámci měnové zóny. Pružnost trhu práce je přitom určena jak flexibilitou pracovní síly, tak i institucionálními faktory. Kromě následujících analýz se trhu práce z pohledu mezinárodní konkurenceschopnosti věnuje také index GCI (*Global Competitiveness Index*) v pilíři hodnotícím efektivnost pracovního trhu (blíže viz kapitola 2.3.1).

2.2.1 Nezaměstnanost a vnitřní pružnost trhu práce

Z hlediska pružnosti trhu práce je důležité sledovat především dlouhodobou nezaměstnanost spolu s regionálním a kvalifikačním nesouladem v poptávce a nabídce práce. Vysoká dlouhodobá nezaměstnanost je jedním z ukazatelů vysoké strukturální nezaměstnanosti, nízká míra participace ukazuje na nevyužitý potenciál ekonomiky. Regionální rozdíly v nezaměstnanosti mohou souviset s nízkou mobilitou pracovní síly a profesní a kvalifikační nesoulad může poukazovat na nevhodně nastavený vzdělávací systém.

Míra **dlouhodobé nezaměstnanosti** ve většině sledovaných zemí narostla v roce 2010, když se na trhu práce s obvyklým časovým odstupem projevily dopady hospodářské recese (Tabulka 22). Výjimkou je Německo, kde se míra dlouhodobé nezaměstnanosti postupně snižuje v celém sledovaném období. V České republice patří míra dlouhodobé nezaměstnanosti mezi srovnávanými zeměmi k nejnižším, a to i přes její nárůst v roce 2010 a následnou stagnaci na úrovni okolo 3 %. Nižší úrovně tohoto ukazatele než Česká republika dosahuje pouze Rakousko a Německo. Naopak výrazně vyšší hodnoty jsou na Slovensku, v Portugalsku a ve Slovinsku.

Tabulka 22: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

(v %)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	4,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7
AT	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5
DE	5,9	3,5	3,3	2,8	2,4	2,3	2,2
PT	4,2	4,7	6,3	6,2	7,7	9,3	8,4
HU	3,2	4,2	5,5	5,2	5,0	4,9	3,7
PL	10,3	2,5	3,0	3,6	4,1	4,4	3,8
SI	3,1	1,8	3,2	3,6	4,3	5,2	5,3
SK	11,8	6,5	9,3	9,3	9,4	10,0	9,3

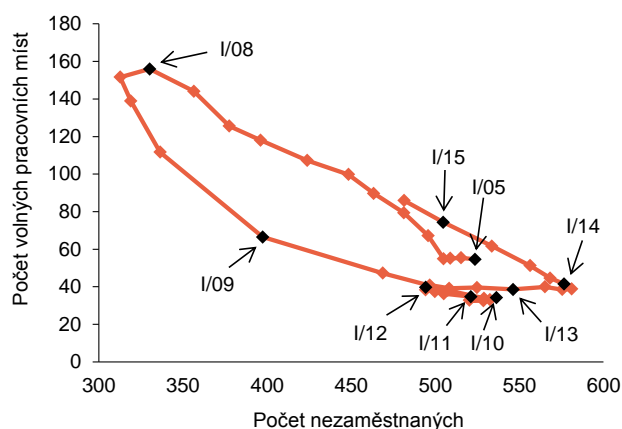
Pozn.: Podíl osob bez práce dvanáct a více měsíců a pracovní síly (dle metodiky ILO).

Zdroj: Eurostat

Vývoj **cyklické a strukturální nezaměstnanosti** lze analyzovat pomocí Beveridgeovy křivky,¹²³ která znázorňuje vývoj počtu volných pracovních míst a počtu nezaměstnaných (Graf 44). Zatímco klesající počet nezaměstnaných při rostoucím počtu volných pracovních míst a vice versa je spojen s cyklickým vývojem trhu práce, tedy s pohybem po Beveridgeově křivce, pohyby těchto veličin stejným směrem signalizují změny strukturální nezaměstnanosti, tedy pohyb samotné křivky.¹²⁴ Od roku 2005 do poloviny roku 2008 docházelo k cyklickému snižování počtu nezaměstnaných při silné poptávce po práci plynoucí z robustního růstu ekonomické aktivity. Přibližně od poloviny roku 2008 započal společně s ochlazováním ekonomiky cyklický nárůst počtu nezaměstnaných osob při poklesu volných pracovních míst, což se projevilo posunem po Beveridgeově křivce jihovýchodním směrem. Pozvolný posun západním směrem pozorovaný od druhého čtvrtletí 2010 pak reflektoval slabé ekonomické oživení v letech 2010 a 2011. Obnovený pokles ekonomické aktivity trvající od začátku roku 2012 vyústil v postupný opětovný nárůst počtu uchazečů o zaměstnání, a to až na historicky nejvyšší úroveň, které bylo dosaženo v závěru roku 2013. Spolu s ekonomickým růstem pak dochází v posledních dvou letech k opačnému posunu, tj. ke snižování počtu nezaměstnaných při nárůstu volných pracovních míst. Celkově tedy ve vývoji Beveridgeovy křivky v posledních letech dominují cyklické vlivy nad strukturálními, pružnost trhu práce se tak pravděpodobně výrazněji nemění.

Graf 44: Beveridgeova křivka

(v tisících)



Pozn.: Sezonně očištěné čtvrtletní údaje.

Zdroj: MPSV, výpočet ČNB

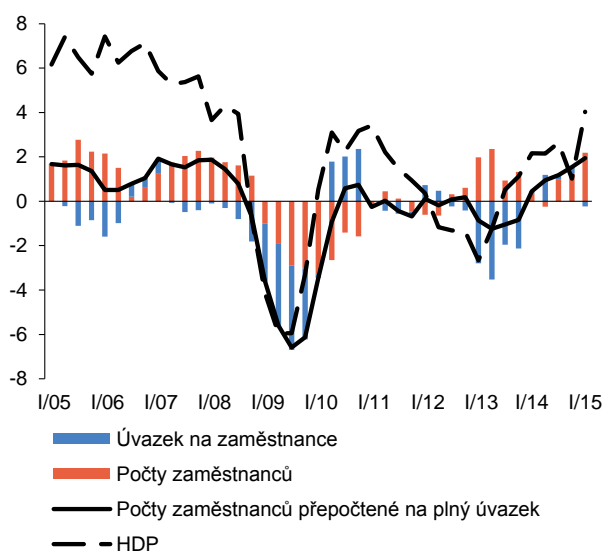
Vývoj zaměstnanosti v posledních letech byl přitom významně ovlivňován využíváním alternativních forem zaměstnávání, zejména v podobě **kratších pracovních úvazků**, resp. nižšího počtu odpracovaných hodin na jednoho zaměstnance. Prostřednictvím zkracování pracovních úvazků tak zaměstnavatelé řešili otázku přizpůsobení zaměstnanosti při klesající poptávce a nejistotách o jejím budoucím vývoji a racionalizovali mzdové náklady. Uvedený

¹²³ V této části se strukturální nezaměstnaností rozumí součet klasicky chápané strukturální a frikční nezaměstnanosti. Klasická strukturální nezaměstnanost představuje případ, kdy by při dané nabídce volných pracovních míst bylo možné snížit nezaměstnanost tím, že by se nezaměstnaní přesunuli mezi odvětvími, resp. profesemi nebo regiony (Jackman a Roper, 1987). Frikční nezaměstnanost je naopak odrazem doby hledání zaměstnání (nezaměstnaní práci nakonec najdou, takže se nejedná o strukturální nezaměstnanost). Tato doba hledání zaměstnání se může měnit v závislosti na fázi hospodářského cyklu, proto mohou být prezentované ukazatele strukturální nezaměstnanosti cyklicky podmíněné.

¹²⁴ Horizontální nebo vertikální posuny v Beveridgeově křivce neodrážejí pouze změny ve strukturální nezaměstnanosti, ale často i administrativní vlivy na počty nezaměstnaných a volných pracovních míst. K tomuto vývoji pravděpodobně došlo na konci roku 2004 a v roce 2005 v souvislosti se změnami zákona o zaměstnanosti a na počátku roku 2006 v reakci na zpřísnění podmínek hlášení volných míst na úřadech práce (ČNB, 2006). Počátkem roku 2012 byla ukončena povinnost podniků hlásit volná pracovní místa na úřadech práce, tato změna se však ve vývoji Beveridgeovy křivky viditelně neprojevila.

vývoj dobře ilustruje situace v roce 2013 (a předtím i v roce 2009), kdy při klesajícím HDP docházelo k výraznému snižování průměrného úvazku na zaměstnance. S obnoveným meziročním růstem ekonomické aktivity v první polovině roku 2014 se pak zkracování úvazků zastavilo (Graf 45). Rostoucí výskyt kratších/částečných pracovních úvazků má vedle uvedených cyklických příčin i své strukturální důvody, které odráží přibližování se standardům obvyklým v této oblasti ve vyspělejších zemích (rozšířenější využívání částečných pracovních úvazků pro ženy po jejich návratu do práce po rodičovské dovolené, u pracovníků v důchodovém věku apod.).

Graf 45: Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance



Pozn.: Meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech.

Zdroj: VŠPS, výpočet ČNB

Míra ekonomické aktivity ve většině srovnávaných zemí včetně České republiky zřetelně rostla, nejvýrazněji v Maďarsku, Rakousku a v Německu, kde se během posledního desetiletí zvýšila zhruba o 5 p.b. (Tabulka 23). Tento vývoj byl dán mimo jiné prodlužováním hranice odchodu do důchodu a vyšším využíváním zkrácených pracovních úvazků. Ke stagnaci míry ekonomické aktivity došlo v posledním desetiletí naopak v případě Portugalska a Slovinska.

Tabulka 23: Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	70,4	70,1	70,2	70,5	71,6	72,9	73,5
AT	71,4	74,3	74,4	74,6	75,1	75,5	75,4
DE	73,8	76,3	76,6	77,3	77,2	77,6	77,7
PT	73,2	73,4	73,7	73,6	73,4	73,0	73,2
HU	61,3	61,2	61,9	62,4	63,7	64,7	67,0
PL	64,4	64,7	65,3	65,7	66,5	67,0	67,9
SI	70,7	71,8	71,5	70,3	70,4	70,5	70,9
SK	68,9	68,4	68,7	68,7	69,4	69,9	70,3

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

Zdroj: Eurostat (LFS)

Regionální rozdíly v nezaměstnanosti lze vyjádřit pomocí variačního koeficientu míry nezaměstnanosti pro regiony (NUTS II) a kraje (NUTS III). Takto definovaný variační

koeficient míry nezaměstnanosti se v České republice od roku 2009 postupně snižoval (Tabulka 24). Opětovný nárůst zaznamenal až v roce 2012, což ukazuje na mírné zvýšení nesouladu v regionálním vývoji nabídky práce a poptávky po ní, kdy byl zaznamenán růst nezaměstnanosti v regionech s tradičně nepříznivou situací na trhu práce. K růstu variačního koeficientu došlo v roce 2012 i v případě Rakouska, přičemž v ostatních zemích variační koeficient zhruba stagnoval. Ve srovnání se sledovanými zeměmi celkově patří rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v České republice ke středně vysokým. Od roku 2013 přitom variační koeficient míry nezaměstnanosti v České republice postupně klesá, k čemuž dochází v souvislosti se zlepšováním situace na trhu práce. K výraznému růstu variačního koeficientu v posledním období naopak došlo v případě Maďarska, které se tak dostalo nad úroveň České Republiky (kde se tradičně nacházejí i jádrové země eurozóny, tj. Německo a Rakousko).

Tabulka 24: Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

	Regiony NUTS II							Regiony NUTS III						
	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	46	34	31	28	33	31	30	47	35	32	28	34	32	30
AT	39	34	37	40	43	39	43	40	36	39	42	45	41	45
DE	41	37	38	44	40	39	39	44	43	44	50	48	46	:
PT	23	18	20	13	14	16	13	31	:	:	:	:	:	:
HU	27	31	23	26	23	21	31	30	36	28	30	27	25	36
PL	15	20	14	14	15	16	18	25	32	28	27	27	26	27
SK	37	32	27	32	31	29	28	42	38	29	33	33	31	30

Pozn.: Variační koeficient je podíl směrodatné odchylky vážené podle velikosti regionů a průměrné míry nezaměstnanosti v %.

Zdroj: Eurostat (LFS)

Pružnost trhu práce ovlivňuje také regionální mobilita obyvatelstva, kterou zachycuje ukazatel **objemu vnitřního stěhování** (Tabulka 25). Ten je v České republice dlouhodobě vyšší než v Polsku a na Slovensku, přičemž se v průběhu času téměř nemění. Naproti tomu u Rakouska, Německa a Slovinska je mobilita vyšší.

Tabulka 25: Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	21	22	23	22	22	22	23
AT	36	37	37	38	39	39	40
DE	44	44	44	46	46	47	-
HU	22	21	20	20	19	19	22
PL	11	11	11	11	10	11	11
SI	16	48	52	53	55	55	55
SK	16	15	16	16	15	16	17

Pozn.: Stěhování z obce do obce (HU, PL a SI – všechny změny trvalého pobytu); SI – do roku 2007 jen občané Slovinska. Výpočet nezohledňuje rozdílnou velikost územních jednotek ve zvolených zemích.

Zdroj: Statistické ročenky, Eurostat, výpočet ČNB

Celkově lze hodnotit, že v oblasti nezaměstnanosti a vnitřní pružnosti trhu práce i nadále přetrvávají strukturální problémy, když zejména vnitrostátní geografická mobilita pracovní síly je ve srovnání s vyspělými evropskými státy i nadále nižší a s tím přetrvává nižší schopnost přizpůsobování asymetrickým šokům. Na druhou stranu lze na trhu práce v posledních letech

v reakci na ekonomickou krizi sledovat i zřetelné známky zvýšení pružnosti, a to především prostřednictvím intenzivnějšího růstu počtu zaměstnanců využívajících zkrácených pracovních úvazků v době hospodářské recese. Současně se zvýšila také míra ekonomické aktivity populace v produktivním věku. Regionální rozdíly v nezaměstnanosti v České republice patří mezi středně vysoké. Trendy ve vývoji dlouhodobé nezaměstnanosti jsou v posledních letech v České republice kvalitativně obdobné jako v případě ostatních srovnávaných zemí, úrovně však její míra patří k těm nejnižším.

Box 2: Přizpůsobení v oblasti zaměstnanosti: Evidence z dotazníkového šetření podniků

Box prezentuje výsledky šetření podniků o změnách ekonomického prostředí a přizpůsobení v oblasti zaměstnanosti a tvorbě mezd a cen, které v roce 2014 proběhlo ve 25 zemích EU.¹²⁵ Cílem uvedeného šetření bylo získat poznatky o tom, jak podniky reagují na změny ekonomického prostředí v období po krizi.

V České republice uvedlo 38 % podniků, že v období 2010–2013 muselo významně snížit náklady práce (Tabulka B1). Potřeba významného snížení nákladů práce byla mírně nižší v Polsku (35 % podniků) a výrazně nižší v ostatních srovnávaných zemích (mezi 17 % a 26 % podniků). České podniky snižovaly náklady práce nejčastěji zastavením nebo snížením přijímání nových zaměstnanců (61 % podniků), individuálním propouštěním (53 % podniků) a neobnovováním smluv na dobu určitou (40 % podniků). Nejméně při snižování nákladů naopak české podniky využívaly snížení počtu odpracovaných hodin, předčasné odchody do důchodu a hromadné propouštění. Obdobný přístup měly v průměru také podniky v ostatních srovnávaných zemích. V průměru podniky využívaly k úpravě nákladů práce relativně více změny v počtu zaměstnanců než změny v počtu odpracovaných hodin na zaměstnance. Nejpružnější v úpravě pracovní doby přitom byly podniky v Německu, Rakousku a Portugalsku.¹²⁶

Tabulka B1: Změny nákladů práce

(v % podniků)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	Průměr
Museli jste v letech 2010-2013 výrazně snížit vstup práce nebo změnit jeho složení?	38	21	23	25	17	35	26	26	26
Pokud ano, která z následujících opatření jste použili?									
Hromadné propouštění	14	17	7	18	13	5	9	16	12
Individuální propouštění	53	25	34	37	33	55	39	77	44
Dočasné propouštění (temporary layoffs)	-	16	-	6	12	16	6	20	13
Dotované snížení pracovní doby*	9	9	44	-	10	11	8	8	14
Nedotované snížení pracovní doby (včetně snížení přesčasů, kont pracovní doby apod.)	18	25	24	31	15	22	6	12	19
Neobnovení dočasných smluv při jejich vypršení	40	6	20	63	21	46	34	41	34
Předčasné odchody do důchodu	14	5	8	14	17	13	12	18	12
Zastavení nebo snížení přijímání nových pracovníků	61	52	34	78	33	62	46	68	54
Snížení počtu agenturních pracovníků a ostatních	24	31	12	40	13	26	13	26	23

Pozn.: Jednotlivá opatření se uvádí v procentech z počtu podniků, které výrazně snížily vstup práce nebo změnily jeho složení (podle podílu odpovědí „přiměřeně“ nebo „ve velké míře“). * CZ: podle § 209 zákoníku práce.

¹²⁵ Šetření bylo koordinováno pracovní skupinou Wage Dynamics Network fungující v rámci ESCB. V ČR se šetření účastnilo 1011 podniků z odvětví zpracovatelský průmysl, stavebnictví a tržní služby kromě finančního zprostředkování. Tento box je věnován odpovědím na vybrané otázky v oblasti přizpůsobení zaměstnanosti.

¹²⁶ V Německu bylo ve srovnání s ostatními zeměmi relativně častěji využíváno dotované snížení počtu odpracovaných hodin (tzv. Kurzarbeit, 44 % podniků).

Další z otázek byla věnována překážkám v přijímání zaměstnanců (Tabulka B2). V České republice byla mezi relevantními překážkami nejčastěji zmiňována nejistota ohledně ekonomických podmínek (68 % podniků), vysoké pojistné odváděné zaměstnavatelem (66 % podniků), nedostatek pracovních sil s požadovanou kvalifikací (60 % podniků) a náklady na propouštění (57 % podniků). Nejistota ohledně ekonomických podmínek byla velmi častým faktorem také v Portugalsku, Polsku, Slovinsku a na Slovensku. Náklady na propouštění zaměstnanců jsou obvykle častěji uváděny jako důvod proti přijímání zaměstnanců v zemích s vyšší hodnotou indexu ochrany zaměstnanosti¹²⁷).

Tabulka B2: Překážky při přijímání zaměstnanců se stálou smlouvou na dobu neurčitou

(podíl relevantních a velmi relevantních, % podniků)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	Průměr
Nejistota ohledně ekonomických podmínek	68	20	43	81	43	88	75	75	62
Nedostatek pracovních sil s požadovanou kvalifikací	60	29	61	41	18	71	48	75	50
Dostupnost financí	41	6	13	37	14	52	51	50	33
Náklady na propouštění zaměstnanců	57	15	26	64	15	68	51	63	45
Náklady na přijímání zaměstnanců	30	10	19	46	14	74	50	31	34
Vysoké pojistné ze mzdy odváděné zaměstnavatelem	66	26	40	67	35	89	76	76	59
Vysoké mzdy	43	24	44	45	26	79	44	63	46
Riziko, že se změní pracovněprávní zákony	39	13	28	54	21	73	51	66	43
Náklady dalších vstupů doplňujících vstup práce	33	8	11	49	19	63	39	46	34
Jiné	26	2	17	-	2	-	-	26	15

2.2.2 Odhad strukturální nezaměstnanosti pomocí NAIRU

Vysoká strukturální nezaměstnanost v ekonomice je signálem nepružnosti trhu práce. Její změny jsou standardně odhadovány pomocí vývoje NAIRU, tj. míry nezaměstnanosti konzistentní se stabilní inflací, která odhlíží od nezaměstnanosti způsobené cyklickými vlivy. Strukturální nezaměstnanost však není přímo pozorovatelná a její výše se odhaduje filtrací časových řad s využitím ekonomického modelu.¹²⁸

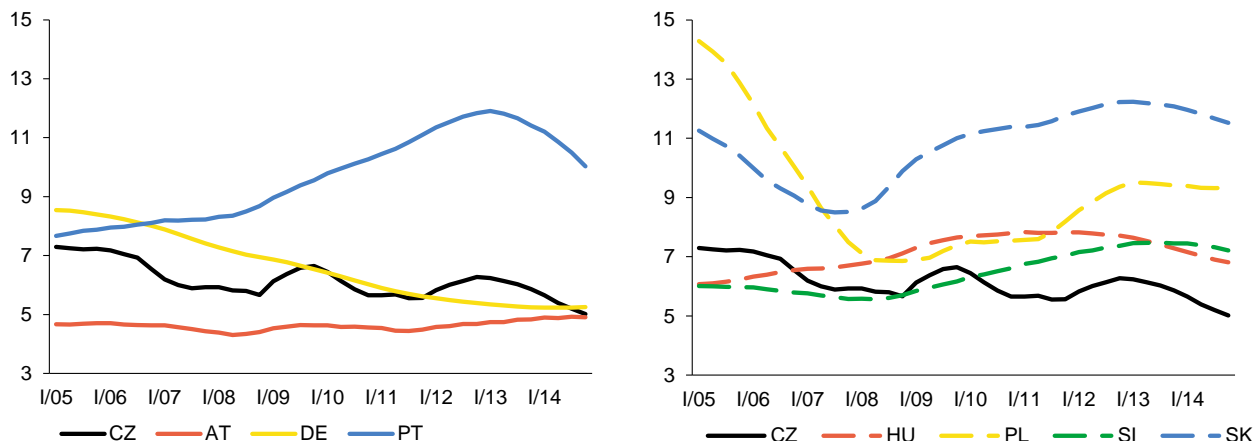
Ve vývoji a úrovni NAIRU existují ve srovnávaných zemích poměrně výrazné rozdíly (Graf 46). Vysokých hodnot dosahuje NAIRU na Slovensku a v Polsku, což jsou země s tradičně vyšší mírou nezaměstnanosti, a také v Portugalsku, kde se strukturální nezaměstnanost zvýšila hlavně vlivem krize. V České republice se NAIRU dlouhodobě trendově snižuje, s dočasnými výkyvy směrem nahoru během dvou hospodářských recesí v posledních letech. Lze usuzovat, že k jejímu klesajícímu trendu přispívá v posledních letech mimo jiné i zvýšené využívání zaměstnání na kratší pracovní dobu (viz výše), a to především v období ekonomického útlumu, které zvyšuje flexibilitu trhu práce. Aktuální odhadovaná výše NAIRU v České republice lehce pod 5 % je přitom podobná jako v Rakousku a Německu. Zatímco Rakousko je země s tradičně nízkou úrovní NAIRU, v Německu se během poslední dekády projevil reformy trhu práce, které přispěly k výraznému snížení německé strukturální nezaměstnanosti.

¹²⁷ Více o indexu ochrany zaměstnanosti (Employment Protection Legislation, EPL) viz část 2.2.4.

¹²⁸ Blíže viz Metodická část.

Graf 46: Vývoj NAIRU

(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

2.2.3 Mezinárodní mobilita pracovní síly

Mezinárodní mobilita pracovní síly v rámci jedné měnové zóny je jedním z nejdůležitějších mechanismů, jejichž prostřednictvím jsou ekonomiky jednotlivých členských zemí schopny díky změnám v nabídce práce vstřebávat asymetrické šoky, zejména dlouhodobějšího charakteru.

Jedním z významných ukazatelů mezinárodní mobility pracovní síly je zastoupení cizích státních příslušníků v populaci daného státu (Tabulka 26).¹²⁹ Podíl cizinců na české populaci se ve srovnání s obdobím před vstupem do EU a krátce po něm sice více než zdvojnásobil, v posledních letech však stagnuje okolo 4% hranice.¹³⁰ To je méně než poloviční hodnota ve srovnání s Německem a pouze třetinová hodnota oproti Rakousku, kde navíc podíl cizinců v populaci setrvale roste. Z ostatních srovnávaných zemí EU byl podobný vývoj jako v České republice pouze ve Slovinsku, i zde se ovšem počet cizinců v posledních letech zvyšuje. Významně nižší je dlouhodobě zastoupení cizích státních příslušníků v populaci v Maďarsku, Slovensku a Polsku.¹³¹

¹²⁹ V poslední době zažívá EU masivní imigrační vlnu vyvolanou zejména špatnou bezpečnostní situací v některých mimoevropských oblastech. Svým charakterem jde samozřejmě o jiný typ migrace, než je ekonomicky motivovaná mobilita pracovní síly v rámci měnové unie a jejího okolí.

¹³⁰ Podíl cizinců ze zemí mimo EU na populaci v ČR činil v roce 2014 2,5 %. Vyšší podíl cizinců ze zemí mimo EU oproti cizincům z EU je pozorován ve většině srovnávaných zemí. Podíl Slováků na populaci v ČR činil v roce 2014 0,9 %.

¹³¹ S výše uvedenými daty koresponduje i studie OECD (2012), podle které byl příchod cizinců ze zemí mimo EU do členských zemí, které vstoupily do EU v roce 2004, nejvyšší právě v případě ČR.

Tabulka 26: Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci
(v %)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	1,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1
AT	9,4	10,2	10,5	10,8	11,2	11,8	12,4
DE	8,8	8,8	8,7	8,8	9,1	9,4	8,7
PT	-	4,2	4,3	4,2	4,1	4,0	3,8
HU	1,4	1,9	2,0	2,1	1,4	1,4	1,4
PL	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
SI	2,2	3,5	4,0	4,0	4,2	4,4	4,7
SK	0,4	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,1

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Zároveň lze konstatovat, že pro českou populaci je dlouhodobě charakteristická nízká ochota k vystěhovávání za prací do zahraničí. Přeshraniční migrace občanů České republiky je násobně nižší oproti jiným zemím EU, ze srovnávaných zemí zejména oproti Polsku.

2.2.4 Institucionální prostředí

Institucionální nastavení trhu práce má zásadní vliv na jeho fungování jako přizpůsobovacího mechanismu. V případě šoku může být ekonomické přizpůsobení limitováno narušením vztahu mezi mzdami a produktivitou práce, příliš přísnými opatřeními na ochranu zaměstnanosti či sociálním systémem, který nedostatečně motivuje nezaměstnané k hledání práce.

Minimální mzda

Administrativní stanovení minimální mzdy snižuje mzdovou diferenciaci a pružnost mezd pracovníků s nízkými mzdami. Pokud je stanovená minimální mzda příliš vysoká, může snižovat poptávku po méně kvalifikované pracovní síle a po absolventech škol, a tím zvyšovat celkovou a dlouhodobou nezaměstnanost osob s nízkou kvalifikací, absolventů a mladistvých.¹³²

Poměr **minimální mzdy** k průměrné mzdě se v České republice v období let 2005–2012 postupně snižoval, a to z důvodu stagnace minimální mzdy (Tabulka 27). V roce 2013 tento poměr nepatrně vzrostl vlivem zvýšení minimální mzdy z 8 000 Kč na 8 500 Kč platného od srpna 2013. V roce 2014 zůstala minimální mzda po celý rok na hodnotě 8 500 Kč.¹³³ Mezi sledovanými zeměmi je poměr minimální mzdy k průměrné mzdě v České republice spolu s Rakouskem nejnižší. Naopak nejvyšší je tento poměr ve Slovinsku, kde v posledních letech přesahuje hranici 50 %. Minimální mzda v České republice tak patrně nemá na trhu práce z tohoto pohledu ve srovnání s ostatními zeměmi významnější negativní dopad.

¹³² OECD (1998), Gregg (2000).

¹³³ V průměru za celý rok 2014 tak byla minimální mzda vyšší než v průměru za celý rok 2013. Minimální mzda se v roce 2015 dále zvýšila o 700 Kč na 9 200 Kč. Od ledna 2016 se minimální mzda zvýší na 9 900 Kč a současná vláda plánuje postupně přiblížení jejího poměru k průměrné mzdě ke 40 %.

Tabulka 27: Minimální mzda
(% průměrné mzdy)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ	39,1	34,3	33,3	32,4	31,6	32,6	33,0
PT	40,5	42,8	42,4	42,2	42,9	42,9	44,1
HU	41,3	38,3	38,0	38,6	42,5	43,3	43,3
PL	33,7	42,2	42,0	41,7	43,5	44,6	45,4
SI	46,2	44,2	50,5	51,7	52,2	53,2	52,9
SK	34,4	35,7	36,0	36,1	35,6	36,0	35,4

Pozn.: Do roku 2008 se jedná o poměr minimální mzdy vůči průměrné mzdě v průmyslu a službách (bez veřejné správy). Po roce 2008 o stejný poměr v rámci průmyslu, stavebnictví a služeb. V Německu do roku 2014 nebyla minimální mzda definována na národní úrovni; byla zavedena od ledna 2015 a pohybuje se zhruba na úrovni 40 % průměrné mzdy. V Rakousku je minimální mzda definována jen pro některé specifické profese a představuje cca 30 % průměrné mzdy.

Zdroj: Eurostat

Negativně však může minimální mzda působit na pružnost mezd v odvětvích a profesích se mzdou výrazně pod celorepublikovým průměrem. Poměr minimální mzdy a mzdy v prvním (nejnižším) decilu mzdového rozdělení je tradičně vysoký v oborech s nízkou kvalifikací (Tabulka 28), například pro 10 % zaměstnanců s nejnižšími příjmy v kategorii „pomocní a nekvalifikovaní pracovníci“ byl poměr minimální mzdy k průměrnému výděлку v roce 2014 slabě nad úroveň 90 %. V celkovém průměru za podnikatelskou sféru došlo v roce 2014 k růstu poměru minimální mzdy a mzdy v prvním decilu, což bylo způsobeno zejména růstem minimální mzdy od srpna 2013.

Tabulka 28: Poměr minimální mzdy a hrubé měsíční mzdy ve vybraných profesích
(%)

Hlavní třída zaměstnání	Minimální mzda / 1. decil						
	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celkem ČR (podnikatelská sféra)	68,0	63,9	63,5	72,9	69,9	70,5	71,6
- provozní pracovníci ve službách a obchodu	90,1	85,9	86,5	91,4	85,2	84,1	86,3
- nižší administrativní pracovníci	67,0	60,4	60,2	68,6	65,3	68,1	69,3
- pomocní a nekvalifikovaní pracovníci	89,1	88,1	89,1	91,7	89,4	89,5	90,3

Pozn.: Tabulka uvádí údaje za celou Českou republiku a za tři profese s nejvyššími hodnotami v roce 2014.

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

Ochrana zaměstnanosti

Přísné legislativní **podmínky pro přijímání a propouštění zaměstnanců** mají tendenci snižovat flexibilitu trhu práce a zvyšovat dlouhodobou nezaměstnanost.¹³⁴ Je také vhodné sledovat relativní přísnost právní úpravy zaměstnanosti na dobu určitou a na dobu neurčitou, neboť kombinace vysokých nákladů na propouštění zaměstnanců ve stálých zaměstnáních a nízké regulace dočasných zaměstnání odráží zaměstnavatele od tvorby stálých pracovních míst.

¹³⁴ OECD (2004) a OECD (2010). Naopak Bassanini a Duval (2006) potvrzují závěry jiných prací, že vliv ochrany zaměstnanosti měřený indexem EPL (Employment Protection Legislation) na celkovou nezaměstnanost není zřejmý. Vyšší hodnoty EPL však mají negativní vliv na vstup mladých osob na trh práce. Vyšší index EPL je podle těchto autorů také spojen s nahrazováním částečných úvazků plnými úvazky u žen.

Podle posledních údajů OECD o vývoji **indexu ochrany zaměstnanosti (EPL)** pokračovalo v roce 2013 v České republice snižování ochrany zaměstnanosti u stálých zaměstnání a zvyšování ochrany zaměstnanosti v případě dočasných zaměstnání (Tabulka 29). Ochrana proti kolektivnímu propouštění je dlouhodobě stabilní. V mezinárodním srovnání byla ale i nadále ochrana zaměstnanosti u stálých zaměstnání jedna z nejvyšších, zatímco dočasná zaměstnání jsou stále chráněna spíše méně než v ostatních zemích. V případě kolektivního propouštění patří podmínky v České republice k nejmírnějším ze srovnávaných zemí, zatímco v Maďarsku a v Německu jsou málo pružné. V souhrnu je regulace na trhu práce v České republice na přibližně stejné úrovni jako v ostatních zemích s výjimkou Maďarska, kde je regulace mírnější, a to vlivem relativně slabé ochrany stálých zaměstnání. Evropské trhy práce jsou však obecně poměrně nepružné a jako srovnávací měřítko tak v tomto případě představují spíše nízký standard.

Tabulka 29: Index ochrany zaměstnanosti (EPL)^{a)}

	Stálá zaměstnání ^{b)}			Dočasná zaměstnání ^{c)}			Kolektivní propouštění ^{d)}		
	2005	2010	2013	2005	2010	2013	2004	2009	2013
CZ	3,3	3,1	2,9	1,1	1,3	1,4	2,1	2,1	2,1
AT	2,4	2,4	2,4	1,3	1,3	1,3	3,3	3,3	3,3
DE	2,9	2,9	2,9	1,0	1,0	1,1	3,6	3,6	3,6
PT	4,4	4,1	3,2	2,6	1,9	1,8	2,9	1,9	1,9
HU	2,0	2,0	1,6	1,1	1,1	1,3	3,4	3,4	3,6
PL	2,2	2,2	2,2	1,8	1,8	1,8	2,9	2,9	2,9
SI	-	2,7	2,6	-	1,8	1,8	-	3,4	3,4
SK	2,2	2,2	1,8	0,6	1,6	1,8	3,8	3,8	3,4

Pozn.: ^{a)} Indexy v rozmezí 1 až 6, vyšší hodnota znamená vyšší ochranu zaměstnanosti. ^{b)} Ochrana proti individuálnímu propouštění. ^{c)} Pracovní smlouvy na dobu určitou, pracovní agentury. ^{d)} Nad rámec individuálního propouštění.

Zdroj: OECD, popis metodologie viz Venn (2009).

Na výraznou změnu zákoníku práce z roku 2012 (viz Analýzy sladění 2012) navazuje jeho novela s platností od srpna 2013, která u vybraných zaměstnání sezonní povahy (zemědělství, stavebnictví a kultura) umožňuje i nadále řetězení smluv na dobu určitou, což mírně zvyšuje pružnost českého trhu práce.

Zdanění práce

Zdanění práce včetně příslušných odvodů bezprostředně ovlivňuje výši pracovních nákladů, které jsou důležitou determinantou tvorby pracovních míst. Vyšší zdanění tak může snižovat schopnost trhu práce pružně reagovat na asymetrické šoky. Vysoké zdanění práce navíc zvyšuje podíl šedé ekonomiky¹³⁵ a v případě vysoké minimální mzdy může výrazněji zvyšovat nezaměstnanost.¹³⁶ Z pohledu mezinárodní konkurence a mobility pracovní síly je důležité i zdanění osob s vyššími příjmy, neboť lidé s vyšší kvalifikací a vyššími příjmy jsou spíše ochotní se stěhovat za prací.

Celkové zdanění práce bylo v České republice v roce 2014, stejně jako po celé sledované období, vyšší než v Portugalsku, Polsku a na Slovensku, a to jak na úrovni průměrné mzdy, tak pro osoby s nízkými příjmy (Tabulka 30). Naopak ve srovnání s rozvinutými sousedními zeměmi (Německo a Rakousko), ale i ve srovnání s Maďarskem, je zdanění práce v České

¹³⁵ Brandt a kol. (2005).

¹³⁶ Viz část týkající se minimální mzdy výše, a dále Bassanini, Duval (2006).

republiky zřetelně nižší. V porovnání s rokem 2013 celkové zdanění práce v České republice v loňském roce lehce vzrostlo, stejně jako v případě Rakouska, Portugalska a Slovenska.

Tabulka 30: Celkové zdanění práce

	100 % průměrné mzdy					67 % průměrné mzdy				
	2005	2011	2012	2013	2014	2005	2011	2012	2013	2014
CZ	43,8	42,5	42,4	42,4	42,6	42,1	39,5	39,3	39,3	39,7
AT	47,4	48,4	48,9	49,1	49,4	42,5	43,7	44,2	44,5	44,8
DE	51,8	49,8	49,8	49,3	49,3	46,7	45,6	45,6	45,1	45,1
PT	36,2	39,0	36,7	41,1	41,2	31,7	33,1	32,0	34,7	35,0
HU	50,5	49,4	49,4	49,0	49,0	42,9	45,2	47,6	49,0	49,0
PL	43,6	34,3	35,5	35,6	35,6	42,4	33,4	34,6	34,7	34,8
SK	38,3	38,9	39,6	41,1	41,2	35,3	36,1	36,9	38,4	38,6

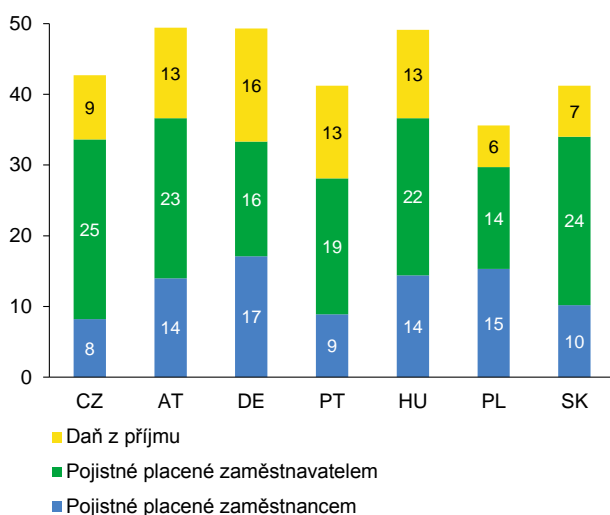
Pozn.: Daň z příjmu a odvody placené zaměstnanci a zaměstnavateli jako podíl na celkových nákladech práce v %. Údaje za zaměstnance (jednotlivci bez dětí) pobírající 100 % (levá část tabulky) a 67 % (pravá část tabulky) průměrné mzdy.

Zdroj: OECD (2015)

Z údajů o **složkách zdanění práce** (Graf 47) je patrné, že ve všech srovnávaných zemích tvoří složka pojistného na sociální a zdravotní zabezpečení výrazně větší část celkového zdanění práce než daň z příjmu. V porovnání s ostatními sledovanými zeměmi je výše pojistného v České republice obdobná jako v případě Německa a nižší než v Maďarsku a Rakousku. Naopak nejnižší zatížení ve formě pojistného je v Portugalsku a Polsku. Od roku 2006 došlo k nárůstu celkového zdanění ve všech sledovaných zemích. K navýšení celkového zdanění ve všech státech přitom dominantně přispělo placené pojistné, při jen mírném nárůstu daně z příjmu (s výjimkou Polska, kde daň z příjmu dokonce poklesla).

Graf 47: Složky zdanění práce v roce 2014

(% z průměrné mzdy)



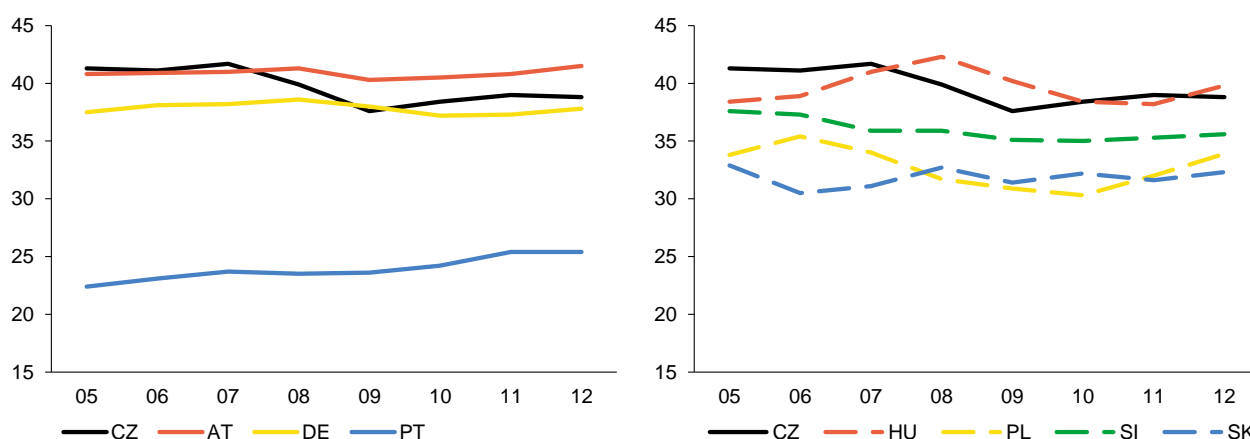
Zdroj: OECD (2015)

Skutečnou daňovou zátěž, tedy podíl agregátních daňových příjmů a celkových náhrad zaměstnanců, zachycují **implicitní daňové sazby** (Graf 48). Zatímco do roku 2007 byla implicitní míra zdanění práce v České republice nejvyšší ze sledovaných zemí, v letech 2008 a 2009 se výrazně snížila. Tento pokles byl dán jak změnou daňového systému v roce 2008 (přechod na jednotnou sazbu daně z příjmů fyzických osob počítanou z tzv. superhrubé mzdy),

tak i poklesem sazeb placených na zdravotní a sociální pojištění a zavedením maximálního vyměřovacího základu pro zdravotní a sociální pojištění v roce 2009. Od roku 2010 se však implicitní daňové zatížení v České republice opětovně zvýšilo, když v roce 2012 dosáhlo zhruba 39 %. Přestože je naše daňové zatížení pod úrovní Rakouska, je stále výrazně vyšší než v Portugalsku, Polsku, Slovinsku a na Slovensku a mírně vyšší než v Německu. V roce 2012 došlo k nárůstu implicitní daňové sazby v Maďarsku, které se tak dostalo mírně nad Českou republiku.

Graf 48: Implicitní míra zdanění práce

(v %)



Pozn.: Implicitní míra zdanění vyjadřuje podíl agregátních daňových příjmů (souvisejících s náklady na výrobní faktor práce) a celkových náhrad zaměstnancům v %. Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat (2014)

Indikátory motivace k práci

Daně neovlivňují jen poptávku po práci, ale také nabídku práce. V kombinaci se sociálními dávkami totiž mají vliv na čistý příjem domácností, a tím ovlivňují motivaci nezaměstnaných nebo neaktivních osob k nástupu do zaměstnání. Tato motivace je měřena pomocí čistého nahrazovacího poměru, který je definován jako podíl čistého příjmu domácnosti ve stavu, kdy je uvažovaná osoba bez práce, a ve stavu, kdy tato osoba má zaměstnání, a nepřímo tak ukazuje finanční motivaci nezaměstnaných k hledání práce. **Čisté nahrazovací poměry** lze srovnat pro krátkodobou i dlouhodobou nezaměstnanost i pro různé typy domácností (Tabulka 31).

Stejně jako tomu bylo v předcházejících letech, i v roce 2013 byla finanční motivace k přijetí zaměstnání v počáteční fázi nezaměstnanosti u bezdětných jednotlivců v rámci srovnávaných zemí nejvyšší v Rakousku (nejnižší nahrazovací poměr), za kterým následovalo Německo a Slovensko. Naopak v České republice byla motivace k nalezení práce opakovaně nejnižší, když se v porovnání s předchozími lety čistý nahrazovací poměr nezměnil. V případě dlouhodobé nezaměstnanosti bezdětných jednotlivců i nadále motivuje k práci nejméně nastavení dávek a daní v Rakousku, České republice a Německu, a naopak nejvíce v Portugalsku, kde pobírá dlouhodobě nezaměstnaná bezdětná osoba pouze 23 % svých potenciálních příjmů ze zaměstnání, což je méně než polovina v porovnání s Českou republikou. O málo vyšší úroveň než v Portugalsku dosahovaly čisté nahrazovací poměry pro dlouhodobě nezaměstnané bezdětné osoby na Slovensku, Polsku a Maďarsku.

Také rozdíly v podpoře rodin s malými dětmi při dlouhodobé nezaměstnanosti jsou výrazné. Stejně jako v případě počáteční fáze nezaměstnanosti jsou rodiny s dětmi podporovány nejvíce

v Rakousku, kde se hodnota čistého nahrazovacího poměru již několik let pohybuje poblíž 100% úrovně. V České republice dosahoval čistý nahrazovací poměr pro tuto kategorii rodin v roce 2013 zhruba tři čtvrtin, a je tak mírně nižší než v Německu a Polsku, ale naopak zřetelně vyšší než v Portugalsku, Maďarsku a na Slovensku.

Tabulka 31: Čisté nahrazovací poměry

	Počáteční fáze nezaměstnanosti ^{a)}								Dlouhodobá nezaměstnanost ^{b)}							
	Jednotlivci bez dětí				Rodina (2 děti) ^{c)}				Jednotlivci bez dětí				Rodina (2 děti) ^{c)}			
	2005	2011	2012	2013	2005	2011	2012	2013	2005	2011	2012	2013	2005	2011	2012	2013
CZ	56	77	77	77	78	75	74	74	45	48	49	49	78	74	76	76
AT	55	55	55	55	82	97	98	97	53	53	54	53	82	97	98	97
DE	60	59	59	59	92	91	92	92	51	47	48	49	81	77	79	80
PT	77	75	75	75	85	76	76	78	25	25	24	23	74	68	52	49
HU	52	71	69	68	68	78	76	78	27	31	26	25	63	44	39	38
PL	76	73	74	72	70	70	70	68	43	32	32	33	92	67	65	81
SK	61	62	62	62	57	58	57	57	27	27	27	26	54	58	56	56

Pozn.: Poměr čistého příjmu domácnosti ve stavu bez zaměstnání a se zaměstnáním (údaje v %). Příjem ze zaměstnání osoby v čele domácnosti na úrovni 67% průměrné mzdy. ^{a)} Nezaměstnaní s nárokem na podporu v nezaměstnanosti. ^{b)} Nezaměstnaní po pěti letech. ^{c)} Druhá dospělá osoba ekonomicky neaktivní, děti ve věku 4 a 6 let.

Zdroj: OECD tax benefit models

V roce 2014 přitom nedošlo v České republice k výrazným legislativním změnám s dopadem na motivaci k práci. V případě ukončení pracovního kontraktu ze strany zaměstnance či formou dohody se zaměstnavatelem setrvala podpora v nezaměstnanosti na hodnotě 45 % předchozí čisté mzdy po celou podpůrní dobu.¹³⁷ I nadále platí zákaz přivýdělků k podpoře v nezaměstnanosti i v tzv. nekolidujícím zaměstnání; cílem tohoto zákazu je zvýšit motivaci k hledání „plnohodnotné“ práce.¹³⁸ Ke změně nedošlo v roce 2014 ani u slevy na dani za dítě a u částek životního a existenčního minima ovlivňujících nároky na některé další sociální dávky (přídavky na dítě, porodné, dávky pomoci v hmotné nouzi).

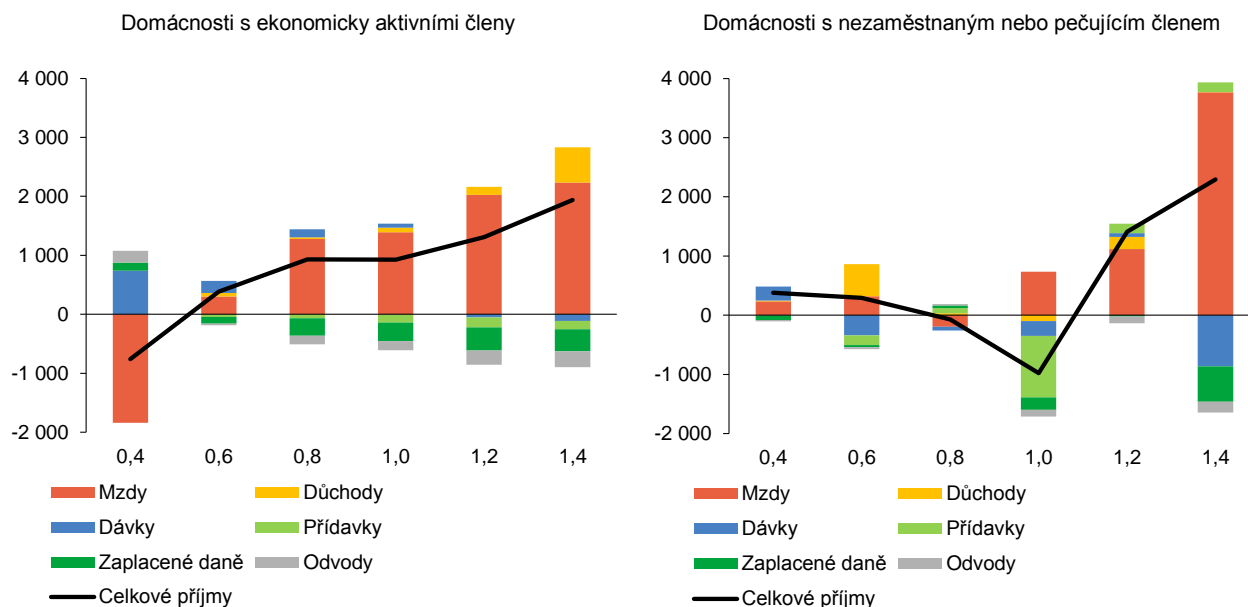
Analýza individuálních dat rodinných účtů pro roky 2013 a 2014 přitom ukázala na znatelný rozdíl ve změně nominálního příjmu domácnosti s nezaměstnaným nebo pečujícím členem v porovnání s domácnostmi ekonomicky aktivních osob. V případě domácností s ekonomicky aktivními členy se nominální příjem mezi roky 2013 a 2014 zvýšil zejména z důvodu růstu nominálních mezd, a to napříč celým mzdovým rozdělením s výjimkou domácností s nejnižšími příjmy (Graf 49). U domácností s nezaměstnanou osobou, osobou pobírající rodičovský příspěvek nebo pečující o nemohoucí osobu pak nominální příjem vzrostl zejména v pravé části mzdového rozdělení propočteného na jednu ekonomicky aktivní osobu. Vyšší mzdový nárůst byl přitom v tomto segmentu částečně kompenzován jak poklesem vyplacených přídavek (rodičovský příspěvek, přídavky na děti), tak vyplacených dávek. Naopak u tohoto typu domácností s podprůměrným příjmem byl mzdový nárůst značně utlumený.

¹³⁷ Podpůrní doba závisí na věku zaměstnance a činí 5 měsíců při věku do 50 let, 8 měsíců při věku od 50 do 55 let, a 11 měsíců při věku nad 55 let zaměstnance.

¹³⁸ V rámci tzv. nekolidujícího zaměstnání měli nezaměstnaní možnost si k podpoře v nezaměstnanosti vydělat až 50 % minimální mzdy (tj. 4 000 Kč). Od roku 2011 již ale není možné kombinovat výplatu podpory v nezaměstnanosti ani s nekolidujícím zaměstnáním.

Graf 49: Změna příjmu domácností podle typu domácnosti a celkového příjmu na ekonomicky aktivního člena

(srovnání roku 2014 s rokem 2013, v Kč)



Pozn.: Horizontální osa x je tvořena mzdovým rozdělením vypočteným jako podíl celkových příjmů domácnosti na jednoho ekonomicky aktivního člena a hrubé průměrné mzdy v roce 2014. Vertikální osa y zobrazuje absolutní změnu příjmu domácností ve srovnání let 2014 a 2013.

Zdroj: Rodinné účty, výpočet ČNB

Kladný růst příjmů u domácností s nejnižším příjmem a nezaměstnaným nebo pečujícím členem (skupina v grafu vpravo) ve srovnání s domácnostmi s ekonomicky aktivními členy (skupina nejvíce vlevo) nepůsobí ke zvýšení motivace k práci, tj. k přesunu mezi domácnosti s ekonomicky aktivními členy. Naopak u domácností s průměrným příjmem a nezaměstnaným nebo pečujícím členem může pokles celkových příjmů, daný znatelně záporným meziročním příspěvkem dávek, ve srovnání s nárůstem příjmů u domácností s ekonomicky aktivními členy působit ke zvýšení této motivace. U domácností s nadprůměrnými příjmy je pozorovaný nárůst příjmů u obou skupin zhruba stejný a má tak na motivaci k práci jen zanedbatelný vliv.

Celkově lze shrnout, že poměr minimální mzdy ke mzdě průměrné se sice mírně zvýšil, patří však mezi srovnávanými zeměmi k nejnižším a pravděpodobně prozatím nemá významnější negativní dopad na trh práce. Regulace trhu práce je v České republice srovnatelná s evropskými zeměmi, které však v mezinárodním srovnání patří spíše k těm méně pružným. I nadále převládá relativně vysoká ochrana zaměstnanosti u stálých zaměstnání, zatímco dočasná zaměstnání jsou chráněna spíše méně než v ostatních zemích. Zdanění práce v České republice nepatrně vzrostlo a jeho implicitní míra je po Rakousku a Maďarsku ze sledovaných zemí třetí nejvyšší. Motivace k práci odrážející nastavení daní a dávek zůstává stále relativně nízká, a to především v případě počáteční fáze nezaměstnanosti u bezdětných jednotlivců a ve srovnání s některými zeměmi i u dlouhodobě nezaměstnaných rodin s dětmi.

2.2.5 Míra přizpůsobení růstu reálných mezd ekonomickému cyklu

Pružnost, se kterou reagují mzdy na vývoj hospodářského cyklu, je ukazatelem schopnosti ekonomiky přizpůsobit se asymetrickým šokům. V zemích, kde je přizpůsobení mezd relativně slabší či pomalejší, mají asymetrické šoky při absenci samostatné měnové politiky silnější

dopad do reálné ekonomiky. Na druhé straně lze říci, že dopady reálných šoků do mzdové inflace jsou v ekonomikách s takto nepružným trhem práce slabší.

Následující analýza zkoumá vztahy (korelace) mezi ekonomickým cyklem (měřeným mezerou výstupu) a mírou nezaměstnanosti, resp. cyklickým vývojem mezd. Výsledky (Tabulka 32) ukazují signifikantní a robustní korelace mezi cyklickými složkami výstupu a nezaměstnaností a také robustní korelaci mezi cyklickými složkami výstupu a mezd. Na druhou stranu se neprokázala hypotéza, že vyšší korelace mezd s hospodářským cyklem vede k nižší korelaci nezaměstnanosti s hospodářským cyklem: spíše se zdá, že mezi oběma uvedenými korelacemi neexistuje žádný systematický vztah.

Výsledky ukazují, že mezi srovnávanými zeměmi neexistují významné rozdíly v citlivosti zkoumaných veličin na hospodářský cyklus. Ačkoli nelze říci, že srovnávané země jsou v těchto charakteristikách úplně sladěné, analýza nenachází systematický rozdíl mezi původními členskými zeměmi eurozóny, jejími novými členy a státy stojícími dosud mimo eurozónu.¹³⁹

Česká republika přitom patří mezi sledovanými zeměmi zhruba k průměru z hlediska síly záporné korelace mezi výstupem a nezaměstnaností i kladné korelace mezi výstupem a mzdami.

Tabulka 32: Korelace cyklických složek výstupu, mezd a nezaměstnanosti

	Výstup a mzdy	Výstup a nezaměstnanost
CZ	0,63 **	-0,76 ***
AT	0,69 ***	-0,77 ***
DE	0,64 **	-0,73 ***
PT	0,75 ***	-0,79 ***
HU	0,67 ***	-0,62 ***
PL	0,61 *	-0,60 ***
SI	0,52 *	-0,84 ***
SK	0,70 ***	-0,82 ***
EA	0,73 ***	-0,91 ***

Pozn.: Statistická významnost: ***významnost na 1 %, **významnost na 5 %, * významnost na 10 %.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

2.3 PRUŽNOST TRHU ZBOŽÍ A SLUŽEB

2.3.1 Administrativní překážky v podnikání

Vysoké **náklady a překážky při zakládání podniků** a **složitost administrativních předpisů** v oblasti podnikání snižují konkurenční tlaky, produktivitu, a tím i pružnost na trzích zboží a služeb. To má v delším období také negativní vliv na tvorbu pracovních míst a zaměstnanost.¹⁴⁰ Nižší pružnost na trhu zboží a služeb omezuje přizpůsobovací mechanismy v případě asymetrického šoku.

Podle hodnocení Světové banky v rámci pravidelného zjišťování podmínek pro podnikání se Česká republika podle dat za rok 2015 celkově umístila na 36. místě ze 189 hodnocených zemí. Oproti roku 2014 tak došlo ke zhoršení jejího postavení o tři místa. Údaje Světové banky naznačují, že v České republice došlo v letošním roce pouze k nepatrnému zlepšení v oblasti

¹³⁹ Uvedené závěry jsou kvalitativně robustní vůči použité metodě odhadu cyklických složek (Hodrick-Prescottův filtr místo Christiano-Fitzgeraldova filtru) a zůstávají v platnosti i v případě, pokud bychom místo korelací použili citlivost (elasticitu).

¹⁴⁰ Nicoletti a Scarpetta (2004).

placení daní, což je však její dlouhodobá slabina.¹⁴¹ Nezměnilo se hodnocení přeshraničního obchodu a vymáhání smluv, oproti tomu u většiny ostatních hodnocených témat se pořadí České republiky o několik míst zhoršilo. Z hlediska podmínek pro zakládání podniků (Tabulka 33) se pořadí České republiky oproti předchozímu roku mírně zhoršilo, přičemž mezi srovnávanými zeměmi je po Německu a Rakousku nejslabší. V případě zakládání podniků je ve srovnání s většinou ostatních uvedených zemí potřebný výrazně větší počet procedur spojený s vyšší časovou náročností (živnostenský úřad, obchodní rejstřík), nadprůměrné jsou též náklady se zakládáním podniků spojené. Parametr hodnotící uzavírání podniků se rovněž lehce zhoršil, v tomto případě se ovšem Česká republika nachází na celkově výrazně lepší pozici. Podmínky pro uzavírání podniků jsou v České republice méně příznivé především ve srovnání s Německem a Portugalskem, na druhou stranu jsou výrazně lepší proti srovnávaným novým členským zemím Evropské unie s výjimkou Slovinska.

Tabulka 33: Podmínky pro zakládání a uzavírání podniků

	Zakládání podniků					Uzavírání podniků				
	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
CZ	138	140	110	90	93	33	35	20	20	22
AT	134	133	113	101	106	21	12	16	16	18
DE	98	104	103	110	107	36	19	3	3	3
PT	26	25	10	10	13	22	22	11	9	8
HU	39	54	24	56	55	66	69	64	64	65
PL	126	124	80	80	85	87	37	30	31	32
SI	28	33	14	14	18	39	41	39	41	12
SK	76	80	83	71	68	35	38	28	30	33

Pozn.: Pořadí zemí v podmínkách pro zakládání a uzavírání podniků. 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 za roky 2011 a 2012 je uvedeno v metodologii Doing Business platné do roku 2013, pořadí za rok 2013 v metodologii z roku 2014. Údaje za rok 2014 byly přepočítány, aby reflektovaly metodologické změny a revize údajů a jsou konzistentní s rokem 2015. Více informací je k dispozici na <http://www.doingbusiness.org/methodology/methodology-note>.

Zdroj: World Bank (2015)

Další pohled na **bariéry růstu a konkurenceschopnosti** představuje Global Competitiveness Report, vydávaný světovým ekonomickým fórem (WEF). Ten hodnotí na rozsáhlém vzorku zemí konkurenceschopnost prostřednictvím **Global Competitiveness Indexu** (GCI) s rozdělením na 12 hlavních pilířů ve třech hlavních skupinách (faktory, inovace, efektivnost) ovlivňujících konkurenceschopnost, a tím i úroveň produktivity a ekonomické úrovně v dané zemi. Česká republika se v období 2015–2016 nachází na 31. místě ze 140 zemí.¹⁴² Podobně jako na celém souboru dat GCI, i na níže uvedeném vybraném vzorku srovnávaných zemí existuje zřetelná korelace mezi ekonomickou úrovní dané země měřenou HDP a hodnotou indexu na jeho stupnici v intervalu od 1 do 7, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost.¹⁴³

U celkového indexu, jeho skupin a pilířů je na uvedeném vzorku zemí za období 2015–2016 (Graf 50) zřetelné relativně dobré postavení České republiky u skupiny faktorů růstu, a to zejména u pilířů zdravotnictví, celkového makroekonomického prostředí a vzdělávacího systému. Oproti srovnávaným zemím, které nejsou členy eurozóny, je lépe hodnocena i infrastruktura. Naopak největší slabinou je stav institucí, který se však pohybuje poblíž

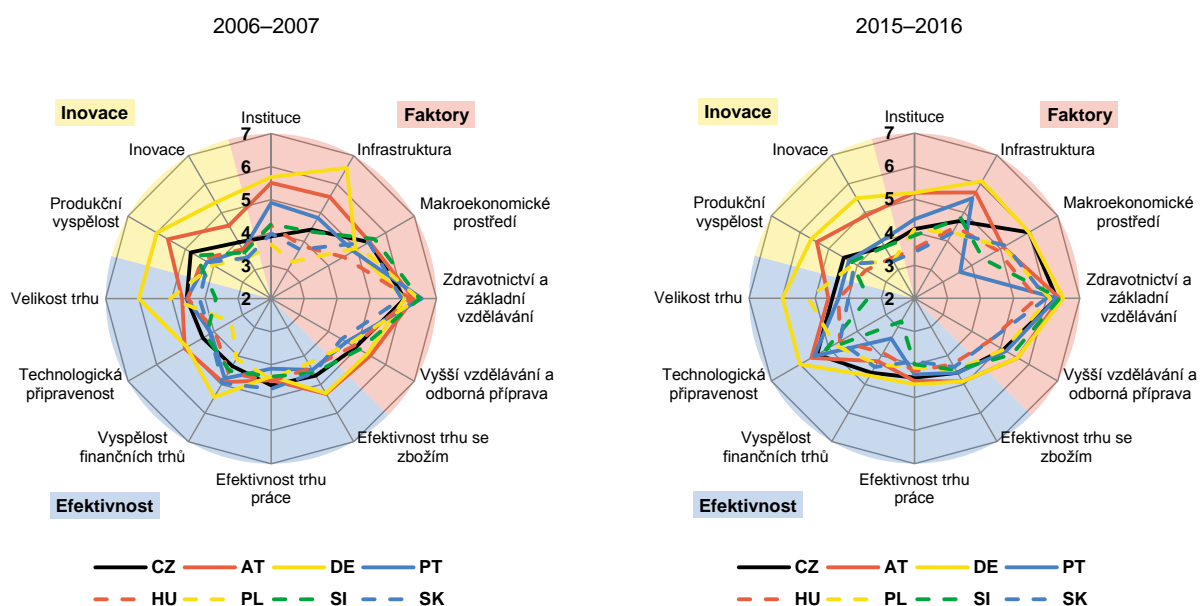
¹⁴¹ V hodnocení placení daní ČR skončila na 122. místě, což je z hlediska hodnocených témat druhé nejproblematictější po vydávání stavebních povolení (127. místo).

¹⁴² V období 2006–2007 byla ČR na 31. místě ze 122 zemí.

¹⁴³ Metodologie je popsána na <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/methodology/>.

průměru srovnávaných zemí; celosvětově se přitom v tomto parametru Česká republika umístila až na 57. místě. To však představuje oproti minulým rokům znatelné zlepšení. V rámci tohoto subindexu má Česká republika nízké hodnocení zejména v případě vládních regulací, důvěry veřejnosti v politiky, zvýhodňování v rozhodnutích vládních úředníků a přesměrování veřejných fondů. U pilířů ovlivňujících efektivnost ekonomiky má Česká republika relativně dobré postavení v technologické připravenosti, vyspělosti finančních trhů a v efektivnosti trhu práce. Naopak na poli inovací zřetelně zaostává za Rakouskem a zejména za Německem.¹⁴⁴ Oproti období 2006–2007 se hodnocení České republiky zlepšilo, a to zejména u technologické připravenosti a infrastruktury, naopak se zhoršilo hodnocení inovací a efektivnosti trhu práce. Obdobné posuny však zaznamenaly i ostatní země a relativní postavení České republiky se tak nezměnilo.

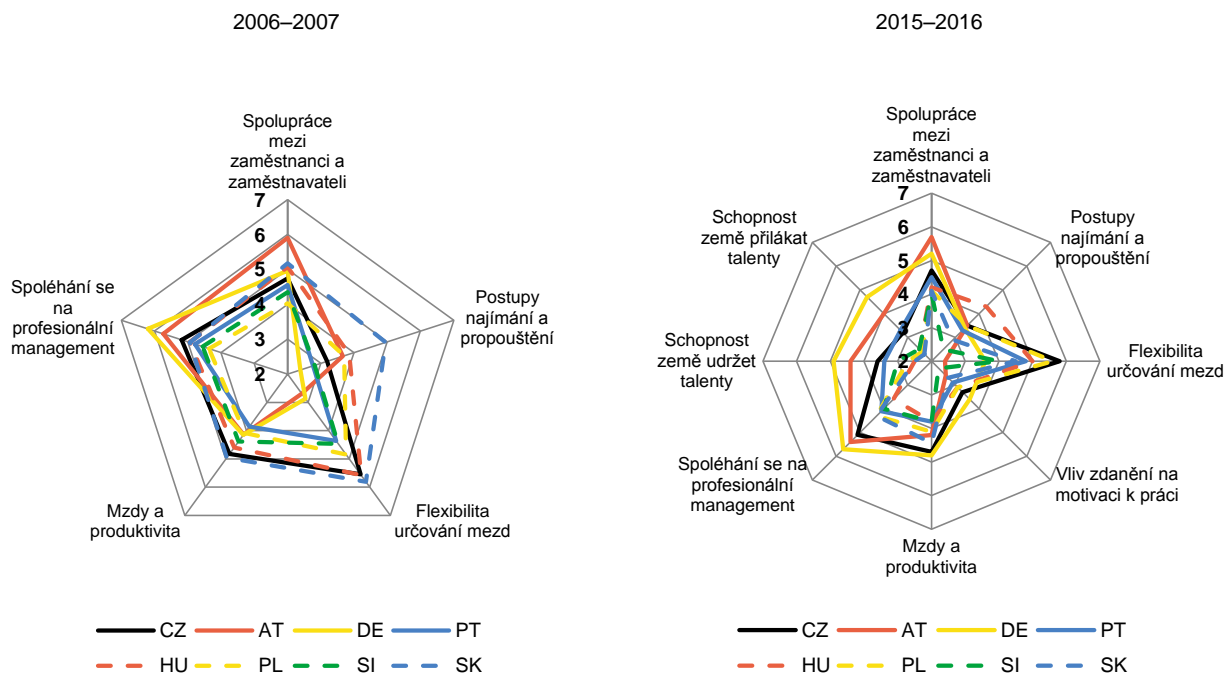
Graf 50: Global Competitiveness Index – hodnocení podle pilířů a jejich skupin



Zdroj: World Economic Forum (2015)

¹⁴⁴ Postavení těchto dvou zemí je však v případě inovací na špičce světového žebříčku, zatímco postavení ČR v případě inovací odpovídá jeho pozici na konci čtvrté desítky zemí měřeno celkovým indexem. Podobné postavení měřeno dle inovací i celkového hodnocení pak platí i pro zbývající sledované země.

Graf 51: Global Competitiveness Index – hodnocení trhu práce



Zdroj: World Economic Forum (2015)

Mezinárodní konkurenceschopnost na trhu práce lze měřit v rámci GCI pohledem na **strukturu pilíře trhu práce** (Graf 51). Mezi srovnávanými zeměmi patří Česká republika k dlouhodobě nejflexibilnějším v oblasti dohadování mzdových kontraktů, vztahu mezd a produktivity a ve velké míře i ve vztazích mezi zaměstnanci a zaměstnavateli, přičemž všechny uvedené skupiny jsou klíčové z hlediska inflačních tlaků a provádění měnové politiky. U těchto skupin ukazatelů Česká republika v průměru vykazuje vyšší konkurenceschopnost proti Německu coby největší a pro nás nejdůležitější ekonomice eurozóny. Naopak její slabinou je nízké hodnocení v oblasti přilákání a udržení talentů, což však platí i pro ostatní srovnávané země s výjimkou Německa a Rakouska. Brzdou konkurenceschopnosti jsou i relativně vysoké náklady na odstoupné zaměstnancům a míra zaměstnanosti žen, která je zde druhá nejnižší.¹⁴⁵

2.3.2 Daňové zatížení podniků

Daňové zatížení podniků má významný vliv na pružnost trhu zboží a služeb, neboť s ohledem na vysokou mezinárodní mobilitu kapitálu může být míra zdanění jedním z rozhodujících faktorů pro směřování investic. Míra zdanění podniků je hodnocena pomocí výše statutární daňové sazby z příjmu korporací a implicitní míry zdanění podniků.

V České republice je od roku 2010 uplatňována **daň z příjmu korporací** ve výši 19 %, což je společně se Slovinskem, Polskem a od roku 2015 také Maďarskem jedna z nejnižších hodnot ve srovnávaných zemích (Tabulka 34). V posledních šesti letech daňová zátěž podniků ve většině srovnávaných zemí stagnuje. Nejvyššího statutárního zdanění firem ze srovnávaných zemí dosahuje Německo a Portugalsko. V roce 2013 došlo ke skokovému zvýšení daní na Slovensku.

¹⁴⁵ V Grafu 51 nejsou tyto dva ukazatele z důvodu odlišných jednotek než stupnice 1–7 uvedeny (náklady na odstoupné zaměstnancům se měří v týdnech z platu, míra zaměstnanosti žen se měří v poměru vůči mužům).

Tabulka 34: Nejvyšší statutární daňová sazba z příjmu korporací
(v %)

	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Změna (p.b.)
CZ	26,0	20,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	-7,0
AT	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	0,0
DE	38,7	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	-8,5
PT	27,5	26,5	29,0	29,0	31,5	31,5	31,5	29,5	2,0
HU	17,5	21,3	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	19,0	1,5
PL	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	0,0
SI	25,0	21,0	20,0	20,0	18,0	17,0	17,0	17,0	-8,0
SK	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	23,0	22,0	22,0	3,0

Pozn.: Změna v p.b. za období 2005–2015.

Zdroj: Eurostat

Výše daňových sazeb je jednoduchým indikátorem míry zdanění, daňovou zátěž však určuje i rozsah daňového základu, jehož výše je ovlivněna odpisy a uplatňovanými výjimkami ze zdanění. Doplnkovým ukazatelem míry zdanění jsou tedy **implicitní daňové sazby**, které jsou definovány jako poměr agregátních výnosů z daní z příjmu podniků a jejich potenciálně zdanitelného daňového základu (Tabulka 35). Po období snižování implicitní míry zdanění v České republice v letech 2004–2010 a stagnaci v roce 2011 se tato sazba v roce 2012 opět zvýšila o 1,2 p.b. Ze sledovaných zemí je v České republice implicitní zdanění druhé nejvyšší. Výše implicitního zdanění je vedle daňové sazby ovlivněna také výší vyměřovacího základu a systémem daňových úlev. Nízká daňová sazba tedy neznamená nízkou daňovou zátěž. Relativně vyšší zdanění i administrativní náklady tak mohou být překážkou pružné reakci trhu zboží a služeb a případné absorpci asymetrických šoků v případě přijetí eura i v případě, kdy samotné sazby daní jsou relativně nízké.

Tabulka 35: Implicitní míra zdanění příjmu korporací
(v %)

	2004	2008	2009	2010	2011	2012	Změna (p.b.)
CZ	27,5	22,0	20,5	19,8	20,2	21,4	-6,1
AT	26,1	25,2	24,1	21,9	22,6	23,9	-2,2
PT	20,1	36,0	21,8	18,2	22,6	20,9	0,8
HU	17,6	19,0	21,0	9,8	8,2	10,6	-7,0
PL	18,7	20,3	15,0	12,5	12,4	13,0	-5,7
SI	23,1	27,0	22,3	22,9	19,6	15,2	-7,9
SK	22,6	21,8	21,8	18,5	17,7	18,2	-4,4

Pozn.: Implicitní míra zdanění vyjadřuje podíl agregátních příjmů z korporátních daní a potenciálního daňového základu v %. Změna v p.b. za období 2004–2012. Pro Německo nejsou údaje o implicitním zdanění příjmů podniků k dispozici.

Zdroj: Eurostat

2.4 BANKOVNÍ SEKTOR A JEHO SCHOPNOST ABSORBOVAT ŠOKY

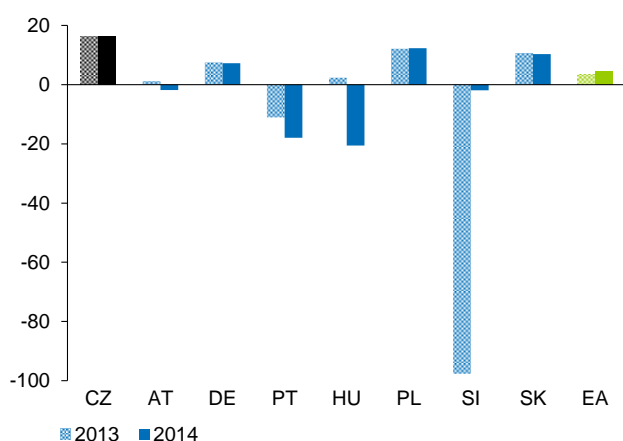
Stav finančního sektoru hraje důležitou roli ve schopnosti ekonomiky tlumit ekonomické šoky. To se týká především jeho klíčové součásti, kterou je v České republice bankovní sektor. Ten tvoří téměř 78 % celkových aktiv českých finančních institucí (mimo ČNB) a hodnocení jeho stavu zůstává nadále příznivé. Vysoké hodnoty vykazuje v oblastech ziskovosti, dále posílil svoji kapitálovou vybavenost i likviditu, a tedy i celkovou odolnost vůči možným nepříznivým

šokům. V případě přijetí společné měny by tak bankovní sektor mohl plnit funkci přizpůsobovacího a stabilizačního mechanismu. Zkušenosti z vývoje v eurozóně však naznačují, že v některých zemích došlo po přijetí společné měny k oslabení odolnosti bankovního sektoru. Jistá rizika jsou spojena i s implementací projektu bankovní unie, do kterého by se Česká republika s přijetím eura automaticky zapojila. Důvodem zmíněných rizik je přesun některých pravomocí na unijní úroveň, zejména přímého dohledu u klíčových bank, bez přesunu odpovědnosti za celkovou kondici národního finančního sektoru. Jednotný mechanismus dohledu (SSM) byl zaveden v listopadu 2014. Vstupem do eurozóny by se Česká republika účastnila také jednotného mechanismu pro řešení problémů v bankovním sektoru a přispívala by do jednotného fondu pro řešení problémů v bankovním sektoru,¹⁴⁶ jejichž účinnost a dopady ověří až případná budoucí finanční krize.

Český bankovní sektor zůstává i v prostředí nízkých úrokových sazeb nadále ziskový. Jeho ziskovost měřená rentabilitou kapitálu a aktiv z pohledu mezinárodního srovnání¹⁴⁷ výrazně převyšuje průměr států eurozóny (Graf 52 a Graf 53). Zisk bankovního sektoru je tvořen převážně stabilními složkami, jako je úrokový zisk a zisk z poplatků a provizí. Dobrou ziskovost vykazují také bankovní sektory Polska a Slovenska. Naopak nejvyšší meziroční propad ziskovosti ze srovnávaných zemí vykázal bankovní sektor Maďarska a Portugalska.

Graf 52: Rentabilita kapitálu (RoE)

(v %)

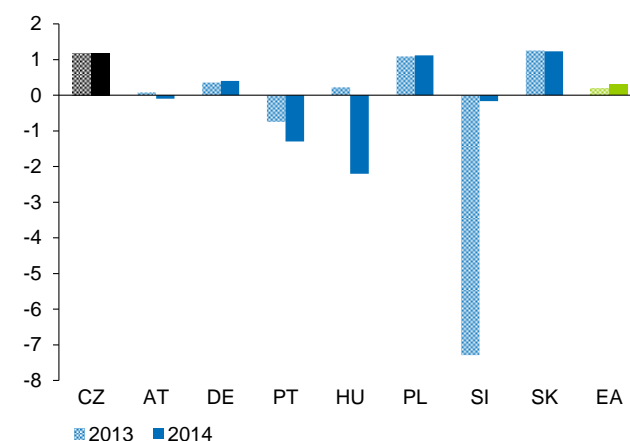


Pozn.: EA představuje vážený průměr členských zemí eurozóny, kde byl jako váha využit HDP.

Zdroj: MMF FSI

Graf 53: Rentabilita aktiv (RoA)

(v %)



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

Zdroj: MMF FSI

Úvěrové riziko českého bankovního sektoru vyjádřené podílem úvěrů v selhání na celkových úvěrech se již několik let pohybuje kolem 6 % (Tabulka 36) a je pod průměrem eurozóny. Probíhající hospodářský růst by se v České republice měl pozitivně projevit ve finanční kondici jednotlivých ekonomických subjektů, a tedy i ve zlepšení ukazatelů úvěrového rizika. Příznivou změnu trendu již lze vyzkoušet v případě vývoje podílu úvěrů v selhání rezidentům. Vývoj v oblasti úvěrové kvality napříč sledovanými zeměmi se různí. Zatímco u většiny zemí již dochází k poklesu podílu úvěrů v selhání, v Portugalsku se tento podíl nadále zvyšuje.

¹⁴⁶ Před vstupem do eurozóny, případně před dobrovolným vstupem do SSM, by české banky přispívaly do národního fondu pro řešení problémů v bankovním sektoru, přičemž problémy bankovního sektoru by se řešily na základě mechanismu vycházejícího z národní legislativy.

¹⁴⁷ 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 v selhání), navíc dochází v některých případech ke zpětné revizi dat.

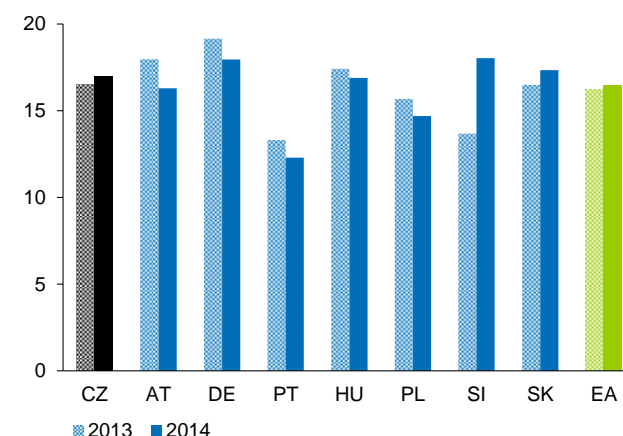
Meziroční nárůst podílu úvěrů v selhání vykázalo také Rakousko, úroveň tohoto ukazatele je však v jeho případě relativně nízká.

Základem odolnosti domácího bankovního sektoru vůči případným nepříznivým šokům je jeho vysoká kapitálová vybavenost (Graf 54) tvořená především nerozdělenými zisky. Nejvýznamnější meziroční nárůst celkového kapitálového poměru vykázalo v roce 2014 Slovinsko, a to o 4,4 p.b. na 18,0 %. Kapitálový poměr českého bankovního sektoru vzrostl o 0,5 p.b. na 17,0 %, zatímco kapitálový poměr v eurozóně meziročně vzrostl o 0,3 p.b. na 16,5 %. Český bankovní sektor vykazuje i vyšší kvalitu kapitálové vybavenosti v porovnání s bankovním sektorem eurozóny, neboť české banky drží větší podíl kapitálu ve formě kmenového kapitálu Tier 1. Díky dostatečnému kapitálovému vybavení a provozní ziskovosti by české banky měly být schopny ustát i případné vysoké úvěrové ztráty, což dokládají i poslední makrozátěžové testy bankovního sektoru publikované ve [Zprávě o finanční stabilitě 2014/2015](#).

Tabulka 36: Úvěry v selhání
(v % z celkových bankovních úvěrů)

	2012	2013	2014
CZ	6,0	5,9	6,0
AT	2,8	2,9	3,5
DE	2,9	2,7	2,3
PT	9,8	10,6	11,9
HU	16,0	16,8	15,6
PL	5,2	5,0	4,8
SI	15,2	13,3	11,7
SK	5,2	5,1	5,3
EA	6,4	7,3	7,1

Graf 54: Celkový kapitálový poměr
(v %)



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

Zdroj: MMF FSI, ČNB

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

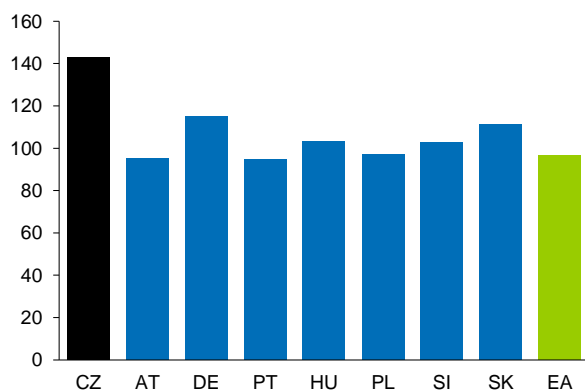
Zdroj: MMF FSI

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 143 %, což i přes meziroční pokles o 3 p.b. představuje nejvyšší hodnotu ze všech sledovaných zemí (Graf 55). Vklady rezidentů v domácí měně tvoří téměř 86 % celkových vkladů a zhruba 80 % z celkového objemu úvěrů vůči rezidentům je v domácí měně.

Bankovní sektor není závislý na zdrojích ze zahraničí a jeho čistá externí pozice zůstala i přes meziroční pokles kladná, přičemž na konci roku 2014 dosáhla 2,8 % HDP (Graf 56). Ze srovnávaných zemí mají nejvyšší kladnou čistou externí pozici bankovní sektory Rakouska a Německa. Expozice českých bank vůči silně zadluženým zemím eurozóny (nejen vůči vládám, ale i soukromým sektorům) se pohybuje na nízkých úrovních.

Graf 55: Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům ve vybraných zemích EU

(v %)

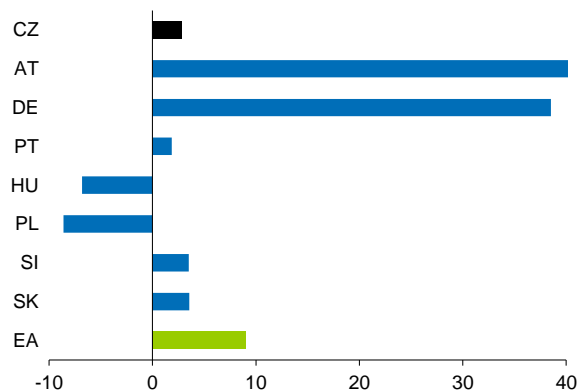


Pozn.: Data ke konci roku 2014; vklady/úvěry rezidentům. EA je hodnota za celou eurozónu.

Zdroj: ECB

Graf 56: Čistá externí pozice bankovních sektorů

(čistá zahraniční aktiva v % HDP, 2014)



Zdroj: MMF IFS, centrální banky

Lze shrnout, že odolnost bankovního sektoru České republiky vůči případným nepříznivým šokům je v mezinárodním srovnání vysoká a v posledním roce navíc dále vzrostla. Přebytek vkladů nad úvěry a v mezinárodním srovnání nízká zadluženost soukromého sektoru zachovávají prostor pro další růst bankovních úvěrů, a to při udržení dostatečné úrovně likvidních aktiv. Vazba domácích bank na bankovní sektor eurozóny je dána převážně zahraniční vlastnickou strukturou domácího bankovního sektoru.¹⁴⁸ Mezi rizika pro český bankovní sektor patří prostředí nízkých úrokových sazeb, uvolňování úvěrových standardů a zvýšená koncentrace svrchovaných expozic. Pro evropský bankovní sektor přetrvávají rizika spojená s oslabenou poptávkou, a podobně jako v České republice s prostředím velmi nízkých úrokových sazeb.

¹⁴⁸ Na konci roku 2014 bylo pod přímou či nepřímou kontrolou zahraničních vlastníků 91,8 % aktiv bankovního sektoru České republiky.

3 SHRNU TÍ VÝSLEDKŮ ANALÝZ

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	

Ekonomická sladěnost států eurozóny

Konvergence reálných a nominálních veličin v eurozóně									
HDP na obyvatele	D 1.1	div.	kon.	stabilita		mírná div.		Po konvergenci úrovní HDP na obyvatele v období krize došlo v roce 2010 k stabilizaci rozdílů, od roku 2013 se rozdíly opět zvyšují.	
Růst HDP	D 1.1	stab.	divergence		stabilita		konverg.		Po divergenci v 2009–2010 se míry růstu HDP stabilizovaly, od 2013 se opět sblíží.
Nezaměstnanost	D 1.1	kon.	divergence			stab.		V roce 2013 dosáhl divergentní vývoj míry nezaměstnanosti vrcholu. Výrazná odlišnost však nadále přetrvává: v Německu dosahuje míra nezaměstnanosti nižší úroveň než před krizí, naproti tomu v Řecku a Španělsku převyšuje 20 %.	
Míra inflace	D 1.1	kon.	div.	konvergence					Během krize dočasně zvýšený nesoulad v mírách inflace se od roku 2011 opět snižuje. V současnosti se přitom inflace ve všech zemích eurozóny nachází výrazně pod definicí cenové stability ECB. Některé země na začátku letošního roku zaznamenaly deflaci. Nízké či dokonce záporné hodnoty inflace představují riziko pro další reálnou konvergenci zemí eurozóny a udržitelnost jejich dluhové zátěže.
Dlouhodobé sazby	D 1.1	konverg.		výrazná divergence		kon.	div.	Výrazná divergence dlouhodobých úrokových sazeb započala na konci roku 2009; rozdíly viditelně poklesly až v období od konce roku 2012 do poloviny roku 2014, poté došlo k opětovnému dílčímu zvýšení rozdílů.	
Fiskální pozice zemí eurozóny									
Počet zemí nedodržujících kritérium SGP pro deficit	D 1.2	5	15	16	13	12	7	9	Výrazný nárůst v souvislosti s krizí postupně odeznívá. Stále je však počet zemí nad 3% hranicí vysoký.

Cyklická a strukturální sladěnost

Přímé ukazatele sladěnosti

Reálná ekonomická konvergence									
HDP na hlavu, PPP, EA=100	1.1.1	73,8	77,2	75,2	76,6	76,5	77,2	78,8	Proces konvergence ČR se od roku 2013 obnovuje. Ukazatel překonal předkrizovou hodnotu, nad úrovní PT, HU, SI, SK a PL.
Cenová hladina HDP, EA=100	1.1.1	56,2	66,2	69,8	69,9	68,5	66,1	62,8	Ukazatel ČR mírně překonal předkrizovou hodnotu, významně však zaostává za AT, DE, ale i PT, SI a mírně také za SK.

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Reálný kurz vůči euru, 2004=100	1.1.1	106	124	130	133	131	127	120	Dosavadní reálné tempo posilování v průměru 1,8 % ročně, od začátku krize však reálný kurz v průměru oslabil. Do budoucna lze očekávat další reálné zhodnocování koruny vůči euru, i když znatelně pomalejším tempem než před krizí.
3M reálné úrokové sazby	1.1.1	0,4	1,6	0,1	-0,9	-2,4	-0,9	-0,1	Relativně nízké reálné sazby znamenají menší nutnost případného přizpůsobení po přijetí eura. V průběhu příštích pěti let by 3M reálné úrokové sazby dosáhly (-2,0; 0,5).

Korelační koeficienty reálné ekonomické aktivity

HDP 2005Q1–2015Q1	t	1.1.2	0,85**					ČR patří k zemím s nejvyššími hodnotami korelace HDP, a to i po očištění o vliv krize.
	t-1	1.1.2	0,69**					
	t-2	1.1.2	0,43**					
HDP očištěné o krizi	t	1.1.2	0,69**					
	t-1	1.1.2	0,64**					
	t-2	1.1.2	0,51**					
IPP 2005Q1–2015Q1	t	1.1.2	0,35**					ČR patří spolu s AT, SI a SK k zemím s nejnižšími hodnotami korelace, a to zejména po očištění o vliv krize. Důvodem je výrazně vyšší růst průmyslové produkce v České republice než v eurozóně po roce 2013.
	t-1	1.1.2	0,12					
	t-2	1.1.2	0,27**					
	t-3	1.1.2	0,17*					
IPP očištěné o krizi	t	1.1.2	0,19**					
	t-1	1.1.2	-0,05					
	t-2	1.1.2	0,20**					
	t-3	1.1.2	0,10					
Vývoz ČR do EA vs. HDP EA 2005Q1–2015Q1	t	1.1.2	0,72**					Mezi HDP eurozóny a českým vývozem do členských zemí eurozóny je vysoká kladná korelace; vysokých hodnot dosahuje i po očištění o vliv krize.
	t-1	1.1.2	0,45**					
	t-2	1.1.2	0,19					
Vývoz ČR do EA vs. HDP EA očištěné o krizi	t	1.1.2	0,60**					
	t-1	1.1.2	0,31*					
	t-2	1.1.2	0,17					

Korelace cyklické složky nezaměstnanosti

Mezera nezaměstnanosti	1.1.3	0,7	0,4	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	Mezera nezaměstnanosti v ČR se od roku 2006 otevřela do záporných hodnot díky růstu ekonomiky, s příchodem krize se však uzavřela a přešla zpět do kladných hodnot. V posledním období se začíná opět uzavírat.
Korelace mezery nezaměstnanosti v ČR a v EA (1998–2014)	1.1.3	0,70**							Korelace mezi mezerou nezaměstnanosti v ČR a v eurozóně je relativně vysoká.
Konkordance mezery nezaměstnanosti v ČR a v EA (1998–2014)	1.1.3	0,82							Hodnoty konkordance patří u ČR mezi srovnávanými zeměmi k nejvyšším.

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář	
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
Strukturální podobnost ekonomik CZ a EA										
Landesmannův index	1.1.4	0,07	0,10	0,10	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	ČR má po PL druhou nejvyšší strukturální odlišnost ze srovnávaných zemí, což je dáno větším podílem průmyslu a menším zastoupením služeb v tuzemské ekonomice.
Konvergence úrokových sazeb										
Rozdíly tříměsíčních a desetiletých sazeb vůči eurozóně	1.1.5	Dlouhodobě vysoká sladěnost							Dlouhodobě nízké úrokové diferenciály mírně vzrostly v roce 2012, poté opět poklesly. Ve srovnání s HU a PL jsou na nižší úrovni.	
Sladěnost vývoje měnových kurzů k euru										
Bivariate GARCH	1.1.6	vyso- ká kor.	mírný pokles kor.	vysoká korelace, krátkodobý pokles v období po 11/2013					Korelace kurzů koruny a eura vůči dolaru je nejvyšší ze srovnávaných zemí; k dočasnému poklesu sladěnosti došlo pouze v souvislosti s finanční krizí a poté s oslabením koruny na konci roku 2013. Od té doby je korelace kurzů existencí kurzového závazku České národní banky naopak podporována.	
Volatilita měnového kurzu (kurz k euru, anualizováno, v %)										
Historická volatilita (denní výnosy během šesti měsíců; koridory hodnot za celý rok)	1.1.7	4–6	13–16	6–7	4	7–8	4–7	1–7	Oslabení koruny na konci roku 2013 v souvislosti s přijetím kurzového závazku České národní banky způsobilo jednorázový nárůst historické volatility, poté byl ale kurz koruny vůči euru naopak mimořádně stabilní.	
Implikovaná volatilita (opce; koridory hodnot za celý rok)	1.1.7	5–7	9–19	6–10	6–7	8–10	4–7	3–5		
Propojení ekonomiky s eurozónou										
Vývoz, %	1.1.8	69,0	67,6	66,7	66,1	64,0	63,4	63,6	Relativně vysoká obchodní provázanost. Mírně klesající tendence ve vývozech odráží hledání odbytu na rozvíjejících se trzích.	
Dovoz, %	1.1.8	68,4	63,8	60,7	60,2	60,3	60,8	60,8		
Příliv přímých investic, % HDP (stav)	1.1.8	-	57,4	60,5	56,7	64,0	62,8	-	Dlouhodobě vysoká vlastnická provázanost, především na straně přílivu přímých zahraničních investic.	
Odliv přímých investic, % HDP (stav)	1.1.8	-	11,4	13,6	13,4	15,7	19,0	-		
Vnitroodvětvový obchod, Grubelův-Lloydův index	1.1.8	0,53	0,58	0,58	0,57	0,57	0,57	0,57	Vysoký podíl vnitroodvětvového obchodu (vyšší má jen DE, stejný AT).	
Podobnost transmise měnové politiky										
Finanční sektor										
Aktiva finančního systému (v % HDP)	1.2.1	-	148	151	157	166	174	174	Podíl aktiv finančního systému na HDP i zadlužení soukromého sektoru na HDP jsou výrazně nižší než v AT, DE a PT a mírně vyšší než v PL a SK.	
Zadlužení soukromého sektoru (v % HDP)	1.2.1	-	54	55	58	59	59	60		

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář	
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
Struktura finančních aktiv a pasiv, přenos měnověpolitických sazeb na klientské sazby										
Struktura finančních aktiv a pasiv podniků a domácností	1.2.2	-	-	-	-	-	-	-	odlišnosti	Odlišnosti v sektoru nefinančních podniků v ČR je vysoký podíl obchodních úvěrů a nižší podíl celkového úvěrového zadlužení než v eurozóně. Sektor domácností v ČR drží více likvidních než investičních aktiv oproti eurozóně.
Vliv měnové politiky na klientské úrokové sazby	1.2.3	podobnost								Vliv sazeb peněžního a finančního trhu na klientské sazby je v ČR podobný jako v eurozóně.

Inflační perzistence										
Metoda 1 (neparametrická)	1.2.4	0,79 (2009)	0,81 (2010)	0,81 (2011)	0,81 (2012)	0,86 (2013)	0,86 (2014)	0,88 (2015)		Inflační perzistence v ČR je ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi průměrná. (Hodnota indikátoru odhadována na časových řadách končících příslušným rokem.)
Metoda 2 (suma AR koef., konst. střednědobá hodnota)	1.2.4	0,82 (2009)	0,91 (2010)	0,81 (2011)	0,84 (2012)	0,85 (2013)	0,81 (2014)	0,90 (2015)		
Metoda 3 (suma AR koef., středněd. hodnota se mění)	1.2.4	0,32 (2009)	0,38 (2010)	0,38 (2011)	0,43 (2012)	0,42 (2013)	0,50 (2014)	0,50 (2015)		
Integrace finančních trhů										
Peněžní trh	1.2.5	-	-0,38	-0,37	-0,38	-0,39	-0,39	-0,39		V posledních letech došlo na většině sledovaných trhů ke stabilizaci úrovně sladění, tato situace je ale ovlivněna aktivním prováděním nekonvenční měnové politiky ze strany centrálních bank.
Devizový trh	1.2.5	-	-0,90	-0,88	-0,89	-0,88	-0,86	-0,87		
Dluhopisový trh	1.2.5	-	-0,69	-0,73	-0,73	-0,74	-0,74	-0,74		
Akciový trh	1.2.5	-	-0,77	-0,79	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80		

Spontánní euroizace										
Míra euroizace	1.2.6	nízká								Používání eura českými podniky odpovídá otevřenosti ekonomiky. České domácnosti využívají euro v minimální míře.

Přizpůsobovací mechanismy

Fiskální politika

Saldo a dluh sektoru vládních institucí										
Celkové saldo vládního sektoru (% HDP, ESA 2010) (skutečnost do r. 2014, prognóza ČNB od r. 2015)	2.1.2	-3,1	-2,7 (2011)	-4,0 (2012)	-1,3 (2013)	-1,9 (2014)	-1,3 (2015)	-0,6 (2016)		V období 2010–2013 došlo k výrazné (leč procyklické) konsolidaci, deficit v posledních letech s rezervou plní maastrichtské konvergenční kritérium.
Strukturální saldo vládního sektoru (% HDP, ESA 2010, metodika EK) (skutečnost do r. 2014, prognóza ČNB od r. 2015)	2.1.2	-2,3	-2,9 (2011)	-2,0 (2012)	-0,1 (2013)	-0,4 (2014)	-1,0 (2015)	-0,7 (2016)		Ekonomicky restriktivní fiskální konsolidace let 2010–2013 snížila strukturální deficit, uvolnění fiskální politiky v letech 2014–2015 přispělo k jeho mírnému zvýšení. Ve výhledu se bude deficit dle predikce ČNB snižovat jen zvolna.

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Vládní dluh (% HDP, ESA 2010) (skutečnost do r. 2014, prognóza ČNB od r. 2015)	2.1.2	28,0	39,9 (2011)	44,7 (2012)	45,2 (2013)	42,7 (2014)	40,9 (2015)	39,5 (2016)	Vládní dluh se pohybuje výrazně pod referenční hodnotou 60 % HDP, od roku 2014 zaznamenává dokonce obrát k mírnému poklesu. Rizikem zůstává jeho dlouhodobá udržitelnost

Pružnost trhu práce

Nezaměstnanost a vnitřní pružnost trhu práce

Míra dlouhodobé nezaměstnanosti, %	2.2.1	4,2	2,0	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7	Dlouhodobá nezaměstnanost v ČR patří tradičně k nejnižším ze sledovaných zemí, nižších hodnot dosahuje jen AT a DE.
Regionální variační koeficient míry nezaměstnanosti (na úrovni krajů, NUTS III)	2.2.1	47	35	32	28	34	32	30	Regionální rozdíly v míře nezaměstnanosti od roku 2013 postupně klesají po svém nárůstu v roce 2012.
Vnitřní stěhování (na 1000 obyvatel)	2.2.1	21	22	23	22	22	22	23	Vnitrostátní stěhování nižší než v AT, DE, SI.

Strukturální nezaměstnanost

Míra strukturální nezaměstnanosti NAIRU, %	2.2.2	7,2	6,4	6,0	5,6	6,1	6,1	5,3	Míra strukturální nezaměstnanosti patří společně s AT a DE mezi srovnávanými zeměmi k nejnižším.
--	-------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--

Mezinárodní migrace

Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci (v %)	2.2.3	1,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	Podíl cizích státních příslušníků v populaci v posledních letech stagnuje na relativně nízkých hodnotách.
---	-------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	---

Institucionální prostředí

Minimální mzda jako % podíl průměrné mzdy	2.2.4	39,1	34,3	33,3	32,4	31,6	32,6	33,0	Ukazatel se od roku 2005 snižoval, v roce 2013 a 2014 se nepatrně zvýšil; mezi srovnávanými zeměmi je nejnižší. Záměrem vlády je však jeho další růst ke 40 %.
Celkové zdanění práce (osoby na úrovni průměrné mzdy, %)	2.2.4	43,8	-	-	42,5	42,4	42,4	42,6	Celkové zdanění v ČR v roce 2014 lehce vzrostlo, na úrovni průměrné mzdy je vyšší než v PT, PL a SK a naopak nižší než v DE, AT a HU.
Celkové zdanění práce (osoby na úrovni 2/3 průměrné mzdy, %)	2.2.4	42,1	-	-	39,5	39,3	39,3	39,7	
Podíl čistého příjmu domácnosti bez a se zaměstnáním, %	2.2.4	56	-	-	77	77	77	-	Finanční motivace k práci při krátkodobé i dlouhodobé nezaměstnanosti patří v ČR ve srovnání se sledovanými zeměmi k relativně nižším, u bezdětných je absolutně nejnižší.

Analýza Metoda / Kategorie	Kapitola	Hodnota indikátoru dostupná k 31. 7. 2015							Komentář
		2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Míra přizpůsobení růstu reálných mezd míře nezaměstnanosti									
Korelace cyklických složek výstupu a nezaměstnanosti	2.2.5	-	-	-	-	-0,94 ***	-0,94 ***	-0,76 ***	ČR patří k průměru z hlediska síly záporné korelace mezi výstupem a nezaměstnaností.
Korelace cyklických složek výstupu a mezd	2.2.5	-	-	-	-	-0,11	0,56*	0,63*	ČR patří k průměru z hlediska síly kladné korelace mezi výstupem a mzdami.

Pružnost trhu zboží a služeb

Administrativní podmínky podnikání									
Podmínky pro zahájení podnikání (pořadí, WB)	2.3.1	-	-	138 (2011)	140 (2012)	110 (2013)	90 (2014)	93 (2015)	Ze srovnávaných zemí v ČR podmínky po DE a AT třetí nejslabší.
Podmínky pro ukončení podnikání (pořadí, WB)	2.3.1	-	-	33 (2011)	35 (2012)	20 (2013)	20 (2014)	22 (2015)	Podmínky horší než v DE, PT, SI a AT, lepší než v ostatních nových členských zemích.

Míra zdanění

Implicitní míra zdanění podniků	2.3.2	-	20,5	19,8	20,2	21,4	-	-	Implicitní daňové sazby vyšší než v HU, PL, PT, SK a SI, nižší než v AT.
---------------------------------	-------	---	------	------	------	------	---	---	--

Pružnost bankovního sektoru a jeho schopnost absorbovat šoky

Makrobezpečnostní indikátory bankovního sektoru									
Rentabilita kapitálu Tier 1, na kons. bázi, %	2.4	-	26,4	19,7	18,3	20,4	16,2	16,5	Ziskovost bankovního sektoru měřená rentabilitou kapitálu a aktiv je ve srovnání se sledovanými zeměmi na vysoké úrovni.
Rentabilita aktiv, na kons. bázi, %	2.4	-	1,5	1,3	1,2	1,4	1,2	1,2	
Podíl úvěrů v selhání na úvěrech celkem, %	2.4	-	5,2	6,2	6,0	6,0	5,9	6,0	Podíl úvěrů v selhání je v posledních letech stabilně na nízkých úrovních.
Kapitálový poměr, na kons. bázi, %	2.4	-	14,0	15,3	15,0	15,6	16,5	17,0	Kapitálový poměr vykazuje vysoké hodnoty srovnatelné se sledovanými zeměmi.
Poměr vkladů k úvěrům, ve vztahu k rezidentům, %	2.4	-	134	134	134	141	147	143	Dostatečné zdroje financování z vkladů zajišťují relativní nezávislost českých bank jak na českém mezibankovním trhu, tak na zahraničních finančních trzích.
Čistá externí pozice bankovního sektoru, %	2.4	-	6,2	5,7	5,0	7,5	5,1	2,8	Čistá externí pozice bankovního sektoru je dlouhodobě kladná, i když se v posledních letech snižuje.

F METODICKÁ ČÁST

D Ekonomická sladěnost států eurozóny

K analýze ekonomické sladěnosti zemí eurozóny byly použity jednoduché popisné statistiky základních makroekonomických veličin – HDP na obyvatele, růstu reálného HDP, nezaměstnanosti, míry inflace a dlouhodobých úrokových sazeb. Jednotlivé popisné statistiky byly spočítány napříč zeměmi, tj. bez vážení velikostí ekonomiky nebo počtem obyvatel dané země. Kromě nevážených hodnot je v grafech znázorněna také hodnota sledované veličiny pro eurozónu jako celek.

V grafech je tedy směrodatná odchylka v čase t spočítána podle vzorce

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_{i,t} - \bar{x}_t)^2}{(n-1)}}, \text{ kde } x_{i,t} \text{ je hodnota dané makroekonomické veličiny země } i, \bar{x}_t = \frac{\sum_{i=1}^n x_{i,t}}{n} \text{ je}$$

aritmetický (nevážený) průměr veličiny mezi zeměmi v čase t a n je počet sledovaných zemí. Vedle směrodatné odchylky a průměru je sledován také medián, který udává hodnotu veličiny, která leží uprostřed množiny seřazené podle velikosti. To znamená, že polovina zemí má hodnotu veličiny vyšší, než je medián.

Relativní sladěnost veličin v eurozóně (Graf 8) je znázorněna vývojem jejich normalizovaných směrodatných odchylek. Záporná hodnota znamená, že sladěnost je relativně vyšší oproti dlouhodobému průměru.

BOX 1

Shluková analýza třídí prvky do skupin (shluků) na základě podobnosti nebo vzdálenosti, tj. maximalizuje stejnorodost v rámci skupiny a heterogenitu mezi skupinami. Zároveň umožňuje současnou analýzu více indikátorů, bez podstatných statistických předpokladů. Shluková analýza může být provedena pomocí různých algoritmů, z nichž nejpoužívanější v literatuře je aglomerativní hierarchického shlukování. Cílem je hledat nejbližšího souseda, kde v prvním kroku se mezi prvky C_i, C_m nadefinují vzdálenosti:

$$d(C_i, C_j) = d_{ij}$$

V druhém a dalším kroku se minimalizují vzdálenosti:

$$d(C_i \cup C_j, C_m) = \min(d(C_i, C_m), d(C_j, C_m))$$

U Wardovy metody se v postupných krocích slučují shluky, u nichž je přírůstek celkového vnitroskupinového součtu čtverců odchylek jednotlivých hodnot od shlukového průměru minimální. Výsledkem je pak dendrogram, kde je ilustrována příslušnost prvku do shluku v závislosti na čtvercové euklidovské vzdálenosti. Nejmenším shlukem s nulovou vzdáleností je tedy samotný prvek.

E Analýzy sladění České republiky s eurozónou

1 CYKlická A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST

1.1 PŘÍMÉ UKAZATELE SLADĚNOSTI

1.1.1 Reálná ekonomická konvergence

Srovnání HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS – Purchasing Power Standard) a průměrné cenové hladiny HDP je provedeno na základě dat Eurostatu. Reálný kurz je počítán vůči euru na bázi harmonizovaného indexu spotřebitelských cen. Průměrné roční tempo reálného zhodnocování je získáno jako geometrický průměr posílení v období let 2005–2014.

Výhled budoucího reálného zhodnocování kurzu na následujících pět let vychází ze dvou alternativních panelových odhadů, které dávají do souvislosti cenovou hladinu konečné spotřeby domácností a HDP na hlavu v paritě kupní síly pro 36 evropských zemí v letech 1995–2014 (podobně viz Čihák, Holub, 2003 a 2005).

Model I byl odhadnut dvoustupňovou panelovou metodou nejmenších čtverců bez fixních či náhodných efektů ve tvaru

$$P_{C,it} = 21,00 + 0,81 HDP_{PPS,it} + 0,89 AR(1)_{it}$$

kde $P_{C,it}$ je cenová hladina konečné spotřeby domácností země i v roce t , $HDP_{PPS,it}$ je hrubý domácí produkt na hlavu v paritě kupní síly země i v roce t (v obou případech EA19=100) a $AR(1)_{it}$ je autoregresní člen prvního stupně.

Model II byl odhadnut stejnou metodou, ovšem s použitím fixních efektů, které umožňují zohlednit rozdíly cenové hladiny dané dalšími specifickými, individuálně však modelem nepostihnutými, vlastnostmi jednotlivých zemí. Tento odhad má tvar:

$$P_{C,it} = 43,60 + FE_i + 0,53 HDP_{PPS,it} + 0,66 AR(1)_{it}$$

kde FE_i je fixní efekt země i a ostatní symboly jsou stejné jako v předchozí rovnici.

Simulace budoucího tempa rovnovážné reálné aprece berou jako výchozí bod odhad HDP a cenové hladiny pro rok 2015, založený na prognózách Evropské komise a Eurostatu pro růst reálného HDP, nominální měnové kurzy a inflaci jednotlivých zemí v tomto roce. Dále počítají s beta-konvergencí HDP k úrovni EA19 o rychlosti 2,5 % ročně. V případě Modelu II simulace zároveň zohledňují statisticky signifikantní pozitivní vztah mezi fixními efekty jednotlivých zemí a jejich HDP na hlavu v paritě kupní síly v roce 2014. U konvergujících ekonomik je tedy předpokládáno, že se i jejich další specifické, individuálně však nepostihnuté, charakteristiky budou spolu s konvergencí v úrovni HDP přibližovat k vyspělým zemím eurozóny.¹⁴⁹

Reálné úrokové sazby jsou odvozeny z tříměsíčních úrokových sazeb peněžního trhu. Průměrná roční úroveň úrokových sazeb je deflována roční mírou inflace v dané zemi na bázi harmonizovaného indexu spotřebitelských cen. Odhad reálných „rovnovážných“ sazeb do budoucna vychází z předpokladu úplné eliminace rizikové premie na peněžním trhu po přijetí eura a rovnovážné tříměsíční reálné sazby v eurozóně ve výši 1,5 %, od níž je odečteno rozpětí odhadů budoucího rovnovážného reálného zhodnocování měnového kurzu pro každou zemi (viz výše), resp. jemu odpovídající očekávaný inflační diferenciál vůči průměru eurozóny.

¹⁴⁹ Přičemž přiblížení HDP na hlavu v paritě kupní síly o 1 procentní bod bude zvyšovat odhadnutý fixní efekt země o 0,25 procentního bodu (tj. v případě méně rozvinutých zemí bude zmírňovat záporný fixní efekt). Celkový dopad konvergence v HDP na hlavu o 1 procentní bod pak činí 0,78 (0,53 + 0,25), tj. je podobný jako v Modelu I.

Údaje o mzdové úrovni pocházejí z databáze Evropské komise AMECO (ukazatel „Nominal compensation per employee: total economy“), a to v eurech i v PPS.

1.1.2 Korelace ekonomické aktivity

K hodnocení sladění ekonomické aktivity vybraných zemí s eurozónou je použita korelační analýza. Vzájemný vztah mezi jednotlivými zeměmi a eurozónou je posuzován pomocí párových korelačních koeficientů aplikovaných na časové řady reálného HDP a ukazatele průmyslové produkce (IPP) a vývozu, přičemž jsou do úvahy brány různé hodnoty zpoždění časových řad jednotlivých zemí proti časové radě eurozóny. Pro identifikaci vlivu nástupu ekonomické krize na velikost korelačního koeficientu jsou uvedeny jednak korelační koeficienty počítané pro celé sledované období 2005Q1–2015Q1 (resp. 2005M1–2015M5 v případě IPP), jednak pro stejné období s vynecháním čtvrtletí 2008Q4 a 2009Q1 a (2008M10–2009M3 pro IPP).

Pro prosouzení síly lineárního vztahu je využit **jednoduchý (Pearsonův) korelační koeficient**:

$$r_{xy} = \frac{s_{xy}}{\sqrt{\sigma_x^2 \sigma_y^2}},$$

kde s_{xy} je odhad kovariance a σ_x a σ_y jsou odhady směrodatné odchylky časových řad x a y .

Průběžnou změnou intervalu dat, na kterém se jednoduché korelace počítají, se získá **klouzavá korelace**. Pro dané čtvrtletí je odpovídající interval stanoven jako minulých 20 pozorování (5 let). Klouzavá korelace má napomoci k odhalení trendů ve vývoji sladění.

V případě zkoumání sladění cyklického chování mezi vybranými ekonomikami pro účely hodnocení dopadů hospodářské politiky je vhodné sledovat korelaci pouze v rámci určitého pásma. Nejčastěji jsou uvažovány cykly délky přibližně od jednoho a půl roku do osmi let. Jako třetí metoda byla proto použita tzv. **dynamická korelace**¹⁵⁰, která umožňuje tento požadavek řešit. Dynamická korelace vychází ze spektrální analýzy časových řad, nabývá hodnot z intervalu $[-1,1]$ a je analogicky ke statickému korelačnímu koeficientu definována vztahem:

$$\rho_{xy}(\lambda) = \frac{C_{xy}(\lambda)}{\sqrt{S_x(\lambda)S_y(\lambda)}},$$

kde $S_x(\lambda)$ a $S_y(\lambda)$ jsou funkce spektrální hustoty, $C_{xy}(\lambda)$ je ko-spektrum, přičemž λ nabývá hodnot z intervalu $[-\pi, \pi]$. Jednoduchá statická korelace je pak funkcí (přibližně průměrem) dynamických korelací v celém sledovaném spektru.

V analýze jsou použity čtvrtletní časové řady reálného HDP ve stálých cenách roku 2000 vyjádřeného v národních měnách, měsíční časové řady indexu průmyslové produkce očištěného o počet pracovních dnů a čtvrtletní časové řady vývozu do eurozóny vyjádřeného v národní měně. Zdrojem dat o HDP a IPP je Eurostat, údaje o vývozu jsou získány z databáze IMF.

Údaje o vývozech do eurozóny jsou v databázi IMF k dispozici pouze v amerických dolarech, proto byly propočteny do národních měn pomocí průměrných čtvrtletních kurzů dle IMF.

¹⁵⁰ Croux, Forni a Reichlin (2001).

Časové řady jsou vyjádřené v přirozených logaritmech, očištěné o sezonnost a trend. Pro odstranění trendu jsme zvolili metodu mezičtvrtletních, resp. meziměsíčních diferencí sezonně očištěné časové řady ($\ln y_{sa,t}$):

$\ln y_{sa,t} - \ln y_{sa,t-1}$, kde y_{sa} je sezonně očištěná řada metodou TRAMO/SEATS.

Ve většině případů můžeme z průběhu výsledných řad usuzovat, že výše zmíněná metoda je v odstranění trendu úspěšná. V případě HDP u České republiky, Maďarska nebo Portugalska nejsou výsledky zcela jednoznačné. Krátkost časových řad ovšem v těchto případech neumožní dostatečně spolehlivě ověřit, zda jsou výsledné časové řady stacionární.

Z důvodu požadavku na posouzení vývoje ve sladění hospodářského cyklu jednotlivých zemí s eurozónou jsou v případě čtvrtletních časových řad reálného HDP korelační koeficienty (statické i dynamické) počítány odděleně pro dva časové úseky 2004Q1–2008Q3 a 2008Q4–2014Q1. Pro posouzení vývoje je jako alternativa k rozdělení na dvě období zpracována analýza pomocí klouzavých korelací.

1.1.3 Korelace cyklické složky nezaměstnanosti

Konkordance použitá v této kapitole je statistická metoda, která se používá například v situaci, kdy prostá korelace ukazatelů nemusí být zcela vypovídající anebo není vhodná. Konkordance měří shodu určitých sledovaných znaků. V případě mezer NAIRU ukazuje, po jakou část zkoumaného období jsou dvě časové řady ve stejné fázi cyklu (tedy obě buď s kladnou anebo se zápornou mezerou). Nechtě jsou časové řady $S_{i,t}$ a $S_{j,t}$ definovány hodnotou 1, pokud je jejich mezeru kladná a hodnotou 0 v opačném případě. Statistika konkordance pak nabývá hodnot v intervalu od 0 do 1 a je vypočtena pomocí následujícího vzorce (McDermott a Scott, 2000):

$$C_{ij} = T - 1 \{ \sum (S_{i,t} S_{j,t}) + (1 - S_{i,t})(1 - S_{j,t}) \}$$

1.1.4 Strukturální podobnost ekonomik

Strukturální podobnost ekonomik je srovnávána pomocí Landesmannova strukturálního koeficientu. Výpočet koeficientu vychází z porovnání podílů jednotlivých odvětví, například průmyslu nebo stavebnictví, na celkové přidané hodnotě ve srovnávané zemi A (v našem případě v České republice, Německu, Rakousku, Portugalsku, Maďarsku, Polsku, Slovinsku a Slovensku) vůči porovnávanému celku B (tj. EA19). Rozdíl v podílech je vážen podílem dotyčného odvětví v zemi A na celku a vážené podíly jsou poté sečteny.¹⁵¹

Formálně lze výpočet koeficientu zapsat následovně:

$$SL = \sum_{i=1}^n \sqrt{(sh_A^i - sh_B^i)^2 \left(\frac{sh_A^i}{100} \right)}$$

kde sh_A^i je procentuální podíl i-tého odvětví na přidané hodnotě jako celku v zemi A a sh_B^i je procentuální podíl i-tého odvětví na přidané hodnotě jako celku v zemi B. Výpočet

¹⁵¹ Tímto způsobem vypočtený index znázorňuje důležitost odlišnosti ekonomických struktur z hlediska konvergující země. Další možnost, jak vypočítat Landesmannův index, je vážit podílem dotčené odvětví referenční země, tj. eurozóny, jinými slovy:

$$SL = \sum_{i=1}^n \sqrt{(sh_A^i - sh_B^i)^2 \left(\frac{sh_B^i}{100} \right)}$$
 Podobný přístup se používá například v Michael Landesmann. „Chapter 4. Structural change in the transition economies, 1989-1999“, Economic Survey of Europe, 2000 No. 2/3, ss.95-123.

je proveden zvlášť pro každé zvolené období. V našem případě vycházíme z ročních údajů. Zdrojem dat je Eurostat. Konstrukce koeficientu je podrobně popsána v Landesmann (1995) a Flek a kol. (2001).

Koeficient byl pro účely analýzy upraven na tvar $SL/100$.¹⁵² Takto upravený koeficient nabývá hodnoty z intervalu (0,1), přičemž platí, že čím je hodnota koeficientu blíže k nule, tím je struktura ekonomik podobnější.

1.1.5 Konvergence úrokových sazeb

Pro analýzu konvergence úrokových sazeb České republiky, Maďarska, Polska, Slovinska a Slovenska je použita jednoduchá metoda grafického znázornění úrokového diferenciálu vůči eurozóně.¹⁵³ K měření úrokových diferenciálů mezi tříměsíčními a desetiletými sazbami eurozóny a odpovídajícími sazbami sledovaných zemí byla použita data publikovaná agenturou Datastreamem na základě dat centrálních bank (tříměsíční sazby na mezibankovním trhu) a Eurostatem (desetileté vládní dluhopisy).

Časové řady začínají v lednu 2004 a končí červnem 2014 pro tříměsíční sazby i pro desetileté sazby. Pro srovnání výnosů desetiletých vládních dluhopisů byly použity časové řady „EMU convergence criterion bond yields“ z databáze Eurostatu, kompilované pro účely hodnocení maastrichtského konvergenčního kritéria dlouhodobých úrokových sazeb. Tyto časové řady jsou založeny na hrubém výnosu vládních bondů na sekundárním trhu se zbývajícím splatností přibližně deset let.

1.1.6 Sladěnost vývoje měnových kurzů

Aguilar a Hördahl (1998) vyjadřují pravděpodobnost přijetí jednotné měny eura v té době kandidátskými zeměmi EMU pomocí korelace kurzů jejich měn a německé marky (jako zástupné proměnné pro euro) k americkému dolaru;¹⁵⁴ kurzy obou měn jsou tedy vyjádřeny k měně třetí země, která není v EMU. Protože takto vyjádřená korelace mezi pohyby dvou měn v měnové unii by z definice měla být rovna jedné, vyšší korelace odpovídá vyšší pravděpodobnosti účasti v evropské měnové unii.

Analýza v tomto dokumentu používá stejnou metodu k hodnocení blízkosti České republiky, Maďarska, a Polska k přijetí eura.

Korelační koeficient je založen na GARCH odhadu a spočítán podle následujícího vzorce:

$$corr_t = \frac{\text{cov}(X/USD, EUR/USD)_t}{\sqrt{\text{var}(X/USD)_t * \text{var}(EUR/USD)_t}}, \text{ kde } X \text{ zastupuje národní měny.}$$

Tato technika poskytuje korelační koeficient, který se mění v čase, a proto poskytuje více informací, než jednoduchý korelační koeficient kurzu národní měny k euru. Použití techniky GARCH navíc umožňuje využití veškerých informací v datech. Vyšší GARCH korelace znamenají

$$^{152} SL = \sum_{i=1}^n \sqrt{\left(I_{sh_A^i} \cdot 100 - I_{sh_B^i} \cdot 100 \right)^2 \left(\frac{I_{sh_A^i} \cdot 100}{100} \right)} = 100 \sum_{i=1}^n \sqrt{\left(I_{sh_A^i} - I_{sh_B^i} \right)^2 \cdot I_{sh_A^i}} = 100 \cdot I_{SL}$$

V tomto případě jde o indexy, ne procentuální podíly jednotlivých odvětví na celku.

¹⁵³ Konvergence úrokových sazeb může být zkoumána také pomocí testu jednotkového kořene (viz např. Lee, Wu, 2004; Kočenda, 2001). Ve zpracovaných analýzách je však nutno vzít v úvahu relativně malou délku časových řad, které jsou k dispozici, a jejich přerušení.

¹⁵⁴ Stejná metoda je použita v Castrén a Mazzotta (2005).

podobný vývoj volatility měnových kurzů, což může být interpretováno jako synchronizace kurzových šoků ve zkoumaných zemích.

Analýza pokrývá období od 1.1.2005 do 31.7.2015. Použita byla data v denní frekvenci z databáze Thomson Datastream.

1.1.7 Analýza volatility kurzu

Historická volatilita měnového kurzu je počítána jako výběrová směrodatná odchylka logaritmických denních výnosů za období šesti měsíců:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2},$$

σ je směrodatná odchylka, r_t je denní výnos a T je počet pracovních dnů v období šesti měsíců (126 pro rok s 252 pracovními dny). Pro převedení výběrové směrodatné odchylky logaritmických denních výnosů do analýzované formy použijeme následující vztah:

$$\sigma_{ann} = \sigma \sqrt{N}, \text{ přičemž } N = 252 \text{ představuje přibližný počet obchodních dní v roce.}$$

Výpočet historické volatility měnových kurzů srovnávaných zemí vůči euru je proveden na datech fixingu kurzů ČNB.

Implikovaná volatilita je odvozená z tržních cen opcí na základě daného oceňovacího modelu. Tato volatilita je přímo kotovaná v obchodovacím systému. Zdroj dat je Datastream.

1.1.8 Propojení ekonomiky s eurozónou

Mezinárodní obchod s eurozónou

Pro analýzu vnitroodvětvového obchodu byl použit Grubelův-Lloydův index (GL):

$$GL_t = 1 - \frac{\sum_k \sum_i |X_{it}^k - M_{it}^k|}{\sum_k \sum_i |X_{it}^k + M_{it}^k|}$$

GL_t udává poměr absolutní hodnoty čistého vnitroodvětvového obchodu k obratu zahraničního obchodu. X_{it}^k a M_{it}^k označují vývoz do a dovoz z k -té země a i -té komodity v čase t . Index nabývá hodnoty od 0 do 1. Hodnota 0 znamená, že dochází pouze k meziodvětvovému obchodu a ke specializaci na odlišné komodity. Hodnota 1 naopak indikuje, že veškerý obchod je vnitroodvětvový (Flek a kol., 2001).

GL je počítán na datech vývozu a dovozu do a z eurozóny ve sledovaných zemích.¹⁵⁵ K výpočtu indexu je použito rozdělení zahraničního obchodu na základě klasifikace SITC (komodity i jsou tudíž dány jednotlivými skupinami od jedno- do pětimístného SITC). Zdrojem dat je databáze Eurostatu COMEXT.

Hodnota GL indexu závisí mimo jiné na podrobnosti členění jednotlivých oborů. V členění podle jedno- nebo dvoumístné klasifikace SITC jde o poněkud hrubší rozdělení sektorů, které může

¹⁵⁵ Vzhledem k tomu, že obchodní bilance jednotlivých zemí eurozóny může nabývat jak kladné, tak záporné hodnoty, je doporučován výpočet agregovaného Grubelova-Lloydova indexu s použitím bilaterálních exportních a importních toků.

do jedné kategorie spojovat i obory, jejichž produkce spolu blízce nesouvisí¹⁵⁶, a vede podle předpokladů k vyšší hodnotě ukazatele pro všechny země. I když kvalitativní vyznění analýzy je poměrně nezávislé na zvoleném stupni agregace, rozdíly mezi jednotlivými zeměmi jsou největší při použití pětímístného (nejdetailnějšího) členění.¹⁵⁷

Přímé zahraniční investice

Data pro výpočet podílů vývozu do eurozóny a dovozu z eurozóny na celkovém vývozu a dovozu pocházejí z Eurostatu (leden 2005 – duben 2015, měsíčně).

Zdrojem dat pro analýzu podílu eurozóny na přímých investicích je databáze Eurostatu. Pro Maďarsko národní centrální banka. Byly použity údaje o stavu přímých zahraničních investic (PZI) ze zemí eurozóny a o stavu přímých investic (PI) do zemí eurozóny. Statistiky HDP jsou z databáze Eurostatu.

1.2 PODOBNOST TRANSMISE MĚNOVÉ POLITIKY

1.2.1 Finanční systém

Hloubka finančního zprostředkování (aktiva finančního systému na HDP v běžných cenách) – ukazatel vyjadřuje majetkovou sílu zprostředkování bankami a ostatními finančními nebankovními institucemi: pojišťovnami, penzijními fondy, úvěrovými a spořitelními družstvy (tj. záložnami), investičními společnostmi a investičními (podílovými) fondy, finančními leasingovými společnostmi a ostatními finančními společnostmi (forfaitingové, faktoringové společnosti, obchodníci s cennými papíry, směnárníci, atp.). S rozvinutostí trhu se zpravidla zvětšuje rozsah majetku a hloubka finančního zprostředkování na hrubém produktu.

Zadlužení soukromého sektoru (bankovní úvěry nebankovním klientům, podnikům a domácnostem, v hrubé účetní hodnotě na HDP v běžných cenách) – ukazatel odráží míru poskytování úvěrů bankami. S rozvinutostí trhu se zpravidla podíl zvětšuje, příliš vysoká hodnota ukazatele však může odrážet předluženost soukromého sektoru.

1.2.2 Struktura finančních aktiv a pasiv podniků a domácností

Vstupními daty pro analýzu sladění struktury finančních aktiv a závazků nefinančních podniků a domácností jsou údaje **čtvrtletních finančních účtů** publikované národními centrálními bankami a ECB. Čtvrtletní finanční účty jsou sestavovány v souladu s metodikou ESA 95. Shodně s národním účetnictvím je prosazována jednotná klasifikace **institucionálních jednotek a finančních nástrojů**. Z hlediska institucionálních jednotek se analýza podrobně zabývá reálnými sektory, tj. sektorem nefinančních podniků (S.11) a sloučeným sektorem domácností (S.14) a sektorem neziskových institucí sloužících domácnostem (S.15). Z pohledu finančních nástrojů analýza rozlišuje pět hlavních druhů: oběživo a vklady, cenné papíry jiné než účasti, úvěry, účasti a ostatní pohledávky a závazky včetně pojistných technických rezerv a finančních derivátů.

Analýza pracuje se **stavem finančních aktiv a závazků** na konci sledovaného období (čtvrtletí). Do úvahy tak není explicitně brán vliv transakcí, přecenění a ostatních změn v objemu aktiv (závazků) na změnu mezi počátečním a koncovým stavem každého čtvrtletí. V analýze se podrobně rozebírá čistá pozice zmiňovaných sektorů. Čistá pozice vyjádřená

¹⁵⁶ Tento problém se týká zejména skupiny 7 Stroje a dopravní zařízení.

¹⁵⁷ Nejednodušší výpočet Grubelova-Lloydova indexu na základě SITC 1 vychází z 10 skupin.

čistými finančními aktivy se získá jako saldo mezi finančními aktivy a závazky a udává schopnost nebo naopak potřebu financování daného sektoru.

Detailní pohled na strukturu finančních aktiv a závazků poskytují **rozvahové ukazatele**, které zachycují míru rizika vyplývající z případného nesouladu jednotlivých položek finanční rozvahy. Mezi základní ukazatele patří:

$$\text{Dluh k vlastnímu jmění} = \frac{(\text{emitované dluhopisy} + \text{přijaté půjčky} + \text{ostatní závazky})}{\text{emitované účasti}}$$

... měří riziko nesouladu kapitálové struktury a nadměrné dluhové zátěže

Ukazatele likvidity a podílu krátkodobých závazků mohou být u nefinančních podniků ovlivněny opomenutím krátkodobé složky ostatních závazků. V případě ukazatele likvidity je toto opomenutí méně problematické, protože lze přijmout předpoklad o přibližně stejném podílu krátkodobých ostatních aktiv i závazků (obchodních úvěrů apod.)

Ukazatel dluhu k vlastnímu jmění nelze použít v případě sektoru domácností. Z hlediska nedostatečné vypovídací schopnosti vzhledem k cíli analýzy byl vypuštěn pro sektor domácností i ukazatel likvidity.

1.2.3 Vliv měnové politiky na klientské úrokové sazby

Úroková citlivost úvěrů nefinančním podnikům a úvěrů na bydlení je vyjádřena strukturou objemů nových úvěrů z hlediska fixací úrokové sazby. Následně je porovnávána vzájemná podobnost struktury úvěrů v České republice oproti struktuře sledovaných zemí a za eurozónu jako celek. Pro efektivní působení jednotné měnové politiky je důležité, aby úroková citlivost těchto typů úvěrů na změny tržních a následně klientských úrokových sazeb byla obdobná, čímž se eliminuje určitá asymetrie v případě ekonomických šoků.

Pro grafické porovnání úrokového rozpětí klientských a tržních sazeb byly využity průměrné vážené úrokové sazby z nových obchodů, které odpovídají úrokovým sazbám sjednávaným pro všechny nově uzavřené obchody v průběhu měsíce a tříměsíční sazby peněžního trhu.

K hodnocení síly vazby mezi klientskými a tržními sazbami sledovaných zemí a eurozóny jako celku je použita korelační analýza. Pro samotné posouzení síly lineárního vztahu je využít jednoduchý (Pearsonův) korelační koeficient (viz metodologická část 1.1.2 Korelace ekonomické aktivity). Rovněž je zjišťována maximální hodnota koeficientu korelace úrokových sazeb z klientských úvěrů a příslušné tržní úrokové sazby pro několik možných zpoždění.

1.2.4 Inflační perzistence

Inflační perzistence je zkoumána pomocí tří metod. Pro výpočet jsou použita čtvrtletní data HICP inflace (meziroční změny indexu HICP) 2005Q1–2015Q2. Zdrojem dat je OECD MEI.

Metoda 1

Pro odhad inflační perzistence Metodou 1 využíváme neparametrickou techniku navrhnoutou v práci Marques (2004). V tomto pojetí je inflační perzistence γ definována jako $\gamma = 1 - n/T$, kde n je počet, kolikrát skutečná inflace „protne“ střednědobou hodnotu inflace a T je počet pozorování. Střednědobá inflace je aproximována Hodrickovým-Prescottovým (HP) filtrem s parametrem $\lambda = 1600$.

Metoda 2

Perzistence inflace je měřena jako suma autoregresních koeficientů. Pro její výpočet je inflace modelována jako autoregresní proces a odhadovány jsou koeficienty autoregresních členů. V Metodě 2 je modelovaný proces popsán jako:

$$\pi_t = \mu + \sum_{i=1}^4 \alpha_i \pi_{t-i} + \varepsilon_t,$$

přičemž π_t je pozorovaná inflace v čase t . Suma autoregresních koeficientů je pak definována jako

$$\rho_K = \sum_{i=1}^4 \alpha_i$$

a odhadována metodou navrženou v Hansen (1999), která zabezpečuje nevychýlený odhad a asymptoticky korektní intervaly spolehlivosti.

Metoda 3

Perzistence inflace je taktéž měřena jako suma autoregresních koeficientů. Je uvažován následující model:

$$\pi_{t+1}^T = \pi_t^T + \eta_{1t}$$

$$\pi_{t+1}^P = (1 - \delta)\pi_t^P + \delta\pi_{t+1}^T, 0 < \delta < 1,$$

$$\pi_t = \left(1 - \sum_{i=1}^4 \varphi_i\right) \pi_t^P + \sum_{i=1}^4 \varphi_i L^i \pi_t + \varepsilon_{1t}, \sum_{i=1}^4 \varphi_i < 1,$$

kde π_t^T je střednědobá inflace (neboli implicitní inflační cíl centrální banky), π_t^P je inflační cíl vnímaný veřejností, η_{1t} a ε_{1t} reprezentují nezávislé bílé šумы, L^i je operátor zpoždění a $\sum_{i=1}^4 \varphi_i$ je suma autoregresních koeficientů. Pozorovanou proměnnou je inflace π_t , střednědobá inflace π_t^T je aproximována časovou řadou inflace vyhlazenou pomocí HP filtru. Pro odhadování parametrů modelu je použit Kalmanův filtr a bayesovský odhad. Použitá metodologie navazuje na článek Franta, Saxa a Šmídková (2007), kde je aplikována na data z jiného zdroje a za jiné časové období.

1.2.5 Sladěnost vývoje na finančních trzích

Měření založená na cenových ukazatelích

Tato měření vycházejí z konceptu beta- a sigma konvergence (Adam a kol., 2002).¹⁵⁸ Koncept beta-konvergence umožňuje identifikovat rychlost, s jakou jsou eliminovány rozdíly ve výnosech na jednotlivých finančních trzích (vybraný vůči benchmarku). Přítomnost konvergence je signalizována, je-li beta negativní, přičemž čím je hodnota parametru blíže -1, tím je rychlost konvergence vyšší. Pro kvantifikaci beta-konvergence je využita běžná regresní analýza, resp. metoda panelových odhadů (jako v práci Babetskii a kol., 2007) ve formě rovnice:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t},$$

kde $R_{i,t} = Y_{i,t} - Y_{i,t}^B$ představuje rozdíl mezi výnosy aktiv země i ¹⁵⁹ a zvoleného referenčního teritoria (benchmarku, B) v čase t , Δ je operátor diference, α_i je dummy proměnná pro jednotlivou zemi, L je maximální uvažované zpoždění (čtyři týdny) a $\varepsilon_{i,t}$ je náhodný člen.

Velikost koeficientu β lze interpretovat jako přímé měření rychlosti konvergence. Negativní koeficient beta signalizuje výskyt konvergence. Koeficient β může nabývat hodnot v intervalu $[-2;0]$. Čím je hodnota koeficientu β blíže jedné, tím je rychlost konvergence vyšší, pokud $\beta = -2$ nebo $\beta = 0$, pak není konvergence pozorována. Hodnoty β od -1 do 0 poukazují na monotónní konvergenci; pro hodnoty od -2 do -1 probíhá konvergence s kolísáním.

Koncept sigma-konvergence se zaměřuje na disperzi výnosů stejných typů aktiv v různých zemích v určitém časovém okamžiku a identifikuje tak stupeň integrace, jakého jednotlivé vybrané segmenty finančního trhu v tomto časovém okamžiku dosáhly vůči benchmarkové zemi. Sigma-konvergence se zvyšuje s tím, jak klesá parametr sigma k nule. Pro kvantifikaci sigma-konvergence je aplikován výpočet (průřezové) směrodatné odchylky (σ) dle vzorce:

$$\sigma_t = \sqrt{\left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N [\log(Y_{i,t}) - \log(\bar{Y}_t)]^2}$$

kde symbol Y představuje výnos aktiva, \bar{Y}_t střední hodnotu výnosu v čase t a i jednotlivé země ($i = 1, 2, \dots, N$). Pro účely této analýzy používáme $N = 2$, tedy zkoumáme vývoj sigma-konvergence v čase mezi eurozónou a jednou ze sledovaných zemí.¹⁶⁰ σ teoreticky nabývá pouze kladných hodnot. Čím je σ nižší, tím vyššího stupně konvergence bylo dosaženo. Plného stupně integrace je z teoretického pohledu dosaženo, když směrodatná odchylka nabývá nulové hodnoty¹⁶¹, naopak vysoké (několikamístné) hodnoty σ odrážejí velmi nízký stupeň integrace. Pro grafické znázornění byly výsledky normalizovány na celé periodě a filtrovány Hodrickovým-Prescottovým filtrem s doporučeným koeficientem pro týdenní časové řady $\lambda = 270400$.

Měření založená na událostech

Tato metoda (Baele a kol., 2004) předpokládá, že případně vzniklé lokální šoky, které se s rostoucí integrací zemí stávají více podobnými, mohou být v integrovaném regionu

¹⁵⁸ Označení beta-konvergence a sigma-konvergence svým původem spadá do literatury zabývající se problematikou ekonomického růstu a jeho dynamiky, viz např. Barro a Sala-i-Martin (1992, 1995).

¹⁵⁹ $Y_{i,t} = [\ln(A_{i,t}) - \ln(A_{i,t-1})]$, kde Y označuje výnos příslušného aktiva, A bazický cenový index příslušného aktiva (vyjádřené jako bazický index) a i jednotlivou zemi.

¹⁶⁰ Pro dvojice zemí odpovídají vypočítané hodnoty v každém období v podstatě polovině druhé mocniny diferenciálu výnosů.

¹⁶¹ Nastává u peněžního a devizového trhu pro země vstupující k danému datu do eurozóny.

diverzifikovány investováním do jiných srovnatelných aktiv. V souladu s uvedenými předpoklady by cenové pohyby benchmarkového aktiva měly odrážet všechny relevantní společné (globální) zprávy a na plně integrovaném trhu by pak neměly být cenové změny aktiva v jedné zemi soustavně vyšší nebo nižší než cenové změny benchmarkového aktiva. Kvantifikaci míry integrace šoků lze odhadnout (jako v práci Baele a kol., 2004) pro trh peněžní, devizový a vládních dluhopisů pomocí následující regrese:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \gamma_{i,t} \Delta Y_{b,t} + \varphi_{i,t}$$

kde $Y_{i,t}$ představuje výnosy jednotlivých aktiv země i v čase t , přičemž symbol b označuje benchmarkovou zemi (Německo pro trh vládních dluhopisů, jinak eurozóna). $\alpha_{i,t}$ je specifická konstanta pro každou zemi, Δ označuje operátor difference a $\varphi_{i,t}$ je náhodný člen. Růst tohoto typu integrace vyžaduje, aby α konvergovala k nule, γ k jedné a podíl rozptylů koeficientů γ (pro benchmarkové a národní aktiva) je blízký hodnotě 1. Časově proměnlivé parametry γ byly odhadnuty pomocí tzv. rekurzního odhadu.

Pro kvantifikaci míry integrace šoků na akciových trzích mezi sledovanými zeměmi a eurozónou je nutno výše uvedenou rovnici očistit o vliv amerického akciového trhu na sledované trhy a trh eurozóny, což je dáno nižší mírou srovnatelnosti jednotlivých národních akciových indexů oproti ostatním námi sledovaným aktivům (měnové kurzy, sazby peněžního trhu, vládní dluhopisy). Modifikovaná rovnice pro akciový trh má tvar:

$$\Delta Y_{i,t} = c_{i,t} + \gamma_{i,t}^b \Delta Y_{b,t} + \gamma_{i,t}^{US} \Delta Y_{us,t} + u_{i,t}$$

Velikost parametrů γ vyjadřuje míru shodné reakce aktiva vybrané země a srovnatelného benchmarkového aktiva na určitou událost.

Data

Výpočty byly pro obě uvedená měření finanční integrace provedeny na týdenních datech (průměry z denních dat) pocházejících z agentury Thomson Datastream a zahrnující období od ledna 2002 do června 2015. Z oblasti peněžního trhu byly použity tříměsíční sazby mezibankovního trhu, pro devizový trh kotace kurzu národních měn oproti USD, pro dluhopisový trh pětileté vládní dluhopisy a pro akciový trh národní akciové indexy. Relevantní časové řady byly očištěny o vlivy měnového kurzu.

Použité datové zdroje – kódy agentury Thomson Datastream:

	Peněžní trh	Devizový trh	Dluhopisový trh	Akciový trh
CZ	PRIBK3M	PRUSDSP	BMCZ05Y-(RY)	CZPXIDX
AT	–	–	BMOE05Y-(RY)	ATXINDX
DE	–	–	BMBD05Y-(RY) ^{B)}	DAXINDX
PT	–	–	BMPT05Y-(RY)	POPSI20
HU	HNIBK3M	HNUSDNB	BMHN05Y-(RY)	BUXINDX
PL	POIBK3M	POUSDSP	BMPOZ05Y-(RY)	POLWIGI
SI	–	–	TRSI5YT	SLOETOP
SK	SXIBK3M	SXUSDSP	SXGOVT1	SXSAX16
EA	BBEUR3M ^{B)}	USECBSP ^{B)}	–	DJES50I ^{B),a)}

Pozn.: ^{B)} benchmark; ^{a)} DJES50I je tvořen akciovými tituly členských zemí eurozóny s následujícími váhami: 34,6 % Francie, 28,0 % Německo, 16,7 % Španělsko, 11,0 % Itálie, 5,6 % Nizozemí, 2,5 % Finsko a 1,7 % Lucembursko.

1.2.6 Spontánní euroizace

Porovnání úrovně euroizace České republiky a vybraných střeoevropských zemí, tj. Polska, Maďarska a Slovenska, a zhodnocení dopadů dluhové krize na důvěru domácností v eurozónu bylo provedeno s využitím výběrového šetření Rakouské národní banky, jehož výsledky byly publikovány ve druhém čtvrtletí 2014.

2 PŘÍZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY

2.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

2.1.1 Stabilizační funkce veřejných rozpočtů

K určení cyklické složky rozpočtového salda existují v současnosti dva základní přístupy. První je založen na metodice, kterou používá Evropská komise i další mezinárodní instituce (OECD, MMF) a která předpokládá přímý vztah mezi mezerou výstupu („output gap“) a příjmovými, resp. výdajovými položkami rozpočtu, jež podléhají cyklickému vývoji. Druhý přístup, používaný ECB a centrálními bankami spadajícími do ESCB, je založen na vztahu mezi jednotlivými příjmovými a výdajovými položkami rozpočtu k jejich makroekonomickým bázím.

Pro výpočet cyklicky očištěného salda přístupem založeným na mezeře výstupu je klíčový odhad potenciálního produktu, tedy identifikace fáze, ve které se ekonomika nachází, a dále nastavení parametru citlivosti položek rozpočtu na změnu mezery produktu. V daném roce se cyklické změny v ekonomické aktivitě u tohoto přístupu plně odrážejí v propočtu cyklické složky rozpočtového salda.

Naproti tomu přístup podle ECB nepracuje s potenciálním produktem, ale s trendy relevantních makroekonomických proměnných, které mají vazbu na příjmové a výdajové položky rozpočtu („makroekonomické báze“). Konkrétně jde o náhrady zaměstnancům, zaměstnanost, nezaměstnanost, spotřebu domácností a provozní přebytek v podnikatelském sektoru. U výpočtu cyklicky očištěného salda touto metodou se v prvním kroku stanoví cyklické pozice jednotlivých makroekonomických bází na základě rozdílu skutečné hodnoty s trendovou hodnotou získanou Hodrickovým-Prescottovým filtrem. V druhém kroku se pak kvantifikuje vliv cyklické pozice na příslušnou veličinu rozpočtu prostřednictvím předem odhadnuté daňové/výdajové elasticity a následně jsou jednotlivé cyklické komponenty sečteny. Tři z pěti používaných makroekonomických bází jsou veličinami trhu práce, do kterého se ekonomické šoky promítají se zpožděním, a tedy neodráží okamžitě změny v HDP. Proto změny v ekonomické aktivitě, zejména když se jedná o prudké výkyvy, se u tohoto přístupu do cyklické složky rozpočtového salda promítají jen částečně, resp. se zpožděním.

Oba přístupy poskytují přirozeně poněkud odlišné výsledky, při správné interpretaci však postačují k identifikaci základních charakteristik fiskální politiky a hlavních trendů ve vývoji veřejných rozpočtů.

2.1.2 Deficit a dluh vládního sektoru a prostor pro stabilizační fiskální politiku

Veškeré uváděné hodnoty dluhu a deficitu jsou v metodice ESA 2010, která je pro úvahy o přistoupení k eurozóně rozhodující, kromě části tabulky obsahující vývoj mandatorních výdajů v České republice, kde jsou použity i hodnoty ze státního rozpočtu, který je sledován na peněžní (neakruální) bázi.

Vymezení mandatorních výdajů odpovídá definici používané Ministerstvem financí, jedná se o mandatorní výdaje vyplývající ze zákona a ostatní mandatorní výdaje (zejména výdaje vyplývající z mezinárodních smluv nebo soudních a mimosoudních rozhodnutí sporů, které jsou pro Českou republiku závazné). Jedná se zejména 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.

Kromě takto chápaných mandatorních výdajů se lze setkat i s tzv. kvazi-mandatorními výdaji, které představují např. mzdy zaměstnanců veřejného sektoru, výdaje na obranu nebo zahraniční humanitární pomoc, investiční pobídky či aktivní politiku zaměstnanosti. Tyto kvazi-mandatorní výdaje nezohledňujeme, neboť je v možnostech vlády je svou aktivitou výrazněji měnit.

Interpretovat výši mandatorních (a kvazi-mandatorních) výdajů z makroekonomického hlediska však není zcela triviální. Tyto výdaje omezují v krátkém období reakční možnosti vlády provádět aktivní diskreční politiku (v případě nečekaného ekonomického šoku), na druhé straně však svou setrvačností do určité míry stabilizují průběh ekonomického cyklu. Problematické je na růstu mandatorních výdajů zejména to, že jejich očekávaný růst není kompenzován adekvátním poklesem ostatních výdajů a/nebo růstem daní, což vede k nárůstu fiskální nerovnováhy.

2.1.3 Dlouhodobá udržitelnost vývoje veřejných financí

Extrapolace dlouhodobé udržitelnosti byla převzata z publikace The 2015 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013–2060), (Evropská komise, 2015c).

2.2 PRUŽNOST TRHU PRÁCE

2.2.1 Nezaměstnanost a vnitřní pružnost trhu práce

Analýza **dlouhodobé nezaměstnanosti** je provedena porovnáním míry dlouhodobé nezaměstnanosti (podíl počtu osob bez práce dvanáct a více měsíců v metodice ILO a pracovní síly). Zdrojem údajů je Eurostat.

Beveridgeova křivka je často používaný nástroj pro rozlišení cyklické a strukturální nezaměstnanosti. Vyjadřuje závislost mezi vývojem volných pracovních míst a počtem nezaměstnaných osob. Zatímco snižování (zvyšování) počtu nezaměstnaných při rostoucím (klesajícím) počtu volných pracovních míst je spojeno s cyklickými změnami, současné pohyby obou veličin stejným směrem signalizují změny strukturální. Údaje o počtu nezaměstnaných a volných pracovních místech poskytuje MPSV. Počty zaměstnanců přepočtené na plné úvazky pocházejí ze čtvrtletního šetření ČSÚ.

Regionální rozdíly nezaměstnanosti jsou měřeny variačním koeficientem. Variační koeficient regionální míry nezaměstnanosti je poměr směrodatné odchylky vážené podle velikosti okresů a průměrné míry nezaměstnanosti. Velikost variačního koeficientu závisí na stupni desagregace. Porovnatelné jsou údaje získané pro srovnatelné velikosti regionů (např. NUTS II nebo NUTS III) a vývoj variačního koeficientu v čase. Zdrojem údajů je Eurostat.

ČSÚ publikuje objem **vnitřního stěhování** (stěhování z obce do obce). Údaje o evidovaném vnitřním stěhování v jiných zemích jsou publikovány ve statistických ročenkách. V České republice se do statistiky zahrnují stěhování cizinců s dlouhodobým pobytem (více než 1 rok).

2.2.2 Odhad strukturální nezaměstnanosti pomocí NAIRU

Analýza NAIRU prezentovaná v hlavní části textu se zaměřuje na střednědobý koncept NAIRU,¹⁶² který definuje NAIRU jako rovnovážnou míru nezaměstnanosti, ke které nezaměstnanost konverguje v podmínkách nepřítomnosti dočasných nabídkových šoků, přičemž dynamické přizpůsobení inflace předchozím šokům je dokončeno. Je použit semi-strukturální přístup pomocí Kalmanova filtru.¹⁶³

Odhad NAIRU jako nepozorované veličiny vychází z předpokladu, že stabilní inflace (tzn. inflace rovna inflačním očekáváním) za jinak stejných podmínek znamená míru nezaměstnanosti na úrovni NAIRU. Avšak rostoucí (klesající) inflace indikuje posun míry nezaměstnanosti pod (nad) NAIRU. Základní rovnice modelu zachycuje vztah daný Phillipsovou křivkou, tzn. modeluje inflaci jako funkci zpožděné inflace, odchylky nezaměstnanosti od NAIRU a dvou proměnných pomáhajících vysvětlit krátkodobé nabídkové šoky. Další rovnice pak specifikuje proces generující časovou řadu NAIRU, o kterém předpokládáme, že sleduje proces náhodné procházky. Inflační očekávání nejsou modelována endogenně, k jejich aproximaci byla použita zpožděná inflace. Krátkodobé nabídkové šoky jsou zachyceny pomocí vývoje dovozních cen a cen ropy. Tyto dvě proměnné pomáhají vysvětlit krátkodobé pohyby inflace, což umožňuje odhadnout NAIRU kompatibilní s nerostoucí inflací při absenci těchto přechodných nabídkových šoků. Krátkodobé poptávkové tlaky v rovnici zastupuje vývoj spotřeby domácností.

$$(\pi_t - \pi_t^e) = \alpha(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^e) + \beta(u_t - u_t^*) + \gamma\Delta x_t + \delta\Delta s_t + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2),$$

$$u_t^* = u_{t-1}^* + \nu_t, \quad \nu_t \sim N(0, \sigma_\nu^2).$$

V těchto rovnicích je π_t inflace, π_t^e očekávaná inflace, u_t^* NAIRU, $(u_t - u_t^*)$ mezera nezaměstnanosti, x_t reprezentuje krátkodobé nabídkové šoky a s_t značí spotřebu domácností.

Důležitou součástí odhadu je stanovení volatility NAIRU. Hladkost odhadnuté řady NAIRU je dána variancí reziduí v obou výše zmíněných rovnicích (Phillipsova křivka, náhodná procházka) a vzájemným poměrem obou variancí. Pokud je poměr variance NAIRU a variance inflace vysoký, je odhadnutá řada NAIRU volatilnější, tzn. mezera v nezaměstnanosti vysvětluje téměř veškerou varianci v inflaci. Naopak při nižším poměru variancí se odhadnutá NAIRU mění v čase velmi málo.

2.2.3 Mezinárodní mobilita pracovní síly

Mezinárodní mobilitu hodnotíme z hlediska zahraničního stěhování a podílu cizinců v populaci. Údaje o evidované mezinárodní mobilitě za jednotlivé země (přistěhovalí a vystěhovalí) a údaje o podílu cizinců v populaci poskytuje Eurostat.

¹⁶² OECD rozlišuje tři rozdílné koncepty NAIRU, které se liší časovým rámcem. Vedle střednědobého konceptu jsou rozlišovány krátkodobá a dlouhodobá NAIRU. Krátkodobá NAIRU je taková míra nezaměstnanosti, která zachová současnou míru inflace i v budoucím období. Dlouhodobá NAIRU je rovnovážná míra nezaměstnanosti, která je kompatibilní se stabilním (stálým) stavem, neboť NAIRU se plně přizpůsobila dlouhodobým a krátkodobým nabídkovým šokům a hospodářskopolitickým vlivům.

¹⁶³ Richardson a kol., 2000; Szeto, Guy, 2004

2.2.4 Institucionální prostředí

Minimální mzda

Vztah minimální mzdy k průměrné mzdě a ke mzdě v 1. decilu mzdové distribuce. Použitá data pocházejí z Eurostatu a Informačního systému o průměrném výděлку (MPSV).

Zdanění práce

Celkové zdanění práce (tax wedge) se uvádí jako odvody z mezd placené zaměstnanci a zaměstnavateli a daně z příjmu ve vztahu k celkovým nákladům práce. Tento ukazatel je počítán podle platných daňových předpisů pro modelové typy domácností. Údaje z OECD.

Průměrnou efektivní daňovou zátěž zachycují **implicitní daňové sazby**, které jsou počítány jako podíl, kde v čitateli je součet agregátních výnosů z přímých daní (v některých státech i nepřímých daní placených zaměstnavatelem) a pojistného placeného zaměstnanci a zaměstnavateli, zatímco ve jmenovateli jsou celkové náhrady zaměstnancům (údaje v metodologii ESA 2010). Nevýhodou tohoto ukazatele je závislost na hospodářském cyklu. Inflace a růst reálných příjmů zvyšují daňovou část implicitních sazeb v případě, že daň z příjmu je progresivní. Opačný vliv může mít pojistné, které bývá s rostoucím příjmem regresivní. Celkový efekt vlivu cyklu na implicitní sazby závisí na tom, který z těchto dvou vlivů převažuje. Údaje o implicitních daňových sazbách jsou převzaty z Eurostatu.

Složky zdanění práce uvádějí rozklad pracovních nákladů na daň z příjmu a pojistné placené zaměstnancem a zaměstnavatelem. Zdrojem dat je OECD.

Indikátory motivace k práci

Čisté nahrazovací poměry (NRR) udávají, do jaké míry kombinace daní a dávek ovlivňuje finanční zisk z práce, a tím motivaci nezaměstnaných nebo neaktivních osob k nástupu do zaměstnání. NRR je definováno jako poměr čistého příjmu domácnosti ve stavu, kdy uvažovaná osoba je bez práce, a ve stavu, kdy tato osoba pracuje. Hrubé příjmy ostatních členů domácnosti jsou v obou těchto stavech podle předpokladu stejné. NRR zachycují pouze finanční nároky na sociální dávky. V případě dostatečného monitorování aktivity nezaměstnaných při hledání zaměstnání mohou být i vysoké hodnoty NRR spojeny s dostatečnou motivací k hledání zaměstnání.

Údaje o čistých nahrazovacích poměrech pocházejí z modelů daní a dávek vypracovaných v OECD pro jednotlivé typy domácností, osoby v počáteční fázi nezaměstnanosti s nárokem na dávky v nezaměstnanosti a pro osoby bez nároku na dávky v nezaměstnanosti (neaktivní nebo dlouhodobě nezaměstnaní).

Podrobnější údaje pro Českou republiku analyzující motivaci k práci na základě porovnání změny celkových příjmu domácnosti u rodin pobírajících dávky v nezaměstnanosti, rodičovské příspěvky nebo příspěvky za opatrovnictví s rodinami s ekonomicky aktivními členy jsou vypočteny z individuálních dat rodinných účtů za roky 2012 a 2013.

2.2.5 Míra přizpůsobení růstu mezd ekonomickému cyklu

Míra přizpůsobení růstu reálných mezd míře nezaměstnanosti je zkoumána na základě cyklických složek příslušných veličin. Cyklické složky jsou pro účely této části odhadovány pomocí Hodrick-Prescottova filtru s parametrem vyhlazení $\lambda=1600$. Pro ověření robustnosti

odhadů cyklu byl použit také Christiano-Fitzgeraldův filtr (cyklická složka odpovídá 6 až 32 čtvrtletím).

Korelace uváděné v tabulce berou v úvahu možný fázový posun, který může činit až 6 kvartálů. Pokud označíme symbolem Y_t cyklickou složku výstupu a symbolem U_t cyklickou složku nezaměstnanosti, pak reportujeme v absolutní hodnotě nejvyšší korelaci $\text{corr}(Y_t, U_{t+k})$, kde $k \in \{0, \dots, 6\}$. Analogicky reportujeme nejvyšší absolutní hodnotu i pro korelaci mezi cyklickými složkami výstupu a mezd.

2.3 PRUŽNOST TRHU ZBOŽÍ A SLUŽEB

2.3.1 Administrativní překážky v podnikání

Administrativní překážky v podnikání. Index překážek v podnikání je převzat z OECD Product Market Regulation Database, kde je součástí širšího indikátoru OECD hodnotícího míru regulace na trzích zboží a služeb. Index se skládá z jednotlivých hodnocených položek, které jsou agregovány do tří oblastí: Administrativní náklady při zakládání podniků (Administrativní náklady podniků, Administrativní náklady samostatných podnikatelů – fyzických osob a Administrativní náklady na podnikání ve vybraných odvětvích), Složitost administrativních a regulačních podmínek (Systém licencí a povolení, Vládní strategie komunikace a zjednodušování pravidel a procedur) a Překážky v konkurenčním prostředí (Právní překážky vstupu do odvětví – omezení počtu subjektů, Protimonopolní výjimky pro veřejné podniky, Překážky vstupu v síťových odvětvích, Překážky vstupu ve službách).

Pořadí zemí v oblasti zakládání a uzavírání podniků je z databáze Světové banky Doing Business. V oblasti zakládání podniků je zohledněn počet procedur, doba ve dnech, náklady a minimální požadovaný kapitál v % příjmu na hlavu. V oblasti uzavírání podniků jsou zahrnuty údaje o době v počtu let, nákladech v % hodnoty majetku a míry návratnosti v centech na dolar.

Metodologie ukazatele Global Competitiveness Index

Konkurenceschopnost je v rámci Global Competitiveness Index (GCI) definovaná jako soubor institucí, politik a faktorů, ovlivňujících úroveň produktivity země a tím i určujících míru návratnosti investic, důležitých pro růstovou dynamiku země. Hodnocení významu GCI vychází z metodologie¹⁶⁴ vysvětlující přibližně 89 % změny HDP na hlavu prostřednictvím rozdílů v úrovni produktivity. Na vzorku 140 sledovaných zemí (za rok 2015) byla prokázána kladná a relativně těsná korelace mezi ekonomickou úrovní měřenou pomocí HDP na hlavu a hodnotou GCI. Podobně těsným vztahem lze popsat i konvergenční proces ekonomik, když míra růstu HDP na hlavu je pozitivně korelována s hodnotou GCI a negativně s HDP na hlavu v daném čase. Tyto závislosti platí i pro podstatně menší vzorek 8 zemí vybraných pro porovnání v rámci tohoto materiálu.¹⁶⁵

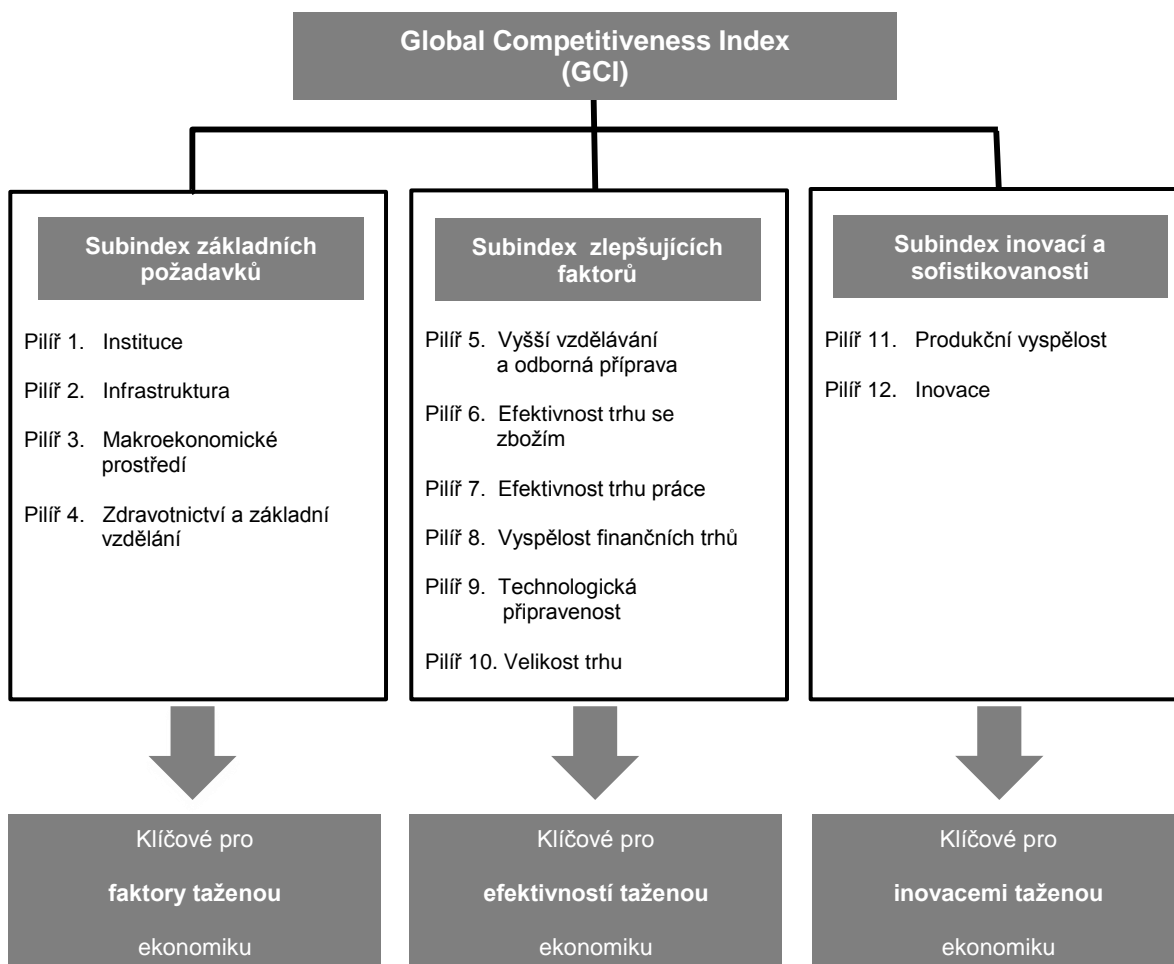
Sledované a hodnocené ukazatele v rámci GCI jsou rozděleny do tří subindexů a dále do dvanácti pilířů. Těchto 12 pilířů je hodnoceno samostatně, nicméně ukazatele vysvětlující vývoj různých pilířů se vzájemně ovlivňují (například dobré hodnocení země u pilíře inovací lze těžko dosáhnout bez zdravé, vzdělané a vyškolené pracovní síly). Výpočet GCI je založen na postupné agregaci skóre z nejnižší úrovně indikátorů až k celkovému indexu dané země. V rámci nižších kategorií se používá obvykle aritmetický průměr, u vyšší úrovně členění se

¹⁶⁴ Robert E. Hall, Charles I. Jones, The Productivity of Nations, NBER (1996).

¹⁶⁵ Detailní popis metodologie je k dispozici na adrese <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/methodology/#read>

používá váhový systém. V rámci tří hlavních subindexů není váha stanovena pro všechny země stejně, ale pro každou zemi individuálně na základě jejího stupně rozvoje.¹⁶⁶

Řazení pilířů do jednotlivých subindexů znázorňuje následující schéma:



V souladu s ekonomickou teorií fází vývoje GCI předpokládá, že v první fázi rozvoje ekonomiky stojí ekonomický růst na nekvalifikované pracovní síle a dostupných přírodních zdrojích, přičemž země konkuruje primárně cenou komodit a nejjednodušších produktů, což se odráží i na nízké úrovni mezd. Udržení konkurenceschopnosti v této fázi vývoje závisí především na dobře fungujících pilířích veřejných a soukromých institucí (Pilíř 1) dobře rozvinuté infrastruktury (Pilíř 2) stabilním makroekonomickém prostředí (Pilíř 3) a zdravé pracovní síle s alespoň základní vzděláním (Pilíř 4). S rostoucí konkurenceschopností ekonomiky se zvyšuje produktivita, mzdy vzrostou a daná země se posune do fáze řízeného vývoje, kdy musí začít vyvíjet účinnější výrobní postupy a zvýšit kvalitu výrobků. Konkurenceschopnost je tak stále více určována úrovní vyššího vzdělávání a odborné přípravy (Pilíř 5), efektivností trhů zboží (Pilíř 6), funkčností trhu práce (Pilíř 7), rozvinutostí finančních trhů (Pilíř 8), možnostmi využít výhod stávajících technologií (Pilíř 9) a velikostí domácího i zahraničního trhu (Pilíř 10). Jakmile se země přesune do etapy založené na inovacích, je schopna udržet si konkurenceschopnost

¹⁶⁶ Metodologie vážení v rámci struktury GCI je podrobně popsána zde: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/view/structure-of-the-gci/>

při vysoké úrovni mezd pouze tehdy, pokud produkuje nové a odlišné výrobky pomocí nejmodernějších výrobních procesů (Pilíř 11) a inovací (Pilíř 12).

2.3.2 Daňové zatížení podniků

Nejvyšší **statutární daňové sazby** jsou převzaty z Eurostatu. Doplnkovým ukazatelem jsou **implicitní daňové sazby z příjmu korporací**, které jsou definovány jako podíl agregátních daňových příjmů a potenciálního daňového základu (údaje z národních účtů v metodologii ESA95). Potenciální daňový základ je aproximován z produkčních a příjmových statistik národních účtů. Implicitní daňové sazby na rozdíl od statutárních sazeb zohledňují odpisy a daňové výjimky a vyjadřují tak skutečnou průměrnou efektivní daňovou zátěž z příjmu podniků, nevýhodou je závislost na hospodářském cyklu. Na výši implicitních sazeb například nemá vliv snížení statutární daňové sazby, pokud je kompenzováno rozšířením daňového základu. Údaje jsou převzaty z Eurostatu.

2.4 BANKOVNÍ SEKTOR A JEHO SCHOPNOST ABSORBOVAT ŠOKY

Rentabilita kapitálu (ROE, %) a aktiv (ROA, %) – ukazatele lze považovat za míru rentability podnikání v bankovním odvětví hodnotící efektivnost hospodaření. Ukazatele agregují výsledek rozsahu a diverzifikace aktivit bank a podstupovaná rizika podnikání.

Úvěry v selhání (NPL) / celkové úvěry (%) – úvěry v selhání (v hrubé účetní hodnotě) vyjadřují v poměru k celkovým úvěrům v hrubé účetní hodnotě, jak velkému (resp. koncentrovanému) úvěrovému riziku je vystaven bankovní sektor v zemi. Úvěry v selhání jsou úvěry s klasifikací tři a vyšší, tj. nestandardní, pochybné a ztrátové.

Kapitálový poměr (%) jako poměr kapitálu banky ke krytí neočekávaných ztrát z podstupovaných rizik vyjadřuje ohodnocení perspektiv finanční situace banky a vypovídá o schopnosti banky krýt případné budoucí ztráty kapitálem. Kapitálový poměr je souhrnným ukazatelem, do kterého se promítají veškeré aktivity banky (rozhahové a podrozhahové) i potenciální ztráty (snižující zisk), které bance vyplývají z podstupovaných rizik a ze znehodnocení aktiv.

Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům (vklady / úvěry rezidentům) – vyjadřuje, z jaké části jsou poskytnuté úvěry financovány vklady rezidentů soukromého sektoru. Hodnota ukazatele nad 100 % naznačuje, že banky mají dostatečný objem vkladů vzhledem k objemu poskytnutých úvěrů a jejich dlouhodobé financování je tak méně závislé na jiných zdrojích.

Externí pozice bankovního sektoru (čistá zahraniční aktiva v % HDP) – představuje rozdíl zahraničních aktiv a pasiv domácího bankovního sektoru a udává tak míru jeho závislosti na zahraničních zdrojích.

G SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- Adam, K., Japelli, T., Menichini, A., Padula, M., Pagano, M. (2002): „Study to Analyze, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union“, *European Commission*, pp.1–5.
- Aguilar, J., Hördahl, P. (1998): „Exchange Rates and Currency Options as EMU Indicators“, *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, 2, pp. 58–81.
- Ahrend, R., Cournède, B., Price, R. (2008): „Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil“, OECD, Economics Department Working Paper, No. 597.
- Ambriško, R., Augusta, V., Hájková, D., Král, P., Netušilová, P., Říkovský, M., Soukup, P. (2012): „Fiscal Discretion in the Czech Republic in 2001–2011: Has It Been Stabilizing?“ forthcoming CNB Research and Policy Note 1/2012.
- Angelini, E., Dieppe, A., Pierluigi, B. (2013): „Learning about wage and price mark-ups in euro area countries“, Working Paper Series 1512, European Central Bank.
- Angeloni, I., Ehrmann, M. (2004): „Euro Area Inflation Differentials“, ECB Working Paper No. 388.
- Antonakakis, N., Tondl, G. (2011): „Has Integration Promoted Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU?“ FIW Working Paper series, 75, FIW.
- Aristei, D. and Gallo, M. (2012): „Interest Rate Pass-Through in the Euro Area During the Financial Crisis: a Multivariate Regime-Switching Approach“, *Quaderni Del Dipartimento Di Economia, Finanza E Statistica* No. 107, University of Perugia.
- Arnold, I., Van Ewijk, S. (2014): „A State Space Approach to Measuring the Impact of Sovereign and Credit Risk on Interest Rate Convergence in the Euro Area“, *Journal of International Money and Finance*, 49(PB), pp. 340–357.
- Audzei, V., Brazdik, F. (2012): „Monetary Policy and Exchange Rate Dynamics: The Exchange Rate as a Shock Absorber“, *ČNB Working Papers* 2012/09.
- Babecká Kucharčuková, O., Franta, M., Hájková, D., Král, P., Kubíková, 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.
- Babetskii, I. (2005): „Trade Integration and Synchronization of Shocks: Implications for EU Enlargement“, *Economics of Transition*, Vol. 13(1), pp. 105–138.
- Babetskii, I., Komárek, L., Komárková, Z. (2007): „Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area“, CNB Working Paper 7/2007.
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C. (2004): „Measuring Financial Integration in the Euro Area“, ECB Occasional Paper Series, No. 14, pp. 1–93.
- Balcerowicz, L., Rzońca, A., Kalina, L., Łaszek A. (2013): Economic Growth in the European Union, Lisbon Council E-Book – Economic Growth in the European Union <http://www.lisboncouncil.net/growth/documents/LISBON_COUNCIL_Economic_Growth_in_the_EU%20%281%29.pdf>
- Baldwin, R. (2006): „In or Out: Does It Matter? An Evidence-Based Analysis of the Euro’s Trade Effects“, Centre for Economic Policy Research.
- Barigozzi, M., Conti, A. M., Luciani, M. (2014): „Do Euro Area Countries Respond Asymmetrically to the Common Monetary Policy?“ *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* vol. 76(5), pp. 693–714, October.
- Barro, R. J., Sala-I-Martin, X. (1992): „Convergence“, *Journal of Political Economy* 100, pp. 223–251.

- Barro, R. J., Sala-I-Martin, X. (1995): „Technological Diffusion, Convergence, and Growth“, NBER Working Papers 5151, National Bureau of Economic Research.
- Bassanini, A., Duval, R. (2006): „Employment Patterns in OECD Countries: Reassessing the Role of Policies“, OECD Economics Department Working Paper No. 486.
- Baum, A., Cecharita-Westphal, C., Rother, P. (2013): „Debt and growth: New Evidence for the Euro Area“, *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 32(C), pp. 809–821.
- Baxa, J., Plašil, M., Vašíček, B. (2012): „Changes in Inflation Dynamics under Inflation Targeting? Evidence from Central European Countries“, CNB Working Paper No. 4/2012.
- Beckmann, J., Belke, A., Verheyen, F. (2013): „Interest rate pass-through in the EMU: New evidence from nonlinear cointegration techniques for fully harmonized data“, *Journal of International Money and Finance*, 37(C), pp. 1–24.
- Beetsma, R., Giuliodori, M. (2010): „The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research“, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 48(3), pp. 603–41.
- Belling, Vojtěch (2012): „Unitární vs. kooperativní model vládnutí v EU?“ *Současná Evropa*, Vol. 17, No. 2, s. 105–134.
- Belling, Vojtěch (2014): „Exekutivní vládnutí jako nový model politiky v Evropské unii? Krizová politika EU a její dopady na politický systém“, *Mezinárodní vztahy*, Vol. 2014, No. 4, s. 9 – 27.
- Bergin, P. R., Lin, C.-Y. (2012): „The dynamic effects of a currency union on trade“, *Journal of International Economics* 87(2), pp. 191–204.
- Bickerton, C. J., Hodson, D., Puetter, U. (2015): „The new intergovernmentalism: European integration in the post-maastricht era“, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 53, Issue 4, pp. 703–722.
- Boone, L., Maurel, M. (1999): „An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs“, CEPR Discussion Paper no. 2119.
- Brandt, N., Burniaux, J. M., Duval, R. (2005): „Assessing the OECD Jobs Strategy: Past Developments and Reforms“, OECD Economics Department Working Paper No. 429.
- Brůha, J., Podpiera, J. (2007): „Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration“, Working Paper Series 0740, European Central Bank.
- Brůha, J., Podpiera J. (2012): „The Dynamics of Economic Convergence: The Role of Alternative Investment Decisions“, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35(7), s. 1032–1044.
- Bubák, V., Kočenda, E., Žikeš, F. (2011): „Volatility transmission in emerging European foreign exchange markets“, *Journal of Banking & Finance*, Volume 35, Issue 11 (November), pp. 2829–2841.
- Caporale, G. M., De Santis, R., Girardi, A. (2015): „Trade Intensity and Output Synchronisation: On the Endogeneity Properties of EMU“, *Journal of Financial Stability* 16(C), pp. 154–163.
- Castrén, O., Mazzotta, S. (2005): „Foreign Exchange Rate Option and Returns Based Correlation Forecasts Evaluation and Two Applications“, ECB Working Paper No. 447.
- Cavallo, A., Ribba, A. (2015): „Common macroeconomic shocks and business cycle fluctuations in Euro area countries“, *International Review of Economics & Finance*, vol. 38(C), pp. 377–392.
- Cecchetti, S. G., Debelle, G. (2006): „Has the Inflation Process Changed?“, *Economic Policy*, Vol. 21, No. 46, pp. 311–352.
- Claeys, P., Vašíček, B. (2012): „Measuring Sovereign Bond Spillover in Europe and the Impact of Rating News“, CNB Working Paper No. 7/2012.

- Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A., Müller, G. J. (2013): „Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability“, *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 0, pp. F99–F132, 02.
- Craig, Paul (2013): „Pringle and the Use of EU Institutions Outside the EU Legal Framework: Foundations, Procedure and Substance“, *European Constitutional Law Review*, Vol. 9, No. 2., pp. 263–284.
- Crespo-Cuaresma, J., Amador, O. (2013): „Business cycle convergence in EMU: A second look at the second moment“, *Journal of International Money and Finance*, Volume 37, October 2013, pp. 239–259, ISSN 0261-5606,
- Croux, Ch., Forni, M., Reichlin, L. (2001): „A Measurement of Comovement for Economic Variables: Theory and Empirics“, *Review of Economics and Statistics*, 83 (2), pp. 232–241.
- Curtin, Deirdre (2014): „Challenging Executive Dominance in European Democracy“, *Modern Law Review*, Vol. 77, No. 1, pp. 1–31.
- Česká národní banka (2009): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2009.
- Česká národní banka (2010): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2010.
- Česká národní banka (2011): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2011.
- Česká národní banka (2012): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2012.
- Česká národní banka (2013): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2013.
- Česká národní banka (2015a): *Zpráva o inflaci III/2015*.
- Česká národní banka (2015b): *Zpráva o inflaci IV/2015*.
- Česká národní banka (2015c): *Zpráva o finanční stabilitě 2014/2015*.
- Česká národní banka (2014): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*, prosinec 2014.
- Čihák, M., Holub, T. (2003): „Price Convergence to the EU: What Do the 1999 ICP Data Tell Us?“, CNB Working Paper 2/2003.
- Čihák, M., Holub, T. (2005): „Price Convergence in EU-Accession Countries: Evidence from the International Comparison“, *Économie Internationale*, No. 102, pp. 61–84.
- Dawson, M. (2015): „The Legal and Political Accountability Structure of ‘Post-Crisis’ EU Economic Governance“, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 53, Issue 5, pp. 976–993.
- De Grauwe, P. (2010a): „Crisis in the eurozone and how to deal with it“, CEPS Policy Brief, No. 204, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- De Grauwe, P. (2010b): „The Financial Crisis and the Future of the Eurozone“, Bruges European Economic Policy Briefings, n. 21.
- De Grauwe, P. (2013): *Economics of Monetary Union*, Ninth Edition, Oxford University Press, New York.
- De Grauwe, P., Mongelli, P. F. (2005): „Endogeneities of Optimum Currency Areas: What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?“, European Central Bank Working Paper No. 468.
- Dées, S., Zorell, N. (2011): „Business Cycle Synchronisation: Disentangling Trade and Financial Linkages“, Working Paper Series 1322, European Central Bank.

- Dellas, H., Tavlas, G.S. (2009): „An optimum-currency-area odyssey“, *Journal of International Money and Finance*, vol. 28(7), pp. 1117–1137.
- Dinan, D. (2014): „Governance and Institutions: The Unrelenting Rise of the European Parliament“, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 52, Issue Supplement S1, pp. 109–124.
- Duran, H.E., Ferreira-Lopes, A. (2015): „Determinants of Comovement and of Lead and Lag Behavior of Business Cycles in the Eurozone“, Working Papers Series 2 15-02, ISCTE-IUL, Business Research Unit (BRU-IUL).
- ECB (2015): ECB Economic Bulletin, Issue 5 (2015), Article 1. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201505_article01.en.pdf>
- Eichengreen, B. (2008): „Sui Generis EMU“, *European Economy – Economic Papers* 303, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission.
- Eichengreen, B. (2009): „The Crisis and the Euro“, Working Paper 23/2009, Elcano Royal Institute, Madrid.
- El-Shagi, M., Lindner, A., von Schweinitz, G. (2014): „Real Effective Exchange Rate Misalignment in the Euro Area: A Counterfactual Analysis“, *IWH Discussion Papers* 6, Halle Institute for Economic Research.
- ESM (2015): FAQ sheet on the ESM direct recapitalisation instrument. Dostupné online <<http://esm.europa.eu/pdf/2014-12-08%20FAQ%20DRI.pdf>>.
- Estrada, A., Galí, J., López-Salido, D. (2013): „Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area“, *IMF Economic Review*, Vol. 61, Issue 4, pp. 601–630, 2013.
- Eurostat (2014): *Taxation Trends in the European Union*, 2014 Edition.
- Evropská komise (2006): *The European Economy: 2006 Review - Adjustment Dynamics in the Euro Area*, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication425_en.pdf.
- Evropská komise (2014a): *Roční analýza růstu 2015*. KOM (2014) 902 v konečném znění.
- Evropská komise (2014b): *Pracovní program Komise na rok 2015 Nový začátek*. KOM (2014) 910 v konečném znění.
- Evropská komise (2015a): *Evropská ekonomická předpověď*. Jaro 2015. ISSN 1725-3217
- Evropská komise (2015b): *Prohlášení Evropské komise, Evropské centrální banky a Mezinárodního měnového fondu ze dne 27. 7. 2015*. Dostupné online <http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2015-07-27-statement-cyprus_en.htm>
- Evropská komise (2015c): *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2015.
- Evropská komise (2015d): *The 2015 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013–2060)*, *European Economy* 3/2015.
- Farrant, K., Peersman, G. (2006): „Is the Exchange Rate a Shock Absorber or a Source of Shocks? New Empirical Evidence“, *Journal of Money, Credit and Banking* 38(4), pp. 939–961, June.
- Fasone, Christina (2014): „European Economic Governance and Parliamentary Representation. What Place for the European Parliament?“ *European Law Journal*, Vol. 20, No. 2, pp. 164–185.
- Ferreira-Lopes, A. (2010): „In or out? The welfare costs of EMU membership“, *Economic Modelling* 27(2), pages 585–594, March.
- Ferreira-Lopes, A. (2014): „The Welfare Costs of the EMU for Transition Countries“, *Prague Economic Papers* 2014(4), pp. 446–473.
- Ferroni, F., Klaus, B. (2014): „Euro Area business cycles in turbulent times: convergence or decoupling?“ Working papers 522, Banque de France.

- Flek, V., Hájek, M., Hurník, J., Prokop, L., Račková, L., Soukupová, E. (2001): „Výkonnost a struktura nabídkové strany“, Výzkumná práce ČNB č. 27.
- Frankel, J. (2008): „Should Eastern European Countries Join the Euro? A Review and Update of Trade Estimates and Consideration of Endogenous OCA Criteria“, Working Paper Series 08-059, Harvard University.
- Frankel, J. A., Rose, A. K. (1997): „Is EMU more justifiable ex post than ex ante?“, *European Economic Review*, Vol. 41, pp. 753–760.
- Frankel, J. A., Rose, A. K. (1998): „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, *The Economic Journal*, pp. 1009–1025.
- Franta, M., Saxa, B., Šmídková, K. (2007): „Inflation Persistence: Euro Area and New EU Member States“, ECB Working Paper No. 810.
- Franta, M., T. Holub, P. Král, I. Kubíčková, K. Šmídková, B. Vašíček (2014): „Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR“, *CNB Research and Policy Notes*, č. 3/2014.
- Gavin M., Siedschlag, I. (2011): „Has the Euro Boosted Intra-Euro Area Exports? Evidence from Industry Data“, *Review of Economics and Institutions* 2(3).
- Georgiadis, G. (2015): „Examining asymmetries in the transmission of monetary policy in the euro area: Evidence from a mixed cross-section global VAR model“, *European Economic Review* 75(C), pp. 195–215.
- Geršl, A., Seidler, J. (2011): „Credit Growth and Capital Buffers: Empirical Evidence from Central and Eastern European Countries“, Research and Policy Notes 2011/02, CNB.
- Giannone, D., Lenza M., Reichlin L. (2009): „Business Cycles in the Euro Area“, ECB Working Paper No. 1010.
- Giannone, D., Reichlin, L. (2006): „Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?“, ECB Working Paper No. 595.
- Glick R., Rose, A. K. (2015): „Currency Unions And Trade: A Post-EMU Mea Culpa“, NBER Working Papers 21535.
- Gomis-Porqueras P., Puzzello, L. (2015). "Winners and Losers from the euro," Economics Series 2015_2, Deakin University, Faculty of Business and Law, School of Accounting, Economics and Finance.
- Gregg, P. (2000): „The Use of Wage Floors as Policy Tools“, OECD Economic Studies No. 31.
- Gren, J., Howarth, D., Quaglia, L. (2015): „Supranational Banking Supervision in Europe: The Construction of a Credible Watchdog“, *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 53, Issue Supplement S1, pp. 181–199.
- Hápl, M., Škořepa, M. (2011): „Long-run equilibrium exchange rate notions in monetary policy strategies: The case of the Czech National Bank“ in *The Influence of External Factors on Monetary Policy Frameworks and Operations*, BIS Paper 57, pp. 155–162, Bank for International Settlements.
- Hansen, B. E. (1999): „The Grid Bootstrap and the Autoregressive Model“, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No. 4, pp. 594–607.
- Havránek, T. (2010): „Rose Effect and the Euro: Is the Magic Gone?“, *Review of World Economics* Vol 146(2), pp. 241–261.
- Havránek, T., Horváth, R., Iršová, Z., Rusnák, M. (2014): „Cross-Country Heterogeneity in Intertemporal Substitution“, CNB Working Paper 6/2014.
- Havránek, T., Iršová, Z. (2010): „Which Foreigners Are Worth Wooing? A Meta-Analysis of Vertical Spillovers from FDI“, CNB Working Paper 3/2010.

- Havránek, T., Rusnák, M. (2012): „Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis“, Czech National Bank Working Paper 10/2012.
- Havránek, T., Rusnák, M., Sokolova, A. (2015): „Habit Formation in Consumption: A Meta-Analysis“, CNB Working Paper 3/2015.
- Hoekman, B., Djankov, S. (1996): „Intra-industry Trade, Foreign Direct Investment and Reorientation of East European Exports“, CEPR Discussion Paper No. 1377.
- Horváth, R. (2005): „Exchange Rate Variability, Pressures and Optimum Currency Area Criteria: Implications for the Central and Eastern European Countries“, CNB WP 8/2005.
- Horváth, R., Podpiera A. M. (2009): „Heterogeneity in Bank Pricing Policies: The Czech Evidence“, CNB WP 8/2009.
- Hughes-Hallet, A., Piscitelli, L. (2002): „Does Trade Integration Cause Convergence?“, *Economic Letters*, 75(2), pp. 165–170.
- Illes, A., Lombardi, M. (2013): „Interest rate pass-through since the financial crisis“, BIS Quarterly Review, September 2013.
- Imbs, J. (2004): „Trade, Finance, Specialization, and Synchronization“, *The Review of Economics and Statistics* 86 (3), 723–734.
- Imbs, J. (2006): „The Real Effects of Financial Integration“, *Journal of International Economics* 68 (2), 296–324.
- Inklaar, R., Jong-A-Pin, R., de Haan, J. (2008): „Trade and business cycle synchronization in OECD countries - A re-examination“, *European Economic Review* 52(4), pp. 646-666.
- Irac, D. a Lopez, J. (2015): „Euro area structural convergence? A multi-criterion cluster analysis“, *International Economics*, Volume 143, October 2015, pp. 1–22.
- Jackman, R., Roper, S. (1987): „Structural Unemployment“, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 49(1): 9–36.
- Jansen, W. J., Stokman, A. C. (2004): „Foreign Direct Investment and International Business Cycle Comovement“, Working Paper Series 401, European Central Bank.
- Jarocinski, M. (2010): „Responses to monetary policy shocks in the east and the west of Europe: a comparison“, *Journal of Applied Econometrics*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 25(5), pp. 833–868.
- Javorcik, B. S. (2004): „Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages“, *American Economic Review*, 94(3), pp. 605–627.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B. E., Yosha, O. (2003): „Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence“, *American Economic Review*, 93(3), pp. 903–918.
- Kenen, P. B. (1969): „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View“, in Mundell and Swoboda (eds.) *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press.
- Kočenda, E. (2001): „Macroeconomic Convergence in Transition Countries“, *Journal of Comparative Economics*, 29, pp. 1–23.
- Krugman, P. (1981): „Intraindustry Specialization and the Gains from Trade“, *Journal of Political Economy*, 89 (5), pp. 959–973.
- Krugman, P. (1993): „Lessons of Massachusetts for EMU“, in Torres, F., Giavazzi, F. eds.: *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, pp. 241–261.
- Landesmann, M. (2000): „Chapter 4. Structural change in the transition economies, 1989–1999“, *Economic Survey of Europe*, 2000 No. 2/3, pp. 95–123.

- Landesmann, S. (1995): „Industrial Restructuring and Trade Reorientation in Eastern Europe“, Cambridge, Cambridge University Press.
- Lee, H. Y., Wu, J. L. (2004): „Convergence of interest rates around the Pacific Rim“, *Applied Economics*, 36, pp. 1281–1288.
- Lin, J. Y., Treichel, V. (2012): „The crisis in the Euro zone : did the euro contribute to the evolution of the crisis ?“, Policy Research Working Paper Series 6127, The World Bank.
- Marques, C. R. (2004): „Inflation Persistence: Facts or Artefacts?“ ECB Working Paper No. 371.
- Martin, R. (2010): „Boom and bust in the Baltic countries – Lessons to be learnt“, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, vol. 45, issue 4, pp. 220–226.
- McKinnon, R. I. (1963): „Optimum Currency Areas“, *American Economic Review*, 53 (4), pp. 717–725.
- Micco, A., Stein E., Ordonez G. (2003): „The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU“, *Economic Policy*, Vol. 18, pp. 315–343.
- Ministerstvo financí ČR (2006): Státní závěrečný účet České republiky za rok 2005, říjen 2006.
- Ministerstvo financí ČR (2012): *Konvergenční program České republiky*, duben 2012.
- Ministerstvo financí ČR (2013): *Konvergenční program České republiky*, duben 2013.
- Ministerstvo financí ČR (2014): *Konvergenční program České republiky*, duben 2014.
- Ministerstvo financí ČR (2015a): *Studie dopadu účasti či neúčasti České republiky v bankovní unii*, s. 120.
- Ministerstvo financí ČR (2015b): *Konvergenční program České republiky*, duben 2015.
- Ministerstvo financí ČR (2015c): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2015 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2015.
- MMF (2015a): Selected Issues Paper on Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014. IMF Country Report No. 15/98. pp. 36–53.
- MMF (2015b): „Czech Republic – Staff Report for the 2015 Article IV Consultation“, International Monetary Fund, červenec 2015.
- MMF FSI: *IMF Financial Soundness Indicators*, říjen 2015.
- MMF IFS: *IMF International Financial Statistics*, 2015.
- Mongelli, P. F. (2002): „‘New’ Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?“, ECB Working Paper No. 138.
- Mongelli, P. F. (2013): „The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance Between Sceptics and Advocates Shifting? “ Occasional Paper Series 144, European Central Bank.
- Mundell, R. A. (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas“, *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657–665.
- Neri, S., Ropele, T. (2015): „The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area“, Economic working papers 1007, Bank of Italy.
- Nicoletti, G., Scarpetta S. (2004): „Do Regulatory Reforms in Product and Labor Markets Promote Employment? Evidence from OECD Countries“, paper presented at the ECB/CEPR Conference on “What Helps or Hinders Labour Market Adjustments in Europe,” Frankfurt, 28–29 June.
- OECD (1998, 2004, 2010): *Employment Outlook*, Paris, OECD.
- OECD (2012): *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, Paris, OECD.
- OECD (2015): *Taxing wages 2013–2014*, OECD.
- Peers, Steve (2013): „Towards a New Form of EU Law? The Use of EU Institutions Outside the EU Legal Framework“, *European Constitutional Law Review*, Vol. 9, No. 1, pp. 37–72.

- Rada EU (2013): *Prohlášení Euroskupiny a ministrů Rady ECOFIN ze dne 18. 12. 2013*. Dostupné online: <<http://www.consilium.europa.eu/press/press-releases/2013/12/pdf/Statement-of-Eurogroup-and-ECOFIN-Ministers-on-the-SRM-backstop>>
- Rada EU (2014): *Rozhodnutí Rady ze dne 20. června 2014, kterým se zrušuje rozhodnutí 2010/284/EU o existenci nadměrného schodku v České republice*. Úřední věstník EU L 190/69.
- Razin, A., Rosefielde, S. (2012): „A Tale of Politically-Failing Single-Currency Area“, NBER Working Papers 18352, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Richardson, P., Boone, L., Giorno, C., Macci, M., Rae, D., Turner, D. (2000): „The concept, policy use and measurement of structural unemployment: Estimating a time varying NAIRU across 21 OECD countries“, OECD Economic Department Working Paper No. 250.
- Rose, A. (2000): „One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade“, *Economic Policy*, Vol. 15, pp. 7–45.
- Santis, R. A., Surico, P. (2013): „Bank Lending and Monetary Transmission in the Euro Area“, *Economic Policy*, CEPR & CES & MSH, vol. 28(75), pp. 423–457, 07.
- Sapir, A., Wolff, G. (2015): „Euro-area governance: what to reform and how to do it“, Bruegel Policy Brief, Issue 2015/01.
- Schepers, S. (2012): „A crisis of public affairs in Europe?“ *Journal of Public Affairs*, Volume 12, Issue 4, pp. 333–336.
- Singer, M. (2015): „Bylo lepší být během krize v eurozóně? Odpověď dávají data“, Blog ČNB, <https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/singer_20150302.html>
- Spolaore, E. (2013): „What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists“, *Journal of Economic Perspectives* vol. 27(3), pages 125–44.
- Stavrev, E. (2008): „What explains growth and inflation dispersion in EMU?“, *Czech Journal of Economics and Finance*, 58/1-2, pp. 57–67.
- Streeck, W. (2015): „Heller, Schmitt and the Euro“, *European Law Journal*, Vol. 21, Issue 3, pp. 361–370.
- Szeto, K. L., Guy, M., (2004): „Estimating a New Zealand NAIRU“, New Zealand Treasury Working Paper No. 04/10.
- Taylor, J. B. (2009): „Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis“, Stanford University, Hoover Institution Press.
- Van Leuvensteijn, M., Sorensen, C. K., Bikker, J. A., Van Rixtel, A. (2013): „Impact of Bank Competition on the Interest Rate Pass-Through in the Euro Area“, *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 45(11), pp. 1359–1380, April.
- World Bank (2015): *Doing Business 2015*.
- World Economic Forum (2015): *The Global Competitiveness Report 2015–2016*.
- Wyplosz, C. (2010a): „The Eurozone in the Current Crisis“, ADBI Working Paper Series, No. 207 (March).
- Wyplosz, C. (2010b): „Multilateral Surveillance“, European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policies (http://www.wyplosz.eu/fichier/econ_310.pdf).