

# Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou — 2020



Česká národní banka — Analýzy stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou — 2020

# Úvod

V souladu se „Strategií přistoupení České republiky k eurozóně“ ČNB společně s Ministerstvem financí ČR pravidelně hodnotí pokrok při vytváření podmínek pro přijetí eura, aby vláda ČR mohla stanovit cílové datum vstupu do eurozóny a v souvislosti s tím datum zapojení České republiky do mechanismu směnných kurzů ERM II. Hlavním analytickým vstupem ČNB v rámci tohoto hodnocení jsou každoroční „Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou“.<sup>1</sup>

V roce 2020 vypracovala ČNB, stejně jako předchozí rok, stručné vydání „Analýz sladění“. Důvodem je skutečnost, že zatím nelze posoudit, jak se do sladění české ekonomiky s ekonomikou eurozóny a do fungování přizpůsobovacích mechanismů promítnou dopady pandemie Covid-19. V datech s vyšší časovou frekvencí sice již můžeme pozorovat první dopady krize, řada v tomto dokumentu standardně prováděných analýz je však založena na ročních údajích s poslední známou hodnotou za rok 2019, tedy před propuknutím koronavirové pandemie.

Těžištěm letošního dokumentu je **Celkové vyznění analýz**, které vychází z tradičně zpracovávaných analýz, jejichž grafické a tabulkové výsledky obsahuje tzv. **Chartbook**. Tyto analýzy hodnotí jak připravenost české ekonomiky na vstup do eurozóny, tak hospodářskou a institucionální situaci eurozóny samotné. Teoretická východiska, motivace jednotlivých analýz a jejich technický popis jsou uvedeny v samostatné **Metodologické příloze**, která je umístěna jako elektronický dokument na internetových stránkách ČNB. Vedle toho je letošní vydání „Analýz sladění“ doplněno o čtyři **tematické analýzy**, které jsou zaměřeny na aktuální dění související s koronavirovou krizí. Konkrétně se zaměřují na monitoring opatření měnových, obezřetnostních a fiskálních orgánů na podporu ekonomik zasažených koronavirovou krizí, souvisejícímu financování ze strany EU a na vliv pandemie na mezinárodní obchod.




**Analýzy v dokumentu se zaměřují na tradičně vymezený okruh makroekonomických témat bez ambicí podat zhodnocení některých dalších otázek relevantních z hlediska vstupu České republiky do eurozóny.** Předmětem posouzení tak není podrobná analýza dopadů vstupu České republiky do bankovní unie, včetně přenosu pravomocí v oblasti obezřetnostního dohledu a řešení krizí úvěrových institucí na nadnárodní úrovni a s tím spojené ekonomické a finanční dopady, náklady spojené se členstvím v ESM ani další, např. právní a politické aspekty vstupu do eurozóny. Hodnoceny nejsou ani důsledky vyplývající ze změn procesu vstupu do ERM II, který je nutnou podmínkou pro vstup do eurozóny. Dokument se nezabývá otázkou celkové výhodnosti či nevýhodnosti přijetí eura<sup>2</sup> a neformuluje doporučení ohledně tohoto kroku. Politické rozhodnutí o stanovení data pro vstup do eurozóny přísluší vládě ČR.

<sup>1</sup> Analýzy sladění jsou analytickým dokumentem ČNB. Doporučení vládě ČR týkající se z ekonomického pohledu načasování přijetí společné evropské měny dává až následný společný navazující dokument MF ČR a ČNB (Vyhodnocení).




<sup>2</sup> Popis bilance přínosů a nákladů případného přijetí eura a motivace výběru uvedených analýz jsou obsaženy v dokumentu Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2018, který je k dispozici na webu ČNB: <<https://www.cnb.cz/pristoupeni-k-eurozone>>.

**Vyznění jednotlivých analýz je graficky znázorněno v podobě barevně a směrově rozlišených šipek.**

Barva pozadí šipky vyjadřuje, jak daný indikátor vyznívá z hlediska rizik spojených s případným přijetím eura v analyzovaných oblastech:

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

Směr šipky podává informaci o vývoji daného indikátoru od poslední analýzy (z předchozího roku):

-  došlo ke zlepšení indikátoru
-  došlo ke zhoršení indikátoru
-  nedošlo ke zlepšení ani ke zhoršení indikátoru

**Uvedené hodnocení, jak daný indikátor vyznívá, se týká pouze výsledků konkrétní analýzy zpracované pro vybranou oblast ekonomiky.** Stejně tak směr šipky podává informaci pouze o tom, zda se v dané konkrétní oblasti situace během posledního roku zlepšila, zůstala na přibližně stejné úrovni, či se zhoršila.

**V žádném případě však tato vyznění nelze považovat za doporučení ČNB pro přijetí eura Českou republikou, nebo dokonce za výsledné rozhodnutí České republiky ohledně přijetí eura.** Stejně tak není možné sčítáním jednotlivých barevných indikátorů či šipek sestavit jeden souhrnný indikátor.

# Obsah

<b>ÚVOD</b>	<b>2</b>
<b>OBSAH</b>	<b>4</b>
<b>I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ</b>	<b>5</b>
<b>II. TEMATICKÉ ANALÝZY</b>	<b>12</b>
II.1. Opatření měnových a obezřetnostních orgánů v reakci na pandemii koronaviru	12
II.2. Fiskální reakce vybraných členských států a EU jako celku na pandemii koronaviru	15
II.3. Vydávání dluhopisů ze strany EU	18
II.4. Vliv pandemie na mezinárodní obchod a role globálních výrobních řetězců	20
<b>III. CHARTBOOK</b>	<b>22</b>
III.1. Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou	23
III.1.1. Přímé ukazatele sladěnosti	23
III.1.2. Podobnost transmise měnové politiky	36
III.2. Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky	43
III.2.1. Fiskální politika	43
III.2.2. Trh práce a produktů	47
III.2.3. Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky	56
III.3. Ekonomická sladěnost států eurozóny	57
<b>IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ</b>	<b>62</b>

## Seznam autorů

Kateřina Arnoštová, Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Babecký, Soňa Benecká, Jan Brůha, Vilma Dingová, Jaromír Gec, Dana Hájková, Eva Hromádková, Luboš Komárek, Zlatuše Komárková, Jan Král, Petr Král, Ivana Kubicová, Lucie Matějková, Pavla Netušilová, Filip Novotný, Renata Pašaličová, Anna Pavlovová, Lukáš Pfeifer, Miroslav Plašil, Michaela Ryšavá, Branislav Saxa, Vojtěch Siuda, Eva Slezáková, Marek Souček, Lena Stránská, Radek Šnobl, Radka Štiková, Josef Švéda, Martin Vojta

## Editorky

Lucie Matějková, Kateřina Arnoštová

## I. CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ

**Budoucí přijetí společné evropské měny by mělo dále zvýšit přínosy, které pro Českou republiku vyplývají z jejího intenzivního zapojení do mezinárodních ekonomických vztahů.** Přijetím eura totiž dojde k odstranění kurzového rizika ve vztahu k eurozóně a tím ke snížení nákladů zahraničního obchodu a investic.

**Vedle zmíněných přínosů však přijetí eura současně přináší rizika plynoucí ze ztráty nezávislé měnové politiky a pružnosti měnového kurzu.** Také s ním souvisejí náklady vyplývající z nových institucionálních závazků daných vývojem v eurozóně, včetně povinnosti vstupu do bankovní unie či členství v ESM.

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

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

### **ukazatele naznačující relativně nízkou míru rizik spojených s případným přijetím eura v analyzované oblasti**

Dlouhodobě k nim patří zejména vysoká míra otevřenosti české ekonomiky a velká obchodní i vlastnická provázanost s eurozónou. Ty vytvářejí předpoklady pro existenci přínosů ze zavedení eura, jakými jsou zmiňované snížení transakčních nákladů a odstranění kurzového rizika. Silné obchodní propojení současně přispívá k vysoké sladěnosti hospodářského cyklu České republiky s eurozónou, ta se nicméně v předchozích několika letech poněkud snížila. Míra používání eura v české ekonomice dále roste, koncentruje se však téměř výhradně do obchodních vztahů české podnikové sféry. K dalšímu sblížení mezi českou ekonomikou a eurozónou došlo vlivem makroekonomických dopadů koronavirové pandemie u úrokových sazeb. Sladěný s eurem zůstává vývoj české koruny ve vztahu k americkému dolaru a překážkou pro vstup do eurozóny není ani setrvačnost inflace. Rovněž na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky naznačuje několik ukazatelů připravenost na přijetí eura. Vysoká a dále rostoucí míra ekonomické aktivity a nízká míra dlouhodobé nezaměstnanosti signalizují zvyšující se pružnost trhu práce. Pozitivně lze hodnotit také stabilní domácí bankovní sektor, který vstoupil do sestupné fáze finančního cyklu způsobené propuknutím koronavirové pandemie v dobré kondici s robustní kapitálovou a likviditní pozicí.

### **neutrálně vyznívající ukazatele**

Do této kategorie spadá zejména celková podobnost transmise měnové politiky v České republice a v eurozóně. V některých finančních ukazatelích se sice Česká republika od průměru měnové unie liší, například co se týče hloubky finančního zprostředkování, zadlužení soukromého sektoru či struktury finančních aktiv a pasiv nefinančních podniků, resp. domácností, z hlediska přijetí eura to však nelze označit za nevýhodu či zásadní překážku. Neutrálně vyznívá také ukazatel sladěnosti finančních cyklů České republiky a eurozóny. Flexibilita trhu práce se – jak bylo konstatováno výše – v některých aspektech zlepšuje. Nicméně nastavení systému daní a dávek může zejména pro nízkopříjmové skupiny snižovat motivaci aktivně hledat pracovní uplatnění. Neutrálně vyznívá také například hodnocení konkurenceschopnosti české ekonomiky.

### **ukazatele naznačující ekonomická rizika spojená s případným přijetím eura v analyzované oblasti**

Patří k nim zejména stále nedokončený proces reálné ekonomické konvergence České republiky k eurozóně i přetrvávající nižší strukturální podobnost ekonomik. Na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky je problémem často procyklický charakter fiskální politiky. Potřeba stabilizovat ekonomiku zasaženou koronavirovou pandemií pomocí nástrojů fiskální politiky se v letošním roce odráží ve výrazném zhoršení hospodaření vládního sektoru a nárůstu státního dluhu. Problémem zůstává také otázka dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí, neboť vlivem nedávných úprav českého důchodového systému došlo k dalšímu zhoršení jejího nepříznivého výhledu daného stárnutím populace.

## Srovnání podobnosti ekonomiky České republiky s eurozónou

**Proces přibližování se k eurozóně, pokud jde o ekonomickou úroveň a cenovou a mzdovou hladinu, v České republice pokračoval i v roce 2019, dosažený stupeň reálné konvergence přesto stále nedosahuje průměru eurozóny.** Ačkoli se Česká republika ve všech klíčových ukazatelích dále přiblížila průměru eurozóny, odstup od něj zůstává u většiny ukazatelů výrazný a nadále představuje faktor hovořící proti brzkému přijetí eura. V důsledku rovnovážného posilování reálného měnového kurzu a konvergence ve mzdové úrovni by totiž po případném přijetí eura mohlo dojít k dlouhodobému tlaku na růst domácí inflace nad stávající 2% cíl ČNB.<sup>3</sup>

**Česká republika dosahuje dlouhodobě vysoké korelace ekonomické aktivity s eurozónou, v předchozích letech však byla cyklická sladěnost relativně nižší.** Tato změna byla patrná jak z rozdílné dynamiky HDP, tak i ze snížení korelace vývoje českých exportů a ekonomického vývoje v eurozóně v období před koronavirovou pandemií. Obdobná a shodně načasovaná ekonomická odezva na společný externí šok v podobě propuknutí celosvětové pandemie nicméně přináší opětovný nárůst naměřené cyklické sladěnosti.

**Přetrvávající rozdíly ve struktuře české ekonomiky a ekonomiky eurozóny spočívají zejména v nadprůměrně vysokém podílu průmyslu na tvorbě českého HDP.** Strukturální rozdíly přitom z hlediska přijetí společné měny představují riziko vzniku možných asymetrických šoků, na něž by jednotná měnová politika nemohla v plném rozsahu reagovat. Případné strukturální změny ve sledovaných ekonomikách vyvolané současnou koronavirovou krizí bude možné pozorovat nejspíše až s určitým časovým odstupem.

**Jedním z dlouhodobě nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny zůstává vysoká obchodní a vlastnická provázanost.** Odstranění kurzového rizika a úspora transakčních nákladů při zavedení eura by totiž znamenaly velký přínos zejména pro tuzemskou podnikovou sféru intenzivně zapojenou do mezinárodní dělby práce. Poměrně značná intenzita mezinárodních ekonomických vztahů doprovázená v případě České republiky i vysokou intenzitou vnitrodvětvového obchodu totiž s největší pravděpodobností povede k vysoké synchronizaci ekonomických šoků a cyklické sladěnosti, a tedy k nižším nákladům spojeným se ztrátou samostatné měnové politiky. Sladěnost je podporována také silnou vlastnickou provázaností s eurozónou.

**Sladěnost finančního cyklu České republiky a eurozóny se v průběhu roku 2019 zvýšila, příspěvky jednotlivých složek ovlivňujících pozici ve finančním cyklu se však liší.** Pozice obou ekonomik ve finančním cyklu se sblížila, neboť se výrazně klesající indikátor finančního cyklu pro českou ekonomiku shora přiblížil k jen mírně se snižujícímu indikátoru eurozóny. V obou případech k poklesu přispěl zhoršený ekonomický sentiment měřený spotřebitelskou a podnikatelskou důvěrou. V České republice se do poklesu promítla také slábnoucí úvěrová dynamika a mírné zpomalení růstu cen nemovitostí, ke kterému mimo jiné přispělo zpřísnění měnové a makroobezřetnostní politiky v předchozích letech. Ve druhé polovině roku 2019 došlo ke snížení rozdílu mezi maximální a minimální hodnotou indikátoru finančního cyklu napříč zeměmi eurozóny, což poukazuje na mírný pokles heterogenity uvnitř eurozóny. V důsledku propuknutí koronavirové krize a přechodu do sestupné fáze cyklu lze očekávat postupný nárůst synchronizace mezi finančními cykly těchto ekonomik.

**Diferenciál krátkodobých sazeb v České republice a eurozóně se v 1. polovině roku 2020 snížil v důsledku reakce ČNB na globální ekonomický šok.** Podobně jako řada jiných centrálních bank přistoupila ČNB k uvolnění měnové politiky s cílem zmírnit dopady pandemie na cenovou a finanční stabilitu a podpořit českou ekonomiku. Při záporné depozitní úrokové sazbě ECB se tak rozpětí tříměsíčních úrokových sazeb PRIBOR a EURIBOR snížilo pod 1 procentní bod. K dalšímu uvolnění měnových podmínek nicméně došlo i v eurozóně, neboť ECB výrazně zvýšila objem nakupovaných aktiv zejména v rámci nového programu Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Rozdíl mezi korunovými a eurovými dlouhodobými úrokovými sazbami se také mírně snížil, riziko výrazného šoku spojeného s jejich sblížením při přijetí eura tak zůstává relativně malé.

**Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro.** Korelace kurzu české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru se sice v březnu 2020 krátkodobě výrazně snížila, když na kurz koruny spolu s prvními dopady pandemie nepříznivě působil odliv velkého objemu krátkodobého kapitálu. Následně však koruna propad korigovala a dosáhla téměř loňské úrovně. Volatilita kurzu české měny vůči euru se v důsledku napětí na finančních trzích razantně zvýšila, stejně jako v případě ostatních střeoevropských měn. Výsledky analýz konvergence finančních trhů poukazují na silné a asymetrické dopady koronavirové krize. Úroveň sladěnosti jednotlivých segmentů českého finančního trhu s eurozónou se dlouhodobě pozvolna zvyšovala, nicméně od dubna 2020 došlo ke snížení sladěnosti a nárůstu volatilitu.

<sup>3</sup> Jak ukazují např. D'Adamo a Rovelli (2015), u konvergujících zemí může příliš brzké přijetí eura vést k nadměrné inflaci.



**Hloubka finančního zprostředkování i výše zadluženosti soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny.** Ten však nepředstavuje hladiny, k nimž by měl český finanční sektor dospět. Nadměrná velikost finančního sektoru i nadměrné zadlužení soukromého sektoru by v dotčených zemích mohly prohloubit cyklický pokles reálné ekonomiky v důsledku negativního šoku (např. v souvislosti s koronavirovou krizí), podobně jako tomu bylo v některých zemích eurozóny během globální finanční krize.

**Podobnost struktury financování českých podniků s podniky v eurozóně vzrostla, naopak podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny dále klesala.** Ke zvýšení podobnosti v sektoru podniků opětovně přispěl zejména pokles podílu objemu úvěrů k celkovým pasivům v eurozóně při stagnaci tohoto podílu v České republice a také pokles podílu ostatních závazků podniků v České republice. Podobnost rozvah českých podniků s podniky v eurozóně je značná. U domácností stojí za poklesem podobnosti rozvah výrazný relativní růst významu podílových listů a akcií v celkových finančních aktivech českých domácností ve srovnání s domácnostmi v eurozóně, při přetrvávajících značných rozdílech v držbě jiných typů aktiv.<sup>4</sup> Rozdíly ve struktuře rozvah domácností v České republice a v eurozóně mohou znamenat jejich rozdílnou citlivost na změnu úrokových sazeb a tedy na případné působení společné měnové politiky.

**Struktura úvěrů dle délky fixace úrokové sazby v České republice a v eurozóně se dále sblížila, což zvyšuje pravděpodobnost podobné transmise měnové politiky skrze úrokový kanál.** U úvěrů domácnostem na bydlení pokračoval shodně v České republice i eurozóně příklon k delším fixacím, v eurozóně přitom převažují desetileté fixace, v České republice fixace na 5 až 10 let. Tento vývoj přispívá k vyšší podobnosti transmise měnových politik, současně však může znamenat snížení citlivosti klientských úrokových sazeb na změny krátkodobých tržních, resp. měnověpolitických sazeb. K dalšímu mírnému nárůstu delších fixací došlo v České republice i eurozóně také u úvěrů nefinančním podnikům, i nadále však platí, že zhruba 80 % objemu poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům sledovaných zemí má pohyblivé sazby či sazby s fixací do jednoho roku. To přináší poměrně rychlou transmisí změny měnověpolitických a návazně tržních sazeb do úročení úvěrů v uvedeném segmentu. Transmise měnové politiky v České republice a v eurozóně však funguje různě intenzivně skrze jednotlivé kanály, což naznačují rozdíly ve velikosti jednotlivých složek rozpětí klientských sazeb nefinančním podnikům vůči jednodenní mezibankovní sazbě. Toto rozpětí bylo v České republice dlouhodobě nižší, v důsledku koronavirové krize však v České republice vzrostlo nad úroveň eurozóny. Podobnost skladby těchto rozpětí se přitom zvýšila.

**Česká ekonomika se vyznačuje postupně rostoucím využíváním eura nefinančními podniky vlivem vysoké obchodní provázanosti s eurozónou a snahy tuzemských podniků o zajištění proti kurzovému riziku.** Projevuje se to zejména zvýšeným čerpáním úvěrů v cizí měně, které bylo v posledních dvou letech motivováno také rozšířeným kladným úrokovým diferencíalem sazeb v české ekonomice vůči eurozóně. Vysokým podílem eurových úvěrů se vyznačuje zejména zpracovatelský průmysl s významným zastoupením exportních podniků a dále sektor nemovitostí. Vzhledem k předchozímu nárůstu zadlužení podniků v cizích měnách může být splácení těchto úvěrů nepříznivě ovlivněno případným výrazným oslabením kurzu koruny vůči euru v kombinaci se snížením eurových tržeb ze zahraničí v souvislosti s koronavirovou krizí. Ve druhém čtvrtletí 2020 růst úvěrů v cizí měně zvolnil, což bylo doprovázeno výrazným zvýšením krátkodobého zajištění vývozu některých podniků na finančním trhu. Podíl eurových plateb mezi českými podniky se v posledních letech pohyboval kolem 20 % a výrazněji se neměnil. Naopak dlouhodobě nízká zůstává euroizace u českých domácností; jejich zadlužení i vklady v cizích měnách jsou zanedbatelné.

### **Přízpůsobovací mechanismy české ekonomiky**

**Hodnocení střednědobého a dlouhodobého výhledu v oblasti fiskální politiky z pohledu funkčnosti přízpůsobovacích mechanismů je v současné situaci složité.** Vzhledem k aktuální situaci způsobené pandemií Covid-19 je nyní hlavní pozornost fiskální politiky zaměřena na zmírňování ekonomických a sociálních důsledků probíhající pandemie. V České republice bude v roce 2020 překročeno 3% maastrichtské konvergenční kritérium pro deficit vládního sektoru a nebude dodržen ani střednědobý rozpočtový cíl pro strukturální saldo (MTO na úrovni -0,75 % HDP). S ohledem na potřebu stabilizovat ekonomiku zasaženou propuknuvší pandemií koronaviru pomocí nástrojů fiskální politiky je však tento vývoj opodstatněný a v souladu s evropskou legislativou. Úroveň vládního dluhu v předvečer propuknutí pandemie byla relativně nízká. Nicméně je třeba konstatovat, že již před vypuknutím pandemie došlo v České republice k otočení předchozího pozitivního trendu a k mírnému zhoršení celkového i strukturálního salda. To odráželo nárůst výdajů zejména mandatorního charakteru, a to v situaci solidního ekonomického růstu. V posledních letech tak byl

<sup>4</sup> Jedná se zejména o vyšší podíl oběživa a vkladů a nižší podíl pojistných, penzijních a standardizovaných záručních aktiv v bilancích českých domácností.

v důsledku procyklické fiskální politiky poněkud snížen prostor pro možné fiskální uvolnění v případě potřeby. I po vyloučení nově schválených fiskálních opatření na podporu ekonomiky by v letošním roce pravděpodobně došlo k dalšímu zhoršení strukturálního salda a možnému nedodržení MTO. Nevyřešenou otázkou nadále zůstává dlouhodobá udržitelnost českých veřejných financí. Česká republika se přitom dlouhodobě potýká zejména s problémem odolnosti penzijního a zdravotního systému.

**Ukazatele trhu práce se v posledních letech – zejména díky příznivé fázi hospodářského cyklu – zlepšovaly, začínají se však projevovat známky jeho pozvolného ochlazování.** To naznačuje zejména pokles zaměstnanosti, obrat Beveridgeovy křivky a zpomalení dlouhodobého růstu míry ekonomické aktivity. Pozitivem zatím zůstává stále velmi nízká míra dlouhodobé nezaměstnanosti. K rostoucí flexibilitě trhu práce až do roku 2019 přispíval pozvolně se zvyšující podíl cizinců na populaci, růst podílu částečných úvazků se naopak zastavil. Negativem zůstává nastavení daní a sociálních dávek, jehož důsledkem je riziko “pasti nezaměstnanosti” a “pasti nízkých příjmů”. Z hlediska celkové konkurenceschopnosti ekonomiky zůstává Česká republika v rámci sledovaných zemí mezi lépe hodnocenými.

**Domácí finanční sektor se v loňském roce vyvíjel příznivě a udržel si tak vysokou odolnost proti možným nepříznivým šokům.** Jeho dominantní segment, tedy bankovní sektor, vstoupil do sestupné fáze finančního cyklu způsobené propuknutím koronavirové pandemie s robustní kapitálovou a likviditní pozicí. Ziskovost dosahovala historicky nejvyšší úroveň, avšak s nástupem krize začala klesat zejména vlivem počínajícího nárůstu očekávaných úvěrových ztrát. Schopnost bankovního sektoru absorbovat ztráty a poskytovat úvěry reálné ekonomice podpořila ČNB postupným snížením sazby proticyklické kapitálové rezervy z 1,75 % na 0,5 %.<sup>5</sup>

### Situace v eurozóně a Evropské unii

**Ekonomická aktivita v eurozóně se v letošním roce hluboce propadla v důsledku propuknutí pandemie koronaviru a bezprecedentních opatření vlád v boji proti ní.** Tato opatření na určitou dobu zpomalila a v některých sektorech (jako například služby nebo cestovní ruch) prakticky zastavila chod hospodářství. Konečná bilance negativních ekonomických dopadů pandemie na jednotlivé státy eurozóny se může značně lišit, přičemž zejména u vysoce zadlužených zemí mohou být celkové ztráty zásadní. Prováděná fiskální opatření na podporu ekonomik povedou (po předchozích dílčích úspěších v podobě zlepšeného hospodaření veřejného sektoru) k výraznému prohloubení zadluženosti vlád, což v řadě těchto zemí vyčerpá prostor pro dodatečnou fiskální reakci na případné další negativní ekonomické šoky. Na ekonomický propad reagovala výjimečným uvolněním také měnová politika ECB. S depozitní úrokovou sazbou již po dlouhou dobu v záporných hodnotách přistoupila ECB nejprve k navýšení objemu stávajících nákupů cenných papírů (APP) a následně ke zřízení nového pandemického programu PEPP, který výrazně podpořil likviditu a zmírnil napětí na finančních trzích. ECB také letos v březnu dále zmírnila podmínky programu TLTRO III, poskytujícího bankám dlouhodobé úvěry s cílem stimulace objemu úvěrů ekonomickým subjektům. Celková inflace v zemích eurozóny se v letošním roce vlivem koronavirové krize snížila až do záporných hodnot. Jádrová inflace se přitom zhruba do poloviny letošního roku pohybovala okolo 1 % a následně poklesla k téměř nulovým hodnotám. Její rozptyl napříč zeměmi odráží mimo jiné rozdílná tempa růstu mezd. Ten ve většině zemí eurozóny vlivem ekonomických dopadů pandemie zpomalil a zároveň došlo k nárůstu míry nezaměstnanosti.

**Potřeba reagovat na krizi zásadně změnila způsob dosavadní práce a tematické zaměření činnosti unijních institucí i členských států.** Před příchodem pandemie očekávala Evropská komise ve svých prognózách setrvalý, byť jen velmi pozvolný růst, a to jak v EU jako celku, tak v omezenější míře i v eurozóně. V tomto kontextu se pohybovaly také výhledy a plány jednotlivých členských států i pracovní program nové Evropské komise na rok 2020, pokud jde o významné projekty spojené s fungováním a integrací eurozóny. V reakci na krizi nicméně v EU došlo k výraznému přeměrování pozornosti od dlouhodobých projektů zaměřených na dokončování a prohlubování Hospodářské a měnové unie k řešení akutních problémů a výzev způsobených krizí.

**Rok 2019 nepřinesl významný posun v oblastech směřujících k dalšímu prohlubování Hospodářské a měnové unie a integrace eurozóny a pandemie Covid-19 toto pomalé tempo změn v roce 2020 dále zbrzdila.** Strategické unijní dokumenty<sup>6</sup> (přijaty byly ještě před vypuknutím pandemie Covid-19, což snižuje jejich relevanci) jako hlavní priority EU nadále zmiňují dokončení bankovní unie a unie kapitálových trhů, boj proti praní špinavých peněz a financování

<sup>5</sup> Mezinárodní srovnání reakce makroobezřetnostní politiky na koronavirovou krizi je popsáno v tematické analýze „Opatření měnových a obezřetnostních orgánů v reakci na pandemii koronaviru“ těchto Analýz sladěnosti.

<sup>6</sup> Nová strategická agenda na roky 2019 – 2024: <<https://www.consilium.europa.eu/media/39914/a-new-strategic-agenda-2019-2024-en.pdf>>; Politická vodítka nové Evropské komise: <[https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission_en.pdf)>; legislativní plán Evropské komise na rok 2020: <[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/cwp-2020-publication\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/cwp-2020-publication_en.pdf)>.



terorismu a posilování mezinárodní role eura. Konkrétní kroky by se pak měly zaměřit na reformu Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) spočívající v posílení jeho nástrojů a zavedení společného trvalého jistícího mechanismu pro Jednotný fond pro řešení krizí (tzv. backstop), na vznik Evropského systému pojištění vkladů (EDIS) a na dokončení prací na Rozpočtovém nástroji pro konvergenci a konkurenceschopnost (BICC) a Nástroji pro konvergenci a reformy (CRI). Jejich realizace ovšem vážne, v případě BICC a CRI pak došlo k úplnému zastavení prací a přesunu alokovaných prostředků z obou nástrojů k opatřením na boj s dopady současné krize. Iniciativa k posílení mezinárodní role eura výrazně nepokročila a Komise se k této problematice plánuje výhledově vrátit. Debaty o unii kapitálových trhů (CMU) v polovině roku 2020 oživila zpráva vypracovaná tzv. High-level fórem,<sup>7</sup> která zahrnuje rozsáhlý soubor konkrétních doporučení a možných legislativních změn. V září 2020 pak Komise zveřejnila nový akční plán k CMU,<sup>8</sup> v němž mimo jiné navrhuje vytvoření jednotného rámce pravidel (single rulebook) pro dohled nad kapitálovými trhy v EU, systém podpory pro malé a střední podniky v přístupu k burzovnímu a nebankovnímu financování a výhledově (nejdříve však ve 4. čtvrtletí roku 2021) chce Komise zvážit také iniciativu na další rozšíření dohledových pravomocí evropských orgánů dohledu (ESAs). Souběžně s akčním plánem k CMU Komise představila také tzv. balíček k digitálním financím (Digital Finance Package).<sup>9</sup> Ten obsahuje mimo jiné opatření na podporu implementace systémů přeshraničních okamžitých eurových plateb, a to jak v rámci eurozóny, tak v členských státech EU mimo měnovou unii včetně spolupráce se třetími státy. Balíček také přichází s návrhy, jejichž deklarovaným cílem je přispět k posílení bankovní unie a CMU.<sup>10</sup> V případě reformy ESM bylo dosaženo shody na všech částech spojených s touto reformou. Dokončení všech formálních záležitostí (tj. finalizace a podpis změněné smlouvy o ESM) by mělo proběhnout nejpozději do konce ledna 2021. Následně bude reforma ESM předložena k ratifikaci na národní úrovni. Na úrovni Euroskupiny došlo také k dokončení diskuse o backstopu coby úvěrové linky z ESM. Byla dosažena dohoda jak na jeho celkovém objemu (68 mld. EUR), tak na jeho dřívějším zavedení v roce 2022. Práce na EDIS by měly v technické expertní rovině výhledově pokračovat, nicméně i zde byl pokrok marginální, a to i v důsledku krize způsobené Covid-19, která téma ještě více upozadila. V souvislosti s EDIS tak nadále přetrvává řada nevyřešených otázek, včetně podoby a fungování celého systému, jeho role a financování. Podle závěrů Euroskupiny z ledna 2020 mělo dojít k posunu v této problematice do konce června, současná krize však veškeré práce na EDIS dočasně přerušila.

**V návaznosti na ekonomickou krizi způsobenou Covid-19 byla v roce 2020 na úrovni EU přijata řada významných opatření za účelem zmírnění dopadů krize a snazšího vypořádání se s jejími důsledky.** Těmto opatřením se věnuje samostatná tematická analýza „Fiskální reakce vybraných členských států EU a Evropské unie jako celku na pandemii koronaviru“ těchto Analýz sladěnosti.

**Na červencovém jednání Evropské rady došlo k dohodě na podobě víceletého finančního rámce 2021–2027, prvního rámce, který již plně vznikl v kontextu odchodu Spojeného království z EU.** Jeho celkový objem činí 1 074,3 mld. EUR, tedy přibližně 1,1 % HDP EU. Mezi hlavními novinkami nového dlouhodobého rozpočtu je jasně stanovený objem prostředků, který má být věnován změnám klimatu (30 %) a zvýšená pozornost věnovaná digitální transformaci. Alokace prostředků na tradiční politiky, tedy kohezní a společnou zemědělskou politiku, pokračují v dlouhodobém setrvalém poklesu. Pozoruhodné je vzhledem k brexitu rovněž zachování stávajících rabatů pro některé čisté plátce, k nimž se nově přidalo i Německo.

**ECB obnovila na podzim roku 2019 nákupy aktiv členských států eurozóny v rámci programu PSPP (Public Sector Purchase Programme), který byl ustaven v roce 2014 a jehož objem již významně přesáhl 2 bln. EUR.** V kontextu krize bylo 12. března 2020 na nákupy aktiv v rámci programu uvolněno dodatečných 120 mld. EUR využitelných do konce roku 2020. V březnu 2020 taktéž ECB spustila výše zmíněný nový mimořádný program pro nákup soukromých i veřejných dluhopisů – Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), jehož prvotní alokace 750 mld. EUR byla

---

<sup>7</sup> Tuto zprávu (Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union - A new vision for Europe's capital markets) připravilo tzv. High-Level Forum k problematice budoucnosti evropských kapitálových trhů a proběhly o ní diskuse v rámci Hospodářského a finančního výboru (EFC). [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/growth\\_and\\_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf).

<sup>8</sup> Akční plán Komise k CMU (A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan) z 24. září 2020 obsahuje celkem 16 záměrů, jejichž implementaci bude Komise navrhopvat za účelem posílení a integrace kapitálových trhů v EU. Obsahově vychází v mnohém ze zprávy High-Level fóra z června 2020. [https://ec.europa.eu/finance/docs/law/200924-capital-markets-union-action-plan\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/law/200924-capital-markets-union-action-plan_en.pdf).

<sup>9</sup> Balíček návrhů EK k digitálním financím z 24. září 2020: [https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en).

<sup>10</sup> Zde jde především o návrhy nařízení na regulaci trhu s kryptoaktivy včetně stablecoins a užitkových tokenů, na pilotní program pro technologii distribuovaného registru a na ujednocení bezpečnostních standardů pro případ kybernetických útoků na infrastrukturu finančního sektoru včetně posílení pravomocí ESAs a ECB v této oblasti.

v červnu navýšena na celkových 1350 mld. EUR. Nový program vykazuje oproti dosavadním nástrojům některá specifika a je výrazně flexibilnější, pokud jde o aktiva způsobilá k nákupu v jeho rámci.<sup>11</sup>

**Předchozí rozhodování ECB ve věci nákupů aktiv veřejného sektoru zemí eurozóny, konkrétně její program PSPP, bylo v roce 2020 podrobena kritice ze strany německého ústavního soudu.** Podle jeho rozsudku z 5. května 2020 ECB při svém rozhodování o zřízení PSPP nedostatečně posoudila jeho proporcionalitu (tedy to do jaké míry ovlivňuje jiné oblasti než měnovou politiku, k níž se primárně váže, a zda je toto ovlivnění například hospodářské politiky přiměřené v porovnání s jeho primárním měnověpolitickým účelem). V důsledku toho se ECB při rozhodování o PSPP ocitla mimo rámec pravomocí, které SRN a další členské státy převedly na EU a její orgány, a její rozhodnutí tak bylo z pohledu německého ústavního soudu tzv. *ultra vires* (rozhodnutí mimo rozsah kompetence daného orgánu), a tedy neúčinné vůči německým orgánům. Bundesbanka zároveň soud zakázal další účast na programu, pokud do 5. srpna 2020 nedoloží, že posouzení proporcionality programu PSPP ze strany ECB bylo dostatečné, a že z něj nevyplývá nepřiměřenost tohoto rozhodnutí. V následném procesu byly německé spolkové vládě a Spolkovému sněmu předloženy dokumenty, na jejichž základě ECB rozhodovala a posuzovala proporcionalitu PSPP. Po prozkoumání těchto dokumentů přijal Spolkový sněm významnou většinou usnesení, v němž konstatoval splnění podmínky ústavního soudu, čímž otevřel cestu k zachování účasti Bundesbanky v PSPP. Nově bude každé čtvrtletí prezident Bundesbanky zván Spolkovým sněmem k dialogu o měnové politice eurozóny. Část stěžovatelů nicméně podala k ústavnímu soudu žádost o vydání nařízení k vykonání rozsudku mj. z důvodu nezpřístupnění neveřejných dokumentů stěžovatelům. Zároveň již došlo koncem srpna 2020 k podání stížnosti i na krizový program PEPP s odkazem na některé pasáže rozsudku k PSPP, a to z důvodu možného porušení zákazu měnového financování ze strany ECB. Současně se dá předpokládat, že ECB bude muset do budoucna obsah rozsudku reflektovat ve svých měnověpolitických rozhodnutích.

**Dne 10. července 2020 vstoupily Bulharsko a Chorvatsko do mechanismu směnných kurzů ERM II a současně též do bankovní unie.** Před samotným podáním přihlášky ke vstupu do ERM II proběhly o podmínkách vstupu do ERM II neformální rozhovory mezi oběma zeměmi a institucemi EU, státy eurozóny a státy participujícími na ERM II. Na základě těchto konzultací se obě země zavázaly ke vstupu do bankovní unie nejpozději současně se svým vstupem do ERM II a k přijetí řady dalších *ex ante* reformních opatření, z nichž pouze některá přímo souvisela se stabilitou měnového kurzu. Tato opatření však strany ERM II (tj. ECB a zástupci zemí eurozóny a Dánska) považovaly za tak důležitá, že jimi vstup obou zemí do ERM II *de facto* podmínily.<sup>12</sup> V návaznosti na splnění *ex ante* podmínek pro vstup do ERM II se obě země zavázaly také k dalším opatřením, která splní v průběhu svého členství v ERM II ještě před přijetím společné měny. Týkají se problematiky státních podniků, národních insolvenčních rámců a zlepšení boje proti praní špinavých peněz; Bulharsko dále přijalo závazek posílit udržitelnost nebankovního finančního sektoru a Chorvatsko zlepšit podnikatelské prostředí v zemi.

**Stranami ERM II bylo současně konstatováno, že shodný přístup jako u Bulharska a Chorvatska by měl být uplatněn i vůči všem budoucím žadatelům o vstup do ERM II.**<sup>13</sup> ČNB s touto interpretací dlouhodobě nesouhlasí a své výhrady opakovaně vznesla na evropských fórech, jichž se účastní. Povinnost vstupu do bankovní unie, stejně jako kladení dalších *ex ante* podmínek nad rámec stability měnového kurzu, nepovažuje ČNB za odpovídající podmínkám stanoveným platnou unijní legislativou, a tudíž ani za právně závazné pro země, které by do ERM II vstupovaly v budoucnu. ČNB proto v souladu s právním rámcem EU nadále předpokládá, že povinnost České republiky vstoupit do bankovní unie se váže ke stejnému datu jako přijetí eura. Vstup do bankovní unie již při vstupu do ERM II, jakož i akceptaci dalších dodatečných podmínek konkrétním státem, považuje ČNB pouze za výsledek dobrovolného rozhodnutí jeho politické reprezentace po jednáních se stranami ERM II, jež nemůže mít závazné precedenční účinky.

**Ke dni 1. února 2020, kdy vystoupilo z orgánů EU, přestalo být Spojené království členem Evropské unie.** Do konce roku 2020 ale na základě uzavřené výstupové dohody v rámci tzv. přechodného období zůstává součástí vnitřního trhu (tj. Evropského hospodářského prostoru, EHP), členem celní unie a podléhá unijnímu právu. Účelem tohoto přechodného období bylo vytvořit časový rámec pro dojednání nových parametrů vzájemného vztahu, ať už uzavřením

<sup>11</sup> ECB v jeho rámci mj. může nakupovat aktiva vydaná řeckou vládou, i pokud nesplňují všechny podmínky PSPP, disponuje větší flexibilitou při posuzování ratingu nakupovaných aktiv a uvolněna byla i pravidla omezující maximální objemy nakupovaných aktiv téhož emitenta či téže emise.

<sup>12</sup> Deklarovaným cílem těchto reforem bylo v případě obou zemí posílení robustnosti jejich finančních sektorů, posílení institucí a efektivitu ekonomické struktury a z nich plynoucí snazší zapojení do ERM II. Bulharsko se tak zavázalo např. k reformě finančního sektoru a zvýšení kvality institucí a vládnutí, Chorvatsko pak k reformám v oblastech makrobezpečnostního rámce, rámce pro boj s praním špinavých peněz, statistických aktivit, stavu veřejného sektoru a finanční a administrativní zátěže.

<sup>13</sup> K otázce se vyjadřovala rovněž Právní služba Rady EU. Ta ve svém stanovisku konstatovala, že vyžadování takových *ex ante* podmínek je přípustné, a to včetně požadavku na vstup do bankovní unie. Dále Právní služba Rady potvrdila nutnost uplatňovat stejné podmínky i na další státy, které budou v budoucnu o vstup do ERM II usilovat. Shodnou pozici zaujala též Evropská komise ve své konvergenční zprávě za rok 2020, v níž vymezila „posílený přístup k zapojení kandidátské země do ERM II“ zahrnující i podmínku paralelního vstupu do bankovní unie nejpozději se vstupem do ERM II.

smlouvy o volném obchodu, nebo komplexnějšího smluvního mechanismu. Do konce června 2020 existovala možnost, že by došlo k prodloužení přechodného období o jeden či dva roky. Vzhledem k tomu, že do tohoto termínu rozhodnutí o prodloužení přijato nebylo (ani se neobjevil takový požadavek), skončí přechodné období ke konci roku 2020. Otázka dosažení dohody o nových vzájemných vztazích nicméně zatím zůstává otevřená. Aktuální optimistický scénář počítá s možností dosažení shody na alespoň rozsahem omezené dohodě o volném obchodu. Pokud by se takový scénář naplnil, lze v příštích letech čekat pokračování jednání o uspořádání vzájemného vztahu v oblastech dohodou nepokrytých. Spojené království tak zůstane z pohledu EU třetí zemí se všemi z toho vyplývajícími důsledky. To znamená, že i při neoptimističtější scénáři dalšího vývoje budou podmínky pro pohyb osob, služeb a kapitálu mezi EU a UK méně příznivé než při setrvání UK v EHP. To bude obzvláště patrné v oblasti finančních služeb a ve sféře ochrany dat, kde budou hloubku vzájemných vztahů určovat především jednostranná rozhodnutí Evropské komise a vlády UK o regulatorní a dohledové ekvivalenci, respektive adekvátnosti ochrany dat. Na druhé straně by ale odchod UK z EHP mohl ve střednědobém horizontu posílit váhu finančních center v EU, respektive eurozóny, do nichž by subjekty dosud usídlené v londýnské City měly postupně přenášet svou přítomnost pro aktivity v EU. Tento vývoj také předpokládá a podporuje Komise ve výše zmíněném akčním plánu k CMU.

**Odchodem Spojeného království významně poklesla váha skupiny zemí s vlastní měnou v rámci společných institucí EU.** Navíc se výrazněji než dříve projevuje názorová i zájmová fragmentace těchto zemí, kterou právě UK dříve do určité míry překlenovalo. Dánsko a Švédsko se řadí mezi čisté plátce do rozpočtu EU, Dánsko má navíc vyjednanou výjimku v procesu svého případného vstupu do eurozóny (opt-out). Zbývající státy mimo měnovou unii včetně České republiky jsou stále čistými příjemci plateb z unijního rozpočtu a předpokládá se, že vstoupí do eurozóny, jakmile splní konvergenční kritéria. Pokud jde o politickou vůli a kroky směřující ke vstupu do eurozóny, existují mezi těmito státy významné rozdíly, a to zejména poté, co Bulharsko a Chorvatsko vstoupily do ERM II a bankovní unie a deklarují jasný zájem do eurozóny vstoupit v co nejbližším možném termínu.

**Zásadní názorové rozdíly o podobě další integrace nicméně přetrvávají i mezi státy, které euro zavedly.** Na jedné straně stojí státy tzv. „jižního křídla“ eurozóny, které prosazují rychlejší integraci s výraznějším sdílením rizik a finančních prostředků, na straně druhé státy evropského „severu“, jež kladou důraz na individuální rozpočtovou odpovědnost jednotlivých zemí, fiskální stabilitu a na snižování rizik ve finančním sektoru EU. Jako možná protiváha k eventuální francouzsko-německé dominanci v EU navíc vznikla skupina severovýchodních států zahrnující jak státy eurozóny, tak země mimo ni. S ohledem na tuto názorovou pestrost zatím zřejmě nehrozí, že by členské země EU mimo eurozónu včetně České republiky byly systematicky přehlasovávány a marginalizovány ze strany států eurozóny.

**Dopady výše uvedeného vývoje bude třeba brát v úvahu při budoucím rozhodování o načasování vstupu České republiky do měnové unie.** Platí přitom, že tento vývoj podstatným způsobem změnil obsah závazku přijetí eura, který Česká republika přijala při svém vstupu do EU. Kromě řádného vyhodnocení fungování institucí a pravidel vytvořených v předchozích letech v reakci na hospodářskou a finanční krizi je třeba věnovat pozornost i novým okolnostem, jako jsou dopady pandemie Covid-19, opatření přijatá v reakci na ni, vývoj měnové politiky ECB či brexit. Je zřejmé, že reforma eurozóny a dokončování hospodářské a měnové unie představují stále neukončený proces, jehož obsah se navíc průběžně vyvíjí. Stejně tak je třeba brát v úvahu další implikace případného vstupu do eurozóny, jako jsou přímé náklady účasti v záchranných mechanismech eurozóny včetně národního příspěvku do Jednotného fondu pro řešení krizí, omezení národních pravomocí v oblasti bankovního dohledu a řešení krizí či rizika spojená s případnými fiskálními problémy některých členů eurozóny a zranitelností jejich finančních sektorů.

**Řada opatření přijatých v reakci na krizi způsobenou pandemií Covid-19 vykazuje tendenci k centralizaci řešení problémů a snahu o koordinovanější přístup na úrovni EU.** Ačkoli tuto tendenci nedoprovází stejně silné odhodlání členských států vzdát se příslušných pravomocí či nést náklady nově zaváděných opatření, nelze do budoucna vyloučit určité posuny meziinstitucionální rovnováhy či posílení tlaku na ustavení fiskální unie, jež se už nyní projevuje například schválením dluhového financování Plánu obnovy (podrobněji viz tematická analýza „Možnosti vydávání dluhopisů ze strany EU“ těchto Analýz sladěnosti). Aktuální krize zároveň podtrhla skutečnost, že se eurozóna dosud plně nevyrovnala s problémy, které odhalila již krize v letech 2009–2010. Nadále přetrvává dlouhodobý problém nedostatečné konvergence mezi jednotlivými členy eurozóny, a do značné míry tak předurčuje další vývoj v eurozóně. Ambiciózní opatření přijatá v reakci na koronavirovou pandemii (navýšení rozpočtu prostřednictvím Plánu obnovy či krizový program ECB) k řešení tohoto problému mohou přispět jen v omezené míře. Nevyřešena zůstávají rizika vyplývající ze svrchovaných expozic a vysoké veřejné zadluženosti některých členských zemí. Systém koordinace hospodářských politik v eurozóně nadále trpí nízkou mírou plnění právně nezávazných, a tedy nevymahatelných doporučení. Neuspokojivým zůstává i ne vždy dostatečné respektování a dodržování fiskálních pravidel Paktu o stabilitě a růstu. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem je nutno konstatovat, že v současnosti nejsou známy všechny potenciální závazky, které budou do budoucna pro Českou republiku vyplývat v souvislosti s přijetím eura. Případné rozhodování o načasování vstupu do měnové unie je tak stále doprovázeno významnými nejistotami.

## II. TEMATICKÉ ANALÝZY

### II.1. OPATŘENÍ MĚNOVÝCH A OBEZŘETNOSTNÍCH ORGÁNŮ V REAKCI NA PANDEMII KORONAVIRU

*Vilma Dingová, Zlataše Komárková, Lucie Matějková, Lukáš Pfeifer, Vojtěch Siuda*

*Na ekonomický šok vyvolaný vládními omezeními k zvládnutí pandemie reagovaly vlády, centrální banky i obezřetnostní orgány jednotlivých zemí. Opatření centrálních bank se zaměřovala zejména na uvolňování měnové politiky formou snižování úrokových sazeb či kvantitativního uvolňování, na zajištění normálního fungování finančních trhů a přístupu komerčních bank k dostatečné likviditě a na zachování přístupu firem a domácností k potřebnému financování. Opatření makrobezřetnostních a dohledových orgánů cílila na zajištění finanční stability a často i na zachování úvěrové kapacity bank úpravou nastavení různých obezřetnostních nástrojů. Jednalo se především o snížení kapitálových rezerv, ale též o makrobezřetnostní nástroje v oblasti úvěrování. Konkrétní výběr použitých nástrojů přitom pramenil především z rozdílných výchozích podmínek a z odlišné struktury finančních systémů.*

**V reakci na globální pandemii Covid-19 přistoupily státy EU během jara letošního roku k drastickým opatřením týkajícím se omezení pohybu obyvatel.** V souvislosti s tím došlo ke zmrazení ekonomické aktivity v mnoha sektorech ekonomiky, zejména v cestovním ruchu, v mnoha dalších odvětvích služeb a letecké dopravě, i k narušení dodavatelských řetězců v mnoha odvětvích průmyslu. Ve většině zemí došlo k výraznému propadu HDP a růstu nezaměstnanosti. Vzhledem k citelnému dopadu současné krize zejména na firmy a domácnosti (na rozdíl od krize roku 2008, která dopadla v první řadě na finanční sektor) se klíčovým úkolem vlád a centrálních bank jednotlivých zemí stalo zajistit těmto zasaženým skupinám dostatečnou likviditu. Pomocí vládních příjmových a výdajových rozpočtových opatření by měly zasažené subjekty překlenout období se sníženými nebo zcela chybějícími příjmy, a to do doby, dokud se nenormalizuje ekonomické prostředí. Cílem opatření centrálních bank se stalo také uklidnění situace na finančních trzích, kde stoupla nervozita, averze k riziku a zvýšila se volatilita, neboť dobře fungující finanční trhy jsou mimo jiné nezbytným předpokladem hladké transmise měnové politiky.

**Kroky centrálních bank se zaměřovaly zejména na uvolňování měnové politiky,<sup>14</sup> na zajištění normálního fungování finančních trhů a na zachování přístupu firem a domácností k potřebnému financování mimo jiné pomocí nastavení makrobezřetnostních nástrojů.** Ke stabilizaci trhů často došlo již samotným vyhlášením záchranných opatření, tedy před jejich reálným využitím, neboť subjekty na těchto trzích získaly jistotu, že v případě potřeby na trh vstoupí centrální banka tak, aby zajistila jeho fungování.

**Uvolnění měnové politiky probíhalo – tam, kde pro to byl vytvořen prostor – ve formě razantního snižování úrokových sazeb.** ČNB snížila svou základní měnověpolitickou sazbu (2W repo) v několika krocích celkem o 2 p. b. na 0,25 % (viz Graf 1), polská NBP snížila svou referenční sazbu (7D repo) o 1,4 p. b. na 0,1 % a maďarská MNB přistoupila ke snížení své základní sazby (1T depo) o 0,3 p. b. na 0,6 %, přičemž její O/N depozitní sazba již byla záporná (-0,05 %). ECB ke snížení své klíčové úrokové sazby (sazby na hlavní refinanční operace) nepřistoupila a ponechala ji na úrovni 0 %; její depozitní sazba (O/N depo) se již také nacházela v záporném teritoriu (-0,5 %). Centrální banky také zřídily, případně rozšířily existující opatření, poskytující bankám přístup k likviditě za příznivých podmínek. ECB rozšířila program poskytování dlouhodobé likvidity LTRO a zřídila nový pandemický program PELTRO, ČNB upravila parametry programu dodávacích repo operací, podobné repo operace nabídla i polská NBP a maďarská MNB nabídla program dlouhodobých zajištěných úvěrů. K zajištění cizoměnové likvidity uzavřely některé centrální banky swapové či repo dohody s Fedem a ECB a nabízely častější konání cizoměnových repo aukcí či poskytovaly cizoměnové úvěry.

**Za účelem dalšího uvolnění měnové politiky a zajištění snazší transmise měnové politiky do dlouhodobých sazeb přistoupila většina bank k nákupu aktiv.** Šlo zejména o nákupy vládních i firemních dluhopisů, případně dalších aktiv. Nákupy dluhopisů snižovaly rizikovou prémii a působily na pokles sazeb podél celé výnosové křivky, což umožnilo i snazší financování vlád a firem. V případě ECB šlo nejprve o zvýšení objemu stávajících nákupů cenných papírů (APP), vzhledem k dalšímu zhoršení ekonomické situace pak o zřízení nového pandemického programu PEPP. Maďarská MNB i polská NBP také zahájily nákup vládních dluhopisů. Objem dosavadních nákupů vzhledem k HDP ukazuje Tabulka 1.

<sup>14</sup> K samostatným opatřením měnové politiky mohly v rámci skupiny evropských zemí standardně sledovaných v Analýzách sladění přistoupit pouze česká ČNB, maďarská MNB a polská NBP; měnová politika ostatních sledovaných zemí (Německo, Portugalsko, Rakousko, Slovensko a Slovinsko) je v rámci Evropské unie dána měnovou politikou ECB.



Řada centrálních bank také rozšířila či zřídila nové programy na podporu úvěrování domácností a firem. V rámci programů „Funding for Lending“ poskytují centrální banky za výhodných podmínek likviditu komerčním bankám, pokud tyto zvýší úvěrování reálné ekonomiky. Z portfolia ECB sem patří například rozšířený program TLTRO III (u nějž ECB snížila sazby a uvolnila podmínky pro zajištění) a pobídky bankám k vyššímu úvěrování formou nabídky nižších sazeb. Polská NBP zřídila program Bill Discount Credit, jehož prostřednictvím bude odkupovat (diskontovat) směnky, které banky získají jako zajištění úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům, a tak de facto bankám refinancovat tyto úvěry. Maďarská MNB v rámci stávajícího Funding for Growth Scheme (FGS) rozhodla o spuštění nového programu FGS Go!, čímž několikanásobně zvýšila celkový objem dostupných prostředků na podporu malých a středních podniků. Přehled zaváděných měnověpolitických opatření centrálních bank shrnuje následující Tabulka 1.

**Tabulka 1: Zaváděná měnověpolitická opatření centrálních bank v reakci na pandemii koronaviru**  
(k 31. 7. 2020)

	celková změna sazeb	poskytování likvidity bankám	druh nakupovaných dluhopisů	dovadní objem nákupů k HDP	programy přímé podpory úvěrování
<b>CZ</b>	-2,0 p. b.	dodávací repo operace*	---	---	nespustila
<b>HU</b>	-0,3 p. b.	dlouhodobé zajištěné úvěry	vládní, hypoteční a firemní dluhopisy	0,6 %	FGS* FGS Go!
<b>PL</b>	-1,4 p. b.	repo operace	vládní a vládou garantované dluhopisy	4,5 %	Bill Discount Credit
<b>EA</b>	0 p. b.	LTRO* a PELTRO	vládní, firemní, kryté dluhopisy, ABS	4,5 %	TLTRO III*

Pozn.: \* Již existující programy, jejichž podmínky byly upraveny během koronavirové krize.

Zdroj: Webové stránky centrálních bank

**K udržení schopnosti bank úvěrovat reálnou ekonomiku přijaly makrobezpečnostní orgány řadu opatření, přičemž nejčastěji se jednalo o uvolnění kapitálových rezerv.** Z osmi sledovaných zemí jich regulatorní požadavek na minimální výši kapitálových rezerv změnilo šest (Česká republika, Maďarsko, Německo, Polsko, Portugalsko a Slovensko), lišily se však typem zvolených rezerv (viz Tabulka 2). Ke zrušení původně plánovaného navýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy či k jejímu snížení přistoupily Česká republika, Německo a Slovensko. Polsko reagovalo prostřednictvím zrušení rezervy ke krytí systémového rizika, Maďarsko a Portugalsko prostřednictvím úpravy rezervy pro jiné systémově významné instituce. Rozdíl v uplatněných změnách pramenily mimo jiné i z různé úrovně kapitálových rezerv dosažené před vypuknutím koronavirové krize, kdy proticyklickou kapitálovou rezervu měly ze sledovaných zemí vytvořenou pouze Česká republika a Slovensko (viz Graf 2).<sup>15</sup> Na rozdíl od ostatních sledovaných zemí přistoupilo Maďarsko v souvislosti s podporou stability bankovního sektoru i k uvolnění likviditního makrobezpečnostního opatření. Naopak Rakousko dosud žádným makrobezpečnostním nástrojem na probíhající koronavirovou krizi nereagovalo.

**Některé národní makrobezpečnostní orgány také vyzvaly banky ke zdržení se výplaty dividend.** Učinily tak z důvodu očekávaného nárůstu budoucích úvěrových ztrát a ve snaze účelně použít volné kapitálové rezervy, aby nedocházelo k jejich rozpouštění před vznikem systémových ztrát. Na úrovni EU vydala ESRB doporučení o omezení rozdělování výnosů v průběhu pandemie Covid-19.<sup>16</sup>

**Většina sledovaných zemí přistoupila také k makrobezpečnostním opatřením v oblasti úvěrování.** Česká republika, Slovensko a Portugalsko přistoupily i k úpravě makrobezpečnostních nástrojů omezujících rizika spojená s poskytováním úvěrů na pořízení rezidenčních nemovitostí. Česká republika a částečně také Portugalsko zrušily limit na DSTI, Česká republika také limit na DTI a zvýšila horní hranici limitu na LTV.<sup>17</sup> Slovensko umožnilo bankám při výpočtu úvěruschopnosti klienta dočasně vyloučit pokles jeho příjmu způsobený pandemií.

<sup>15</sup> Členské země EU mimo obvyklý sledovaný vzorek zemí (tj. Bulharsko, Dánsko, Francie, Irsko, Litva, Lucembursko a Švédsko), které měly před vypuknutím koronavirové krize nenulovou sazbu proticyklické kapitálové rezervy, ji s výjimkou Bulharska zcela rozpustily (viz Graf 2).

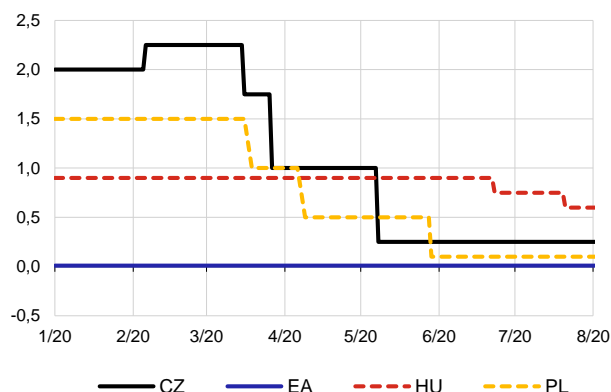
<sup>16</sup> Uvolnění kapitálových rezerv je ve stávající situaci jedním z opatření, která mohou v kombinaci s odkladem výplaty dividend podpořit odolnost bankovního sektoru členských zemí a jejich schopnost financovat bez výrazného narušení reálnou ekonomiku. Dle doporučení ESRB lze omezení rozdělování zisků zavést nejméně do konce roku 2020.

<sup>17</sup> Ukazatel DSTI (Debt Service to Income) je poměr ročních průměrných výdajů žadatele o úvěr vyplývajících z jeho celkového zadlužení (tzv. dluhová služba) a jeho ročního čistého příjmu. Ukazatel DTI (Debt to Income) je poměr výše celkového zadlužení žadatele o úvěr a výše jeho čistého ročního příjmu. Ukazatel LTV (Loan to Value) je poměr mezi výší úvěru a hodnotou zastavené nemovitosti.



**Graf 1: Snižování úrokových sazeb centrálních bank v reakci na pandemii koronaviru**

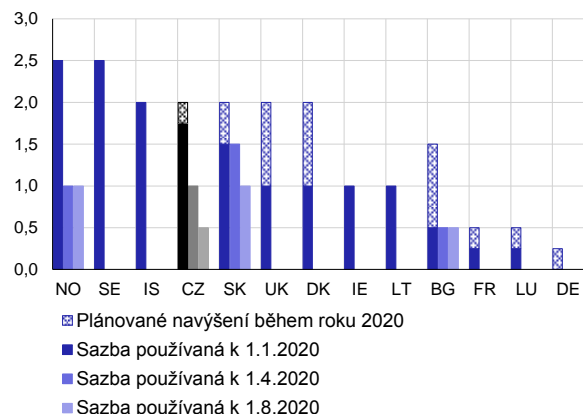
(v %)



Zdroj: Webové stránky centrálních bank

**Graf 2: Sazba proticyklické kapitálové rezervy v evropských zemích**

(v % celkové rizikové expozice)



Zdroj: ESRB, BCBS

**Tabulka 2: Zaváděná makrobezpečnostní opatření v reakci na pandemii koronaviru (k 29. 7. 2020)**

Makrobezpečnostní opatření	
<b>CZ</b>	Zrušení plánovaného navýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy z 1,75 % na 2 %. Snižování sazby proticyklické kapitálové rezervy o 0,75 % na 1 % od 1. 4. 2020 a následné snížení na 0,5 % od 1. 7. 2020. Doporučení nevyplácet dividendy. Limit na DTI zrušen od 1. 4. 2020, zároveň zvýšen horní limit na LTV z 80 % na 90 %. Od 1. 7. zrušen limit na DSTI.
<b>AT</b>	Beze změny.
<b>DE</b>	Zrušení plánovaného navýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy z 0 % na 0,25 %.
<b>PT</b>	Došlo k odložení zavádění (phase-in) rezervy pro jiné systémově významné instituce. Aktivace některých opatření vyhlášených ECB a EBA pro menší portugalské banky, zejména možnost dočasně působit pod vybranými požadavky na kapitál a likviditu, doporučení omezit výplaty dividend, prodloužení termínů vykazovací povinnosti a přepřelování dohlídek na místě a zátěžových testů. Krátkodobé úvěry (do dvou let) poskytnuté s cílem překlenout dočasný nedostatek likvidity domácností v termínu od 1. 4. do 30. 9. 2020 nemusí splňovat limit na DSTI.
<b>HU</b>	Požadavek The Foreign Exchange Coverage Ratio (FECR), který představuje maximální rozdíl mezi devizovými aktivy a pasivy úvěrových institucí v procentech z celkových aktiv, byl snížen z 15 na 10 %. Od 1. 7. 2020 dočasně odstraněn kapitálový požadavek pro systémově významné instituce.
<b>PL</b>	Zrušena kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika ve výši 3 %.
<b>SI</b>	Snížena maximální úroveň povolených poplatků za bankovní účty (více u znevýhodněných skupin). Bankám umožněno při výpočtu úvěruschopnosti dočasně vyloučit pokles příjmů způsobený epidemií.
<b>SK</b>	Zrušení plánovaného navýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy z 1,5 % na 2 %. Snižování sazby proticyklické kapitálové rezervy o 0,5 % na 1 % od 1. 8. 2020.

Pozn.: Přehled nástrojů makrobezpečnostní politiky, včetně jejich aktuálního nastavení v jednotlivých zemích EU, je dostupný na stránkách Evropské rady pro systémové riziko (ESRB), <[https://www.esrb.europa.eu/national\\_policy/html/index.en.html](https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html)>

Zdroj: MMF, <<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>>

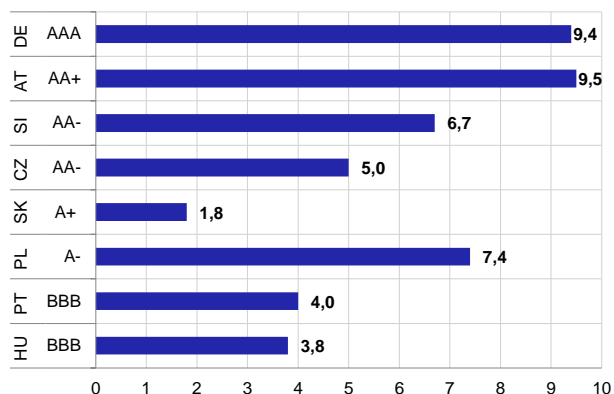
## II.2. FISKÁLNÍ REAKCE VYBRANÝCH ČLENSKÝCH STÁTŮ A EU JAKO CELKU NA PANDEMII KORONAVIRU

*Pavla Netušilová, Marek Souček, Lena Stránská*

*V reakci na negativní ekonomické důsledky po propuknutí pandemie Covid-19 sehrála fiskální politika v členských státech EU klíčovou stabilizační roli. Nejrozsáhlejší fiskální expanze za účelem podpory ekonomiky byla mezi sledovanými státy schválena v Německu a Rakousku, tedy v zemích s nejlepším ratingem vládních dluhopisů a tudíž s relativně příznivým výchozím stavem veřejných financí. Podpůrná opatření byla ve sledovaných státech realizována zejména formou dotací a transferů pro firmy a domácnosti. Významná opatření na podporu ekonomik členských států byla přijata také na úrovni celé Evropské unie.*

**Pro zmírnění negativních důsledků hospodářského propadu způsobeného koronavirovou krizí přijímaly vlády jednotlivých členských států EU podpůrná opatření s výrazným finančním dopadem do jejich hospodaření.** Za účelem udržení zaměstnanosti byly zavedeny dotace mzdových nákladů firem (tzv. kurzarbeit) s cílem překonat dočasný pokles poptávky, resp. výroby a předejít propouštění a insolencím. Na firmy zasažené nepříznivou situací (především mikropodniky a malé a střední podniky) cílily různé formy jednorázových dotací. V řadě zemí byly pro firmy zavedeny programy na částečnou úhradu nájemného, aby se předešlo řetězové platební neschopnosti. Podpora příjmů domácností spočívala především v peněžitých dávkách, které měly částečně kompenzovat výpadky příjmů v souvislosti s omezením pohybu osob či nucenou domácí péčí o nezletilé děti v době uzavřených škol. Kvůli udržení likvidity mezi ekonomickými subjekty byla na jaře odložena splatnost řady daní, případně došlo k prominutí daňových záloh včetně sankcí.

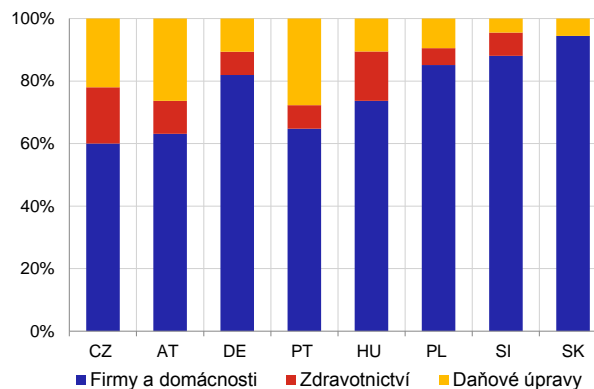
**Graf 1: Velikost schválených fiskálních balíčků Covid-19 ve vztahu k ratingu S&P**  
(velikost balíčku v % HDP roku 2019)



Pozn.: Platnost řady podpůrných opatření zmírňujících propad příjmů firem a domácností byla prodloužena i na období po odeznění nehlubší krize, jejich konečný rozsah a fiskální dopad bude proto zřejmý až s odstupem času.

Zdroj: Sovereign Debt Rating zemí podle Standard & Poor's v období přijímání fiskálních balíčků (březen - červen 2020)

**Graf 2: Směr podpory fiskálních balíčků Covid-19**  
(v % z objemu balíčku)



Zdroj: IMF, OECD Databáze opatření COVID-19, výpočet ČNB (stav k 30. 6. 2020)

**Velikost podpůrných fiskálních balíčků v poměru k velikosti ekonomiky se v rámci sledovaných členských států EU výrazně liší.** Největší balíčky v rozsahu téměř 10 % HDP byly schváleny v Rakousku a Německu, nejmenší objem opatření nepřesahující 2 % HDP pak na Slovensku (viz Graf 1). Rozsah podpory v jednotlivých členských zemích byl do značné míry určen volným prostorem pro dodatečné fiskální stimuly, resp. aktuálním stavem jejich veřejných financí. Fiskální prostor je kromě aktuálního stavu veřejných financí významně determinován finančními náklady a přístupem k vnějšímu financování v době finančního stresu. Ze srovnání zemí v Grafu 1 vyplývá, že země, které schválily největší podpůrné balíčky, tedy Německo a Rakousko, dosahují nejlepšího ratingu. Naproti tomu země s výrazně horším ratingovým hodnocením jako např. Maďarsko a Portugalsko naplánovaly fiskální reakci v podstatně nižším objemu vzhledem k velikosti ekonomiky. Výjimku v tomto ohledu představuje Slovensko, které se přes dobrý rating vyznačuje nižším objemem schválené podpory, což může souviset s deficitním hospodařením slovenských veřejných financí v posledních letech. S ohledem na vykázané vyšší strukturální schodky v letech 2018–2019 byl prostor pro dodatečnou fiskální expanzi na Slovensku a v Maďarsku limitovanější než například v Německu, které dosud hospodařilo se

strukturálními přebytky, nebo v Rakousku, které mělo v roce 2019 téměř vyrovnané strukturální saldo. Vedle toho v Portugalsku je velikost fiskální reakce omezena vysokým vládním zadlužením.

**Ve všech zkoumaných zemích směřovala největší část fiskálních opatření na podporu firem a domácností, a to v podobě různých dotací a dávek** (viz Graf 2). Snížení daní a daňové úlevy představovaly podstatně menší část schválených balíčků. Zvýšené výdaje na zdravotnictví, které souvisely především s urychleným nákupem zdravotnického materiálu a dodatečnými odměnami zdravotníkům pracujícím v nadstandardně rizikovém prostředí (první linii), ve sledovaných zemích nepřevyšují 1 % HDP. Kromě jednorázových fiskálních opatření s okamžitým dopadem do salda veřejných financí všechny sledované státy EU podpořily podnikatelský sektor také prostřednictvím státem garantovaných bankovních úvěrů, které budou mít dopad na veřejné finance pouze v případě realizace garance. V rámci sledovaných členských států EU hodnota vládních záruk nepřekračuje 10 % HDP s výjimkou Německa, kde záruky představují více než 30 % HDP.

**S cílem zmírnit dopady ekonomické krize způsobené pandemií Covid-19 a vypořádat se s jejími důsledky byla přijata v roce 2020 řada významných opatření také na úrovni celé EU.** V první fázi byl koncem dubna schválen soubor tří opatření v souhrnném objemu 540 mld. EUR. Prvním z nich je tzv. nástroj SURE<sup>18</sup> ve výši 100 mld. EUR na podporu prevence růstu nezaměstnanosti v podobě různých forem kurzarbeitu. Členským státům dává tento nástroj možnost požádat Komisi o zvýhodněný úvěr, jehož prostřednictvím by mohly svá národní schémata financovat. Prostředky na program si Komise jménem EU půjčí na finančních trzích, přičemž 75 mld. EUR bude zaručeno rozpočtem EU, zbytek pak individuálními zárukami členských států. Vyhodnocení fungování programu SURE by mělo podle plánů Evropské komise proběhnout do konce roku 2020. Podmínkou jeho schválení bylo, že bude koncipován jako dočasný. Je však otázkou, zda v návaznosti na vyhodnocení nebude snaha transformovat tento nástroj na trvalou facilitu, což by se v zásadě krylo se starším záměrem vytvořit unijní program pojištění v nezaměstnanosti. Druhým schváleným opatřením je program na podporu malých a středních podniků administrovaný s pomocí záručního fondu Evropské investiční banky v objemu 200 mld. EUR. Coby třetí opatření v rámci první fáze tyto programy doplňuje úvěrová linka ESM. Jejím prostřednictvím mohou státy eurozóny do konce roku 2022 dosáhnout na zvýhodněné půjčky až do výše 2 % jejich HDP roku 2019. Na tyto půjčky bylo uvolněno 240 mld. EUR. Pro země, které dosud nepřijaly euro, je pak k podobným účelům i nadále k dispozici Nástroj pro podporu platební bilance.

**Ve druhé fázi představila Evropská komise návrh nástroje Next generation EU (neboli „Plán obnovy“), který tvoří dočasnou nadstavbu k víceletému finančnímu rámci (VFR) na roky 2021–2027.** Prostředky v navrhovaném objemu 750 mld. EUR by podle něj měly být rozdělovány prostřednictvím programů tematicky spadajících do jednoho ze tří pilířů: (i) podpora obnovy ekonomik členských států prostřednictvím investic a reforem, (ii) obnova hospodářského růstu a podpora soukromých investic, (iii) poučení z krize a řešení strategických výzev. Prostředky budou poskytnuty formou grantů nebo zvýhodněných půjček. Finančně největší složka bude soustředěna do Nástroje na podporu oživení a odolnosti.<sup>19</sup> Návrh Plánu obnovy projednala Evropská rada v červenci 2020. Celkový objem programů ponechala beze změn, významně ovšem upravila původně navrhovaný poměr<sup>20</sup> rozdělení prostředků mezi granty a půjčky (390 mld. EUR bude rozděleno prostřednictvím grantů, 360 mld. EUR pak zvýhodněnými půjčkami).

**Bezprecedentní je schválený způsob financování Plánu obnovy, který fakticky prolamuje doposud respektovaná pravidla, podle nichž výdaje EU v zásadě nemají být financovány emisemi dluhopisů.**<sup>21</sup> Evropská komise si potřebné prostředky jménem EU půjčí na finančních trzích, s tím, že k jejich splacení by mělo dojít nejpозději do roku 2058.<sup>22</sup> Unijní dluhopisy budou zaručeny rozpočtem EU, za něž zase ručí jednotlivé členské státy. Ta část prostředků, která bude členským státům poskytnuta ve formě grantů, bude financována přímo z rozpočtu EU. Prostředky čerpané formou zvýhodněné půjčky budou spláceny standardně z národních rozpočtů jednotlivých beneficentů. Vzhledem k celkovému objemu programu (k němuž je třeba přičíst 75 mld. EUR zaručených rovněž rozpočtem EU, které si EU chystá ve stejném období vypůjčit na program SURE) se jedná o zcela bezprecedentní krok, k jakému byly členské státy severního křídla donedávna skeptické. Byť se jedná formálně o dočasné opatření, založené na výjimce umožněné

<sup>18</sup> Instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE).

<sup>19</sup> Do Nástroje na podporu oživení a odolnosti (Recovery and Resilience Facility) byly transformovány dřívější návrhy Evropské komise na zřízení Rozpočtového nástroje pro konvergenci a konkurenceschopnost (pro eurozónu) a Nástroje pro konvergenci a reformy (pro země mimo eurozónu), o nichž se jednalo po většinu roku 2019.

<sup>20</sup> Podle původního návrhu EK mělo na granty směřovat 500 mld. EUR a na půjčky 250 mld.

<sup>21</sup> Výjimku z této zásady doposud představovaly situace nastalé během finanční krize 2009 – 2010 nebo v jejím kontextu, popř. finanční pomoc třetím zemím. Podrobně se problematice financování programů EU věnuje tematická analýza „Možnosti vydávání dluhopisů ze strany EU“ těchto Analýz sladění.

<sup>22</sup> EK půjčí peníze v rámci nového nástroje členským státům za stejných podmínek, za kterých vydala své dluhopisy (tedy se stejným úrokem, stejnou splatností a stejnou nominální částkou). Díky vysokému ratingu EU tak některé členské státy EU mohou získat půjčky za lepších podmínek, než jakých by na finančních trzích byly schopny samy dosáhnout.

článkem 122 Smlouvy o fungování EU, lze říci, že zde *de facto* vznikají společné evropské dluhopisy, které byly řadu let předmětem zásadních rozporů mezi členskými státy. Rok 2020 tak znamená další významný krok směrem k fiskální unii, která v tomto případě není omezena pouze na státy eurozóny, nýbrž skrze záruky rozpočtu celé EU zahrnuje všechny její členské země. V souvislosti s potřebou zajistit financování Plánu obnovy a nástroje SURE (včetně splacení prostředků vypůjčených na finančním trhu) byl Evropskou radou schválen záměr na zavedení nového vlastního zdroje rozpočtu EU. Tím by se měl stát poplatek členských států z nerecyklovaných plastových obalů. Evropská rada rovněž vyzvala Komisi, aby v následujících letech předložila návrh na zavedení digitální daně zaměřené především na velké technologické koncerny a návrh na vyrovnávací uhlíkový mechanismus.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Vyrovnávací uhlíkový mechanismus má zajistit, aby firmy, jež vyrábějí v EU a musejí dodržovat přísné unijní regulace související s ochranou klimatu, nebyly znevýhodněny ve srovnání s firmami produkujícími mimo EU, jež této regulaci nepodléhají. Bude se jednat o určitou formu přírážky, kterou by firmy vyrábějící mimo EU musely při vstupu na unijní trh platit. Pro firmy vyrábějící v EU by tím zároveň bylo nevýhodné přesunout svou výrobu mimo EU.

### II.3. VYDÁVÁNÍ DLUHOPISŮ ZE STRANY EU

*Lena Stránská, Marek Souček*

*Primární právo Evropské unie poskytuje v určitých případech prostor pro vydávání společných dluhopisů EU. Aktuální rozhodnutí o financování vybraných programů EU v reakci na pandemii Covid-19 prostřednictvím vydání evropských dluhopisů je však svým rozsahem i dalšími parametry bezprecedentní a má potenciál ovlivnit vývoj EU v řadě důležitých oblastí.*

**Primární právo EU poskytuje pro specifický okruh případů prostor k vydávání společných dluhopisů EU.** Jeho smyslem je získání prostředků pro poskytování podpory členským státům EU, které se ocitly v ekonomických potížích, a pro poskytování finanční pomoci zemím mimo rámec rozvojové spolupráce, které jsou geograficky, ekonomicky a politicky blízké EU, a zároveň čerpají pomoc od Mezinárodního měnového fondu. Pro každý z těchto případů funguje specifický program založený zvláštním unijním předpisem, na jehož základě pak Evropská komise jménem EU vydává dluhopisy, jimiž je program financován.

(i) Prvním případem je poskytování finanční pomoci EU pro případ, kdy je její členská země vážně ohrožena či čelí závažným obtížím v důsledku přírodních katastrof nebo mimořádných situací mimo její kontrolu dle článku 122 Smlouvy o fungování EU (SFEU). Na jeho základě byl v roce 2010 založen Evropský mechanismus finanční stabilizace (EFSM), který umožňuje Komisi vypůjčit si jménem EU na finančních trzích celkem až 60 mld. EUR. EFSM právně počítá s možností účasti všech členských zemí EU, postupem času však došlo k dohodě o jeho zaměření výhradně na státy eurozóny. Mezi lety 2011 a 2015 byla jeho prostřednictvím poskytnuta pomoc Irsku, Portugalsku a Řecku, přičemž většina takto poskytnutých prostředků prozatím nebyla splacena. EFSM byl koncipován jako dočasné řešení a od roku 2012 jej fakticky nahradil trvalý Evropský stabilizační mechanismus (ESM), jenž poskytuje financování pouze pro státy eurozóny.<sup>24</sup> Článek 122 SFEU je právním základem rovněž pro aktuální program SURE<sup>25</sup> a návrh programu Plánu obnovy.

(ii) Další kategorií představuje finanční podpora pro země EU mimo eurozónu, založená na článku 143 SFEU, na jehož základě vznikl tzv. program pomoci platebním bilancím zemí EU. Jeho prostřednictvím může být poskytnuta pomoc v objemu až 50 mld. EUR. Prostředky z něj v letech 2008 až 2010 čerpaly Rumunsko, Maďarsko a Lotyšsko a většina z nich již byla splacena.

(iii) Posledním případem je pak poskytování makrofinanční pomoci třetím zemím dle článku 212 SFEU. Tuto pomoc čerpají primárně země z širšího sousedství EU, konkrétně pak Ukrajina, Arménie, Moldavsko, Gruzie, Kyrgyzstán, Tunisko či Jordánsko, a v současnosti je takto zapůjčeno cca 5 mld. EUR.

**K financování pomoci v rámci výše uvedených programů měla EU ke konci října 2020 vypůjčeno na dluhopisových trzích cca 69 mld. EUR.** Většina těchto dosud nesplacených prostředků připadá na půjčky zemím eurozóny významně zasažené finanční krizí v letech 2009–2010.

**Na samotné vydávání dluhopisů EU byla dosud uplatňována řada pravidel, z nichž některá výslovně vyplývají z unijní legislativy, zatímco jiná jsou spíše výsledkem ad-hoc politické dohody a praxe.** Vydané dluhopisy jsou závazkem EU, a pro případ, že by příjemce pomoci svůj dluh nesplatil, funguje jako ručitel rozpočet EU. Vzhledem k ustanovení SFEU, že rozpočet EU nesmí být deficitní, jsou instituce EU (konkrétně EK, Rada a Evropský parlament) zavázány zajistit dostatek prostředků k tomu, aby EU mohla svým závazkům vůči věřitelům<sup>26</sup> dostát. Proto je EK pro

<sup>24</sup> EFSM byl od počátku, mimo jiné kvůli určitým pochybnostem, zda pro jeho vytvoření existuje dostatečná opora v primárním právu EU, zamýšlen jako dočasné řešení a měl ukončit své fungování již v roce 2013. Jeho trvalým nástupcem se po novelizaci článku 136 SFEU stal ESM, o jehož vzniku rozhodla Evropská rada v prosinci 2010. Pro založení ESM byla nicméně potřeba mezivládní dohoda mezi členy eurozóny, která specifikuje jeho jednotlivé náležitosti, což proces vzniku prodloužilo, a mechanismus tak fungovat začal až na podzim roku 2012. EFSM zatím nezanikl, v současnosti spravuje programy, které již byly poskytnuty jeho prostřednictvím. Novou podporu však již neposkytuje.

<sup>25</sup> První emise dluhopisů v rámci programu SURE v objemu 17 mld. EUR byla vydána 20. října 2020 a setkala se se značným zájmem investorů, jejichž poptávka více než 13x převýšila nabízenou emisi (celkový objem nabídek dosáhl hodnoty 233 mld. EUR). Emise měla charakter duální tranše, kdy byly vydány dluhopisy se splatností 10 a 20 let. U dluhopisů s desetiletou dobou splatnosti mezi investory dominovali manažeři investičních fondů (41 %) a centrální banky (37 %), 15 % pak skoupily tržní divize bank. 84 % z celkového objemu skoupili investoři z Evropy, mezi nimiž dominovali zástupci Spojeného království (20 %), Německa (17 %), Beneluxu (15 %) a Francie (12 %). Z investorů mimo Evropu pak převažovala Asie (9 % z emise). V zájmu o dluhopisy s dvacetiletou dobou splatnosti jasně dominovali zástupci investičních fondů (46 %), s odstupem pak tržní divize bank (25 %), centrální banky a pojišťovny (obě kategorie 13 %). 96 % z celkového objemu směřovalo do Evropy, nejvíce zastoupeni byli investoři z Německa (24 %), Francie (19 %), Spojeného království a zemí Beneluxu (obě 16 %).

<sup>26</sup> Přehledy publikované Evropskou komisí za období od roku 2011 uvádějí čtyři hlavní skupiny unijních věřitelů: manažeři investičních fondů (29 %), banky (28 %), centrální banky (21 %) a pojišťovny (20 %). V jejich regionálním rozložení jednoznačně dominují evropští věřitelé s jasnou převahou Německa a Rakouska (dohromady 33 %). Následují věřitelé z UK a Irsku (dohromady 17 %), třetí největší skupinou jsou pak věřitelé z Asie (12 %) těsně následováni Francií (11 %). Výraznější podíly mají také zástupci Beneluxu (9 %) a Švýcarska (7 %).



potřeby včasného splacení závazků EU oprávněna využít tzv. marginů rozpočtu,<sup>27</sup> přesměrovat některé rozpočtové výdaje, nebo od členských států vyžadovat dodatečný odvod prostředků do rozpočtu EU. Zároveň platí, že prostředky získané EK vydáváním dluhopisů EU na finančních trzích nesmí být využity pro financování deficitu unijního rozpočtu. V neposlední řadě platí, že závazky členských států vůči rozpočtu EU se nezapočítávají do statistiky jejich vládního dluhu. Nepísaným pravidlem, které bylo doposud bez výjimky používáno, je pak poskytování takto vypůjčených prostředků členskými státy výhradně formou půjček. Ty musí mít formu jasně vymezeného programu, který je schválen specificky pro danou zemi a obsahuje přehled podmínek, které tato země musí plnit, aby mohla prostředky čerpat. Splatnost dosud vydaných dluhopisů EU se pohybuje v rozmezí 3–30 let (průměrná doba splatnosti půjček EFSM zemím eurozóny přitom dosahuje 19,5 let).

### **Vydávání dluhopisů za účelem financování programů na pomoc se zmírněním hospodářských dopadů pandemie Covid-19 přináší oproti dosavadní praxi několik zásadních změn:**

(i) Významná část prostředků z Plánu obnovy nebude poskytována prostřednictvím půjček, nýbrž ve formě grantů. Grantové prostředky přijímající členské země nebudou muset vracet. Rozpočet EU tak již nebude pouze prostředkem záruky, ale bude využit přímo ke splacení závazků vůči věřitelům, tedy těm, kteří si společné dluhopisy EU koupí.

(ii) Prostředky poprvé nebudou směřovat pouze do několika krizí zasažených zemí k řešení jejich specifických problémů, ale za stanovených podmínek je budou mít možnost čerpat všechny členské státy EU. Toto rozhodnutí představuje v určitém smyslu hraniční výklad článku 122 SFEU, podle něž by prostředky měly směřovat do členských států v problémech.

(iii) Bezprecedentně vysoký je celkový zamýšlený objem vypůjčených prostředků ve výši 825 mld. EUR (z toho 750 mld. EUR na Plán obnovy a 75 mld. EUR na program SURE na podporu prevence růstu nezaměstnanosti).

(iv) V důsledku výše uvedených specifik v kombinaci s povinností zajistit dostatek prostředků pro splacení závazků EU, dojde k zásadnímu navýšení stropu vlastních zdrojů v rámci Víceletého finančního rámce (VFR) EU na roky 2021–2027 o 0,6 %, tedy na celková 2 % hrubého národního důchodu (HND) EU.

(v) Dluhopisy spojené s pandemií Covid-19 budou mít oproti dosud vydaným dluhopisům EU delší splatnost, která může dosáhnout až 37 let.<sup>28</sup>

(vi) V rámci programu SURE má být 25 mld. EUR z jeho celkového objemu 100 mld. EUR zaručeno jednotlivými členskými státy, a to na základě poměru jejich HND vůči HND EU.<sup>29</sup> Za tímto účelem byl vůbec poprvé využit institut záruční dohody mezi EU a jednotlivými členskými státy, a to bez ohledu na to, jestli se daný členský stát rozhodne z programu prostředky čerpat, nebo nikoliv. Pro spuštění programu musí svou záruku poskytnout (ratifikací příslušné záruční dohody) všechny členské státy.

**Výše popsané změny podmínek vydávání dluhopisů a použití takto získaných prostředků mají potenciál významně ovlivnit budoucí vývoj EU.** Ručení rozpočtem EU a navyšování závazkového stropu VFR poprvé převedlo primární zodpovědnost za splacení části dluhu z členských států na EU jako celek.<sup>30</sup> Do budoucna se tak otevírá možnost trvalého vydávání společných dluhopisů EU, popř. ustavení plnohodnotné fiskální unie. Související otázkou je také to, zda a do jaké míry se v dlouhodobém horizontu podaří zachovat dočasný charakter nástroje, když splacení prostředků bude probíhat až do roku 2058.

<sup>27</sup> Tzv. marginem rozpočtu se rozumí rozdíl mezi prostředky, které mají v rozpočtu přiřazený konkrétní účel a prostředky, které je teoreticky v daném období maximálně možné v rozpočtu využít. Tento rozdíl pak v podstatě představuje rezervu rozpočtu, která rozpočtovým orgánům poskytuje flexibilitu reagovat na neočekávané situace či posílit některé části rozpočtu, pokud je to nutné. Rezervy se často využívá v krizových situacích (např. finanční pomoci při vypořádání se s následky přírodní katastrofy v některém členském státě nebo v nedávné době prvotní reakce EU na pandemii Covid-19 před zavedením konkrétních opatření), ale také například v situaci, kdy by bylo potřeba splácet závazky EU, za něž rozpočet EU ručí.

<sup>28</sup> Půjčování prostředků bude zahájeno v roce 2021 a skončí nejspíše na konci roku 2026. Období pro splacení pak poběží do roku 2058.

<sup>29</sup> Podíl ČR byl na základě tohoto kritéria stanoven na necelých 1,5 % celkového objemu záruk.

<sup>30</sup> Pokud by některý členský stát nesplatil půjčku (nebo její část), která mu byla v rámci Plánu obnovy poskytnuta, byla by částka odpovídající objemu takto nesplaceného závazku umořena přímo z rozpočtu EU. Pokud by k tomu byl prostor v aktuálním rozpočtu, budou prostředky vyplaceny přímo z něj v rámci schválených rozpočtových stropů. Pokud by v aktuálním rozpočtu nebyl dostatek prostředků, došlo by k využití navýšeného stropu závazků VFR (členské státy souhlasily s posílením závazkové části VFR v objemu 0,6 % právě za účelem zajištění kapacity pro splacení závazků EU v jakýkoliv okamžik) a členské státy by musely poskytnout dodatečné odvody na úhradu tohoto závazku, a to v poměru odpovídajícímu jejich podílům stanoveným v rozpočtovém klíči.

## II.4. VLIV PANDEMIE NA MEZINÁRODNÍ OBCHOD A ROLE GLOBÁLNÍCH VÝROBNÍCH ŘETĚZCŮ

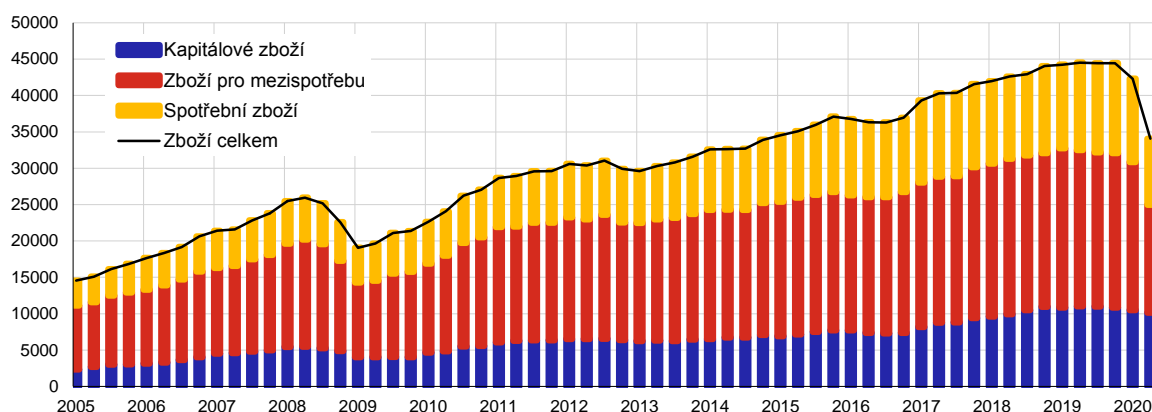
*Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Brůha*

*Mezinárodní obchod, mající dlouhodobě velký podíl na globálním ekonomickém růstu, patří současně mezi hlavní mechanismy přenosu ekonomických šoků mezi zeměmi. V průběhu koronavirové pandemie byla velká část pozorovaného poklesu mezinárodního obchodu tažena poklesem obchodu se zbožím pro mezispotřebu. To odráželo rostoucí roli globálních výrobních řetězců, které zvýrazňují přenos ekonomických šoků a přispívají k růstu synchronizace ekonomického vývoje mezi evropskými zeměmi.*

Mezinárodní obchod, jehož příspěvek k dlouhodobému růstu globální ekonomiky je neoddiskutovatelný, je současně jedním z důležitých mechanismů, skrze něž dochází k přenosům pozitivních ale i negativních ekonomických šoků mezi zeměmi. Změna ekonomické aktivity v jedné zemi se přirozeně projevuje změnou její poptávky po vývozu ze zemí jejich obchodních partnerů. Otevřenost evropských ekonomik dlouhodobě roste, což platí zejména pro země střední Evropy po jejich vstupu do EU.<sup>31</sup> Nad rámec výše popsaného přímého kanálu přenosu ekonomických šoků je však role mezinárodního obchodu umocněna existencí globálních výrobních řetězců, neboť ekonomické šoky dopadají na všechny země participující v těchto řetězcích.<sup>32</sup> Důsledkem tohoto efektu je vysoká citlivost mezinárodního obchodu na vývoj ekonomické aktivity.<sup>33</sup>

### Graf 1: Struktura vývozu zboží z České republiky

(v mil. Kč, běžné ceny)



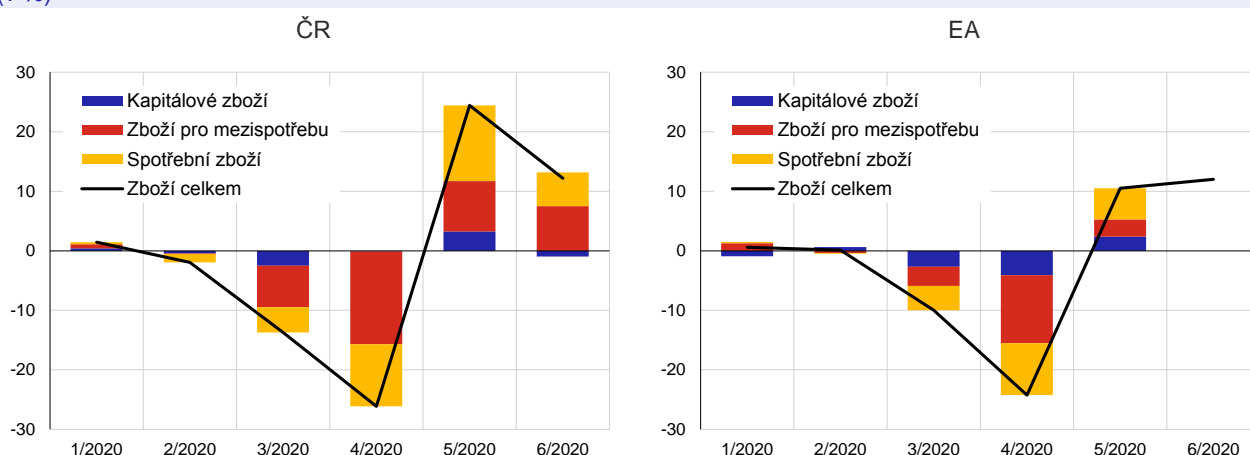
Zdroj: Eurostat

Rostoucí roli globálních obchodních řetězců dokládá vysoký podíl vývozu zboží pro mezispotřebu na celkovém vývozu zboží. Tento podíl tvoří zhruba polovinu celkového českého vývozu zboží (viz Graf 1). Je také segmentem nejvíce ovlivňujícím dynamiku vývozu. V období ekonomického útlumu, kterým je právě současná koronavirová pandemie, se pak vliv tohoto segmentu silně projevuje. Jeho příspěvek k propadu vývozu byl v dubnu 2020 u České republiky téměř třipětinový (viz Graf 2 vlevo) a u eurozóny skoro poloviční (viz Graf 2 vpravo).

<sup>31</sup> Babecká Kucharčuková a Brůha (2018).

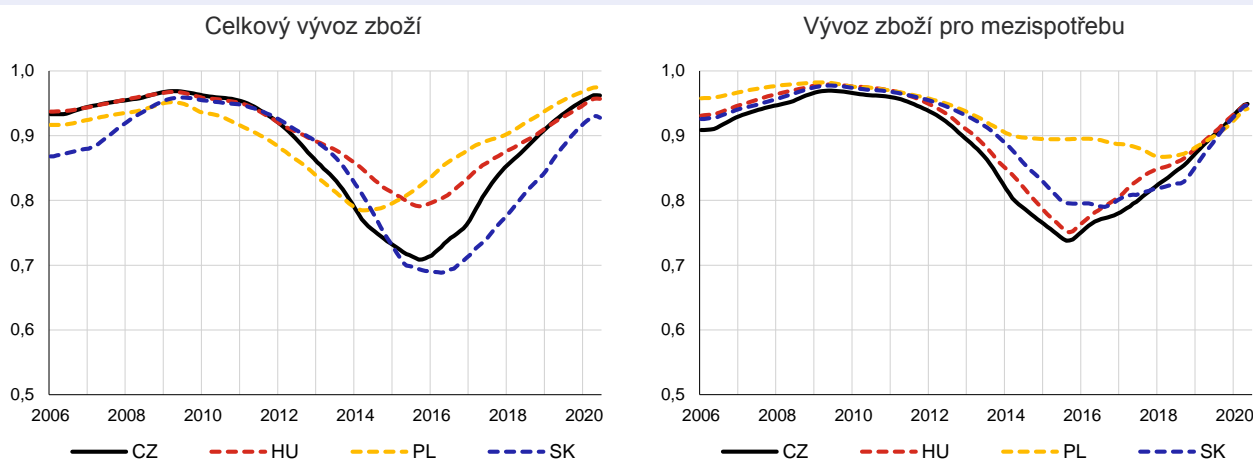
<sup>32</sup> Levchenko et al. (2010).

<sup>33</sup> Yi (2003).

**Graf 2: Rozklad meziměsíčních změn vývozu zboží z ČR a z EA dle skupin zboží (v %)**

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Také u zemí střední Evropy je role vývozu pro mezispotřebu významná, což přispívá ke sladění jejich vývozu s eurozónou, která se zvyšuje během krizových období. To je odrazem rostoucího zapojení těchto zemí do mezinárodní dělby práce. Odhad časově proměnlivých korelací mezi celkovými vývozy zboží ze zemí V4 a vývozem z eurozóny v období od vstupu zemí V4 do EU do současnosti ukazuje Graf 3 vlevo. Tyto korelace jsou vysoké po celé sledované období, přičemž se dále zvyšují v období ekonomických krizí, ať už v průběhu globální finanční krize let 2009–2010 nebo v době koronavirové pandemie roku 2020. Korelace mezi vývozy zboží pro mezispotřebu mají kvalitativně stejný profil jako korelace mezi celkovými vývozy zboží, případně jsou i mírně vyšší (viz Graf 3 vpravo).

**Graf 3: Časově proměnlivé korelace mezi vývozy zboží ze zemí V4 a vývozem z eurozóny**

Pozn.: Jedná se o korelace meziročních růstů na měsíčních frekvencích.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Globální výrobní řetězce a s nimi související obchod se zbožím určeným pro mezispotřebu zvyšují sílu přenosu ekonomických šoků, a tedy i synchronizaci ekonomické aktivity mezi zeměmi, což je zásadní zejména v časech ekonomických krizí.**<sup>34</sup> Význam těchto faktorů pro českou ekonomiku, jakož i pro ostatní ekonomiky zemí střední Evropy, roste v čase a zvýšil se zejména po jejich vstupu do EU. Vysoká korelace mezi vývozem pro mezispotřebu ukazuje, že mezinárodní obchod je jedním ze silných mechanismů, pomocí nichž přetrvává vysoká sladěnost mezi zeměmi střední Evropy a zeměmi eurozóny i v současné situaci ekonomického útlumu v době nastalé pandemie. To znamená, že krizové období nesnižují symetrii mezi zeměmi EU a jako taková tedy nevytváří dodatečné překážky pro přijetí společné měny.

<sup>34</sup> Problematikou synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU se zabývala tematická analýza v AS 2019 (Babecká Kucharčuková a Brůha, 2019).

### III. CHARTBOOK

**Provedené tradiční analýzy hodnotí vývoj jednotlivých ukazatelů v čase a ve srovnání s vybranými zeměmi.** Ty jsou buď již nyní členy eurozóny, přičemž mají s ČR podobné rysy z hlediska ekonomické úrovně či vzájemné obchodní provázanosti, nebo jde o země, které by měly euro přijmout v budoucnu. Uvedený výběr nesouvisí s hodnocením úspěšnosti působení těchto ekonomik v eurozóně. Německo, jež je největším obchodním partnerem ČR, představuje zároveň jako jádrová země eurozóny užitečné měřítko. Při jeho srovnání s celkovými či průměrnými hodnotami ekonomických ukazatelů za eurozónu je však nutno brát v úvahu velkou váhu Německa při výpočtu těchto hodnot.

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











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

Vybrané srovnávané země mimo eurozónu jsou:

HU	Maďarsko
PL	Polsko

## III.1. CYKlickÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

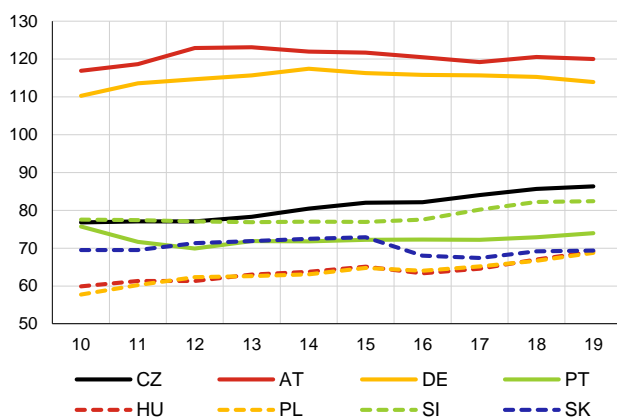
## III.1.1. Přímé ukazatele sladěnosti

-  Reálná ekonomická konvergence<sup>35</sup>
-  Sladěnost cyklického vývoje ČR a eurozóny
-  Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
-  Obchodní provázanost s eurozónou
-  Intenzita vnitrodvětvového obchodu s eurozónou
-  Vlastnická provázanost s eurozónou
-  Sladěnost finančního cyklu
-  Konvergence úrokových sazeb vůči eurozóně
-  Volatilita české měny vůči euru
-  Sladěnost vývoje české koruny s eurem
-  Sladěnost finančních trhů

## REÁLNÁ EKONOMICKÁ KONVERGENCE

Český HDP dále konverguje k průměru eurozóny, odstup od vyspělých zemí eurozóny ale zůstává značný.

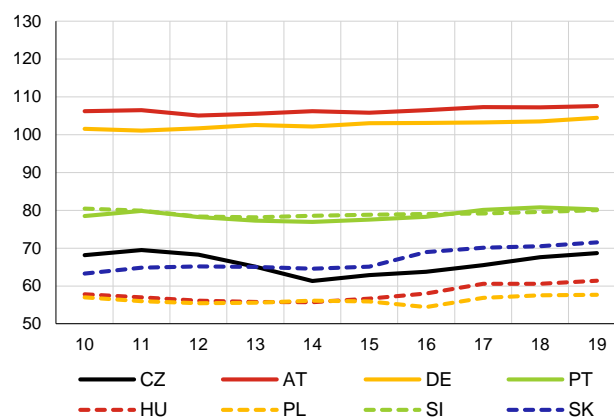
HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS)  
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Pokračuje i proces konvergence cenové hladiny, kde je odstup České republiky od vyspělých zemí ještě výraznější.

Cenová hladina HDP  
(EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

<sup>35</sup> Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v Úvodu tohoto dokumentu.



**Od ukončení kurzového závazku reálný kurz koruny výrazně posílil, do roku 2019 ve srovnání s rokem 2009 nejvíce ze všech sledovaných zemí.**

#### Reálný kurz vůči euru na bázi HICP

(2009=100; nárůst indexu znamená posílení reálného kurzu)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	104,1	106,5	105,2	101,8	96,1	97,0	98,3	101,9	104,8	106,1
<b>AT</b>	100,1	100,9	101,0	101,7	102,8	103,4	104,2	104,9	105,2	105,5
<b>DE</b>	99,5	99,3	99,0	99,2	99,5	100,0	100,2	100,3	100,5	100,7
<b>PT</b>	99,8	100,6	100,9	100,0	99,4	99,7	100,1	100,1	99,5	98,6
<b>HU</b>	104,9	104,6	104,2	101,9	97,6	97,0	96,8	98,3	96,4	96,6
<b>PL</b>	109,4	107,3	106,9	106,0	106,0	105,0	100,3	102,9	102,2	102,2
<b>SI</b>	100,4	99,8	100,1	100,7	100,6	99,7	99,3	99,3	99,5	100,0
<b>SK</b>	99,1	100,4	101,6	101,7	101,2	100,7	99,9	99,8	100,6	102,1

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby zůstaly v České republice i v roce 2019 záporné, stejně jako v předchozích letech, nicméně méně výrazně, než ve většině sledovaných zemí.**

#### Reálné tříměsíční úrokové sazby

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	0,1	-0,9	-2,4	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-2,0	-0,7	-0,4
<b>AT</b>	-0,9	-2,1	-2,0	-1,9	-1,2	-0,8	-1,2	-2,5	-2,4	-1,8
<b>DE</b>	-0,3	-1,1	-1,5	-1,4	-0,6	-0,2	-0,6	-2,0	-2,2	-1,7
<b>PT</b>	-0,6	-2,1	-2,1	-0,2	0,4	-0,5	-0,9	-1,9	-1,5	-0,7
<b>HU</b>	1,4	2,5	2,3	2,4	2,5	1,5	0,5	-2,2	-2,7	-3,1
<b>PL</b>	1,2	0,6	1,2	2,2	2,5	2,5	1,9	0,1	0,5	-0,4
<b>SI</b>	-1,2	-0,7	-2,2	-1,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,9	-2,2	-2,0
<b>SK</b>	0,1	-2,6	-3,1	-1,2	0,3	0,3	0,2	-1,7	-2,8	-3,1

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Napětí na trhu práce přispělo k dalšímu přiblížení českých mezd vyjádřených v eurech k průměru eurozóny.**

#### Průměrná mzda na zaměstnance v EUR

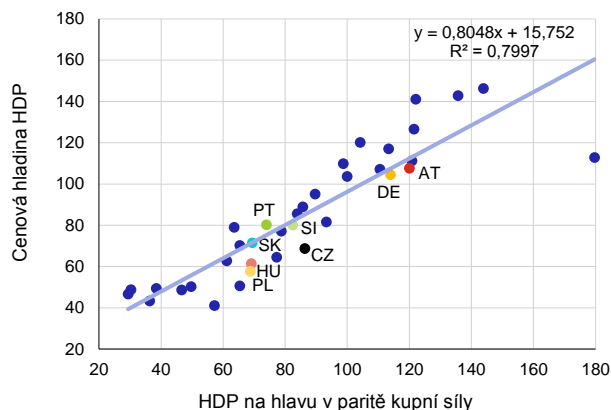
(EA=100)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	39,2	40,6	39,6	37,7	35,9	36,9	38,2	41,1	44,6	46,3
<b>AT</b>	104,4	104,4	105,2	105,8	106,3	106,9	108,1	108,0	108,8	109,7
<b>DE</b>	93,9	94,7	95,4	95,6	97,1	98,5	99,5	100,4	101,1	102,2
<b>PT</b>	55,3	53,2	50,6	51,5	49,9	49,4	49,3	49,6	49,8	50,1
<b>HU</b>	31,6	31,8	31,1	29,9	28,5	28,6	28,8	30,5	30,8	32,3
<b>PL</b>	30,6	30,6	30,6	30,5	30,9	31,0	30,8	32,8	34,6	36,1
<b>SI</b>	63,8	63,5	61,7	61,0	60,9	61,0	62,2	63,0	64,1	65,6
<b>SK</b>	36,5	36,5	36,7	37,0	37,3	38,1	38,5	39,9	41,2	42,9

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

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

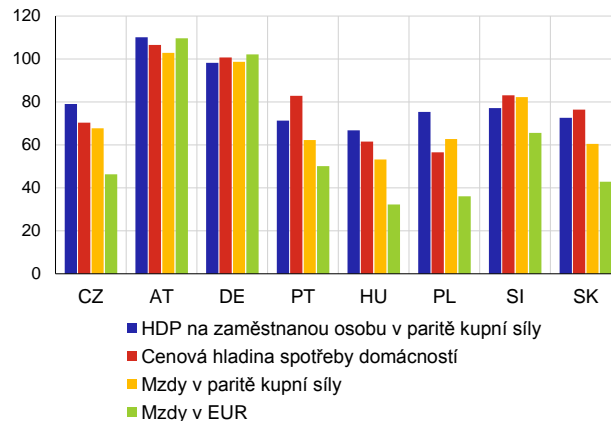
**HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina**  
(2019, EA=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Mzdy v paritě kupní síly v České republice dosahují zhruba 68 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí jen cca 46 %.**

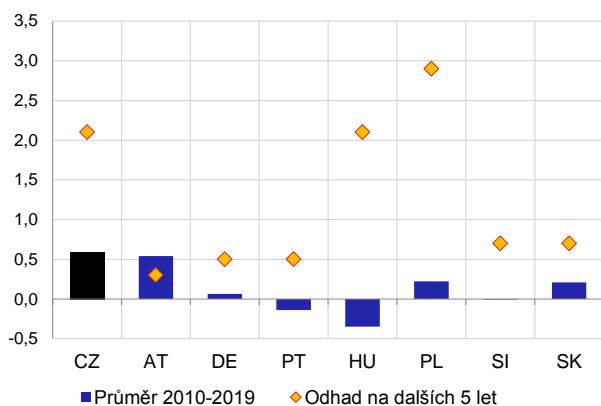
**Další ukazatele dlouhodobé konvergence**  
(2019, EA=100)



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

**Reálný kurz koruny v posledním desetiletí posiloval v průměru o 0,6 % za rok. Do budoucna leží jeho odhadované roční rovnovážné tempo poblíž 2,1 %.**

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

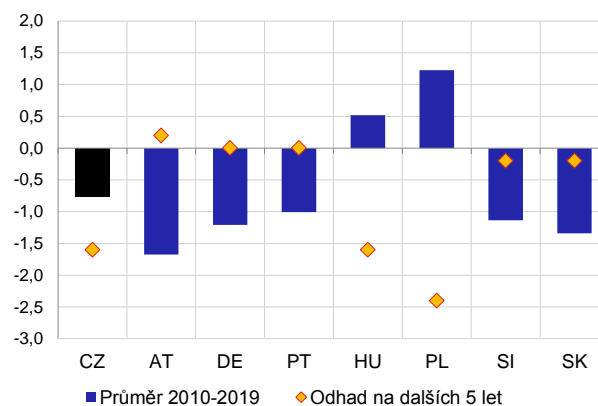


Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za období let 2010-2019. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě panelové regrese vztahující cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby v České republice by po přijetí eura byly nejspíš záporné. Záporné však v průměru byly i v posledních deseti letech.**

**Reálné 3M úrokové sazby: průměr za poslední desetiletí a jejich odhad po přijetí eura**  
(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)



Pozn.: Údaj za období 2010-2019 je prostý aritmetický průměr. Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby po přijetí eura je odvozený z odhadu tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně ve výši 0,5 %.

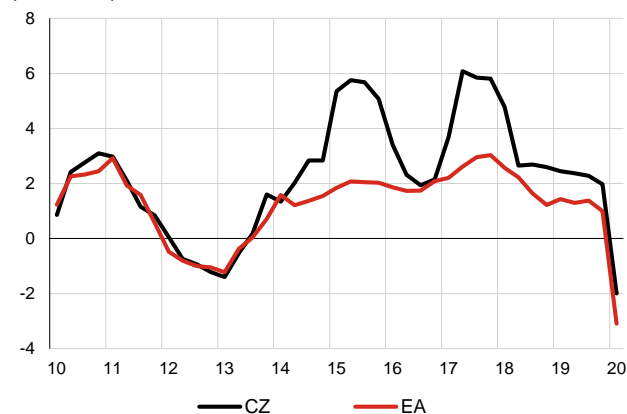
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

Tempo růstu české ekonomiky bylo v posledních pěti letech vyšší než v eurozóně.

## Reálný HDP

(mzr. v %)

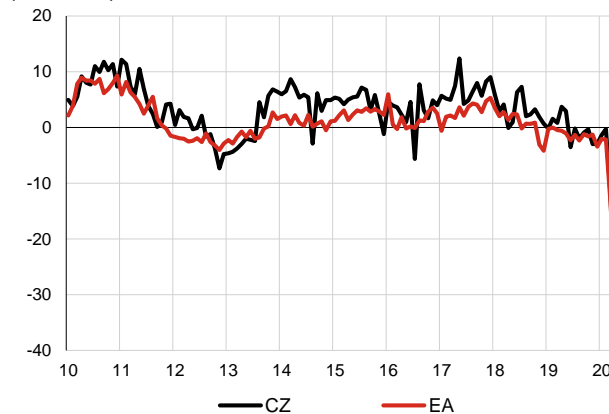


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Přispíval k tomu i růst průmyslové produkce, který byl dlouhodobě nad průměrem eurozóny.

## Index průmyslové produkce

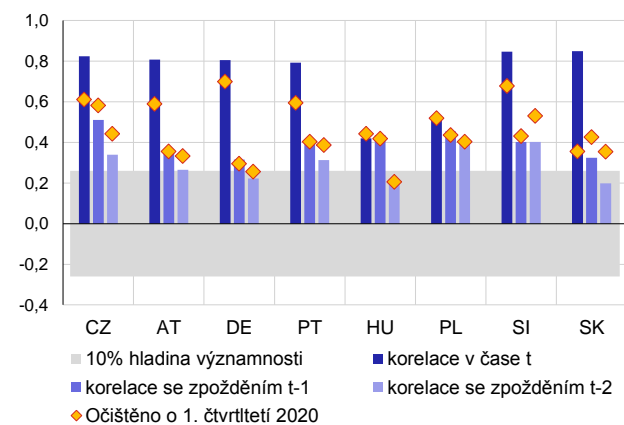
(mzr. v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Dlouhodobá sladěnost ekonomického cyklu České republiky s vývojem eurozóny byla ve sledovaném období vysoká, zejména relativně vůči jiným srovnávaným zemím mimo eurozónu.

## Korelační koeficienty HDP s eurozónou

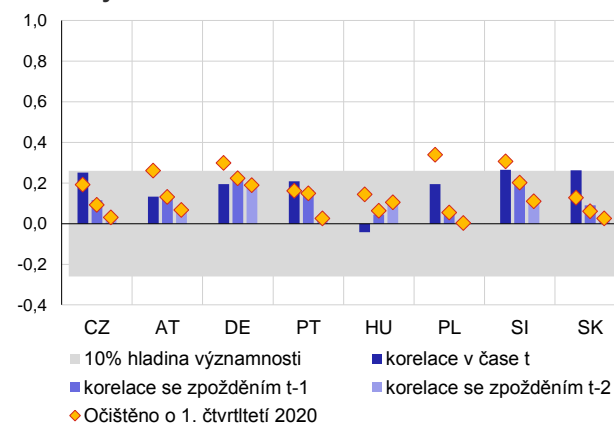


Pozn: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezonně očištěných dat. Sloupce určují zpoždění časové řady eurozóny oproti časové řadě daného státu, např. t-1 značí zpoždění o jedno čtvrtletí. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé oblasti grafu (tzn. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti).

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

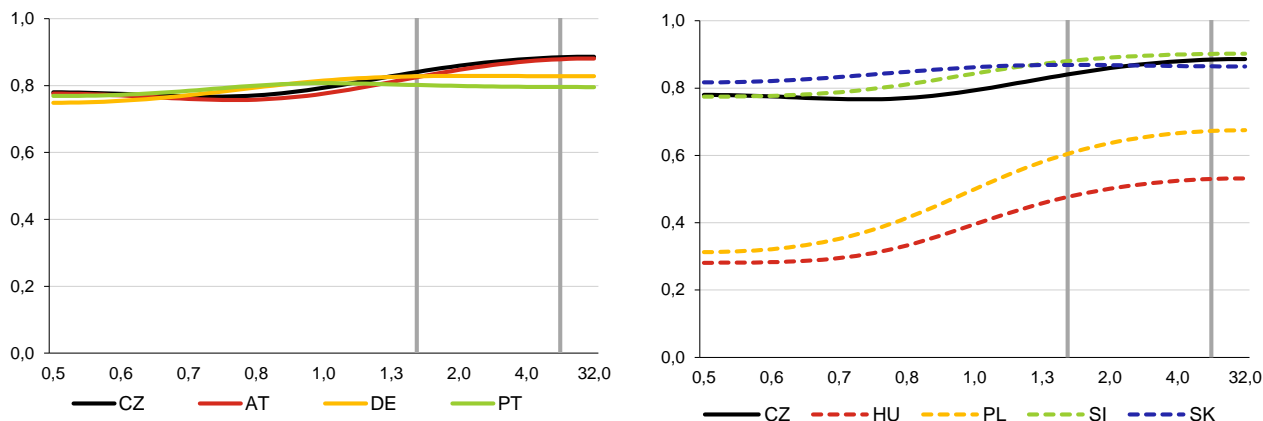
Korelace českého vývozu do eurozóny s jejím HDP se však meziročně výrazně snížila (a to i po očištění o vliv posledního čtvrtletí), což může naznačovat pokles sladěnosti.

## Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny



**Vysokou sladěnost české ekonomiky s eurozónou potvrzují i hodnoty dynamických korelací ekonomických cyklů ve sledovaném pásmu 1,5 až 8 let.**

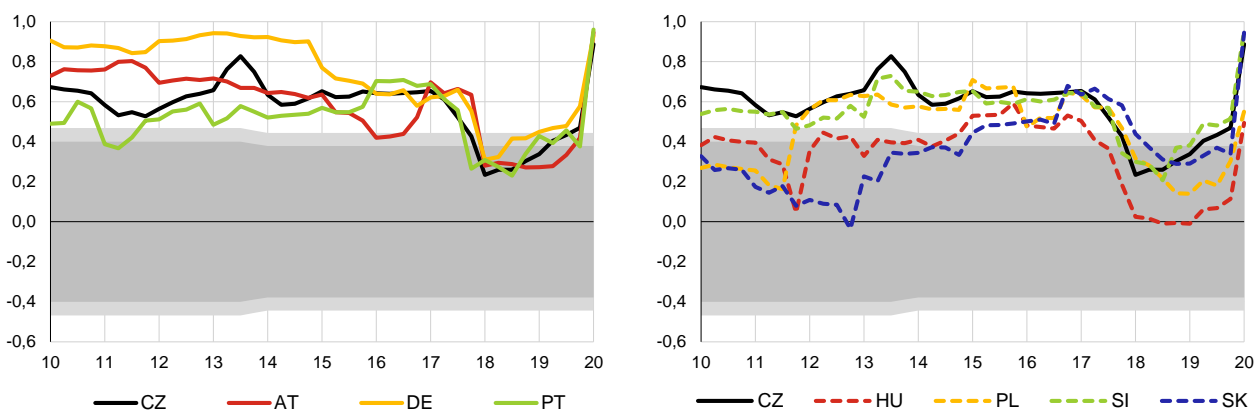
**Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou**



Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů sezonně očištěných dat. Osa X je délka cyklu v letech.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Výrazný propad klouzavých korelací s ekonomickou aktivitou eurozóny v předchozích letech signalizoval pokles cyklické sladěnosti. Nárůst korelací v prvním čtvrtletí 2020 nastal v souvislosti se synchronizovaným poklesem aktivity v důsledku propuknutí koronavirové pandemie.**

**Pětileté klouzavé korelace růstu HDP jednotlivých zemí a eurozóny**



Pozn.: Časový údaj vyznačuje konec období klouzavého okna o délce 5 let. Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmů 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.

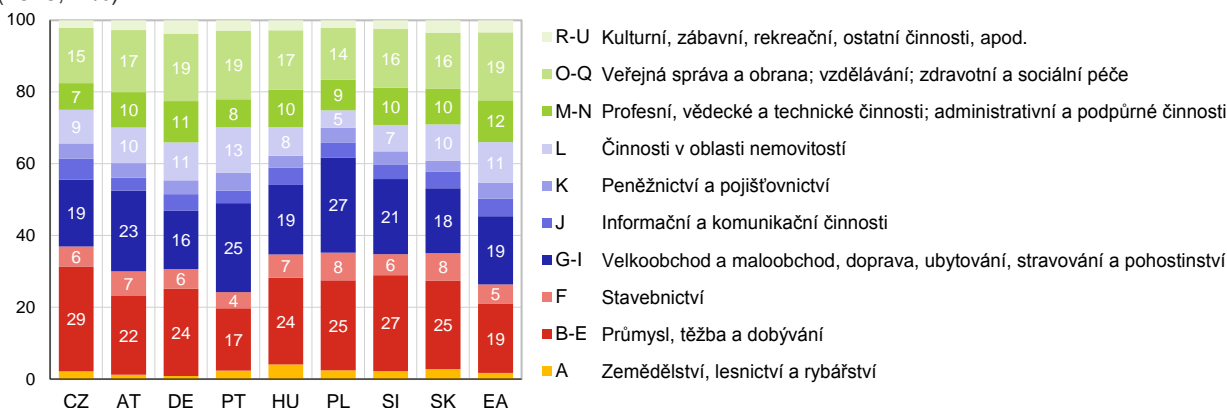
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

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

### Podíly ekonomických odvětví na HDP

(2019, v %)

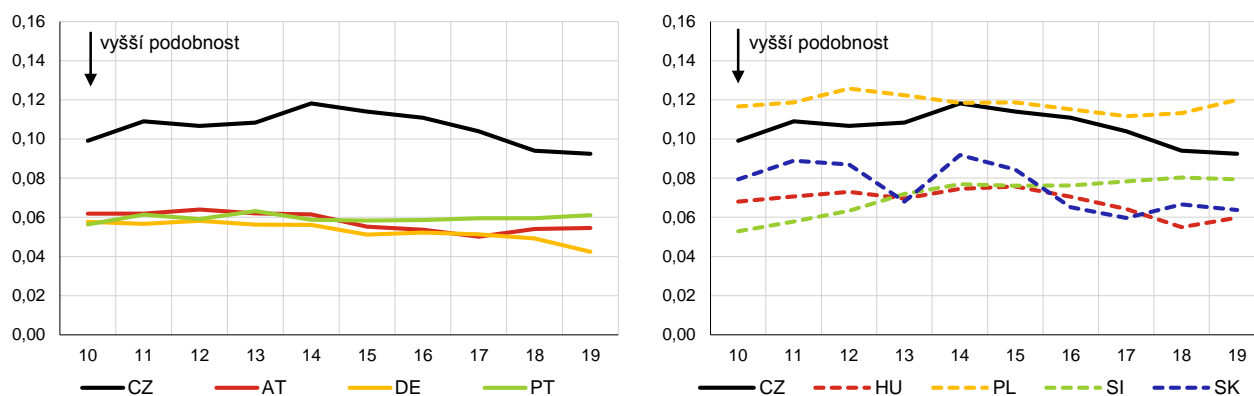


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Odlíšná struktura tvorby přidané hodnoty podle jednotlivých odvětví se promítá i do vyšších hodnot Landesmannova indexu, což značí menší podobnost české ekonomiky s ekonomikou eurozóny. V posledních letech se však tato podobnost pozvolna zvyšuje.

### Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně

(Landesmannův index)



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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB



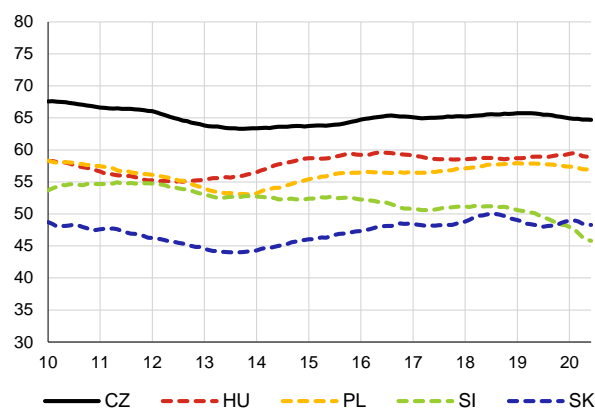
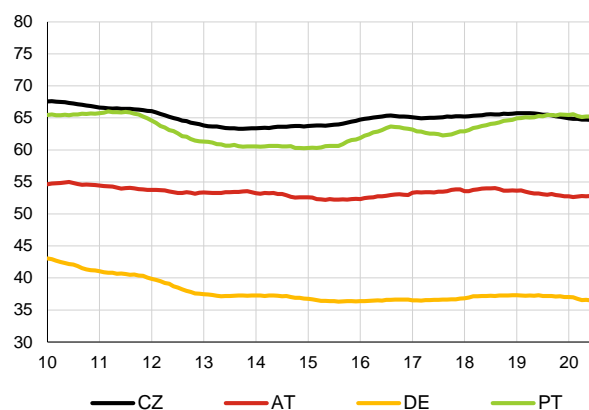
### PROPOJENÍ EKONOMIKY S EUROZÓNOU

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

... které se stabilně pohybují nad úrovní ostatních srovnávaných členských zemí EU střední a východní Evropy.

#### Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu

(v %)



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.

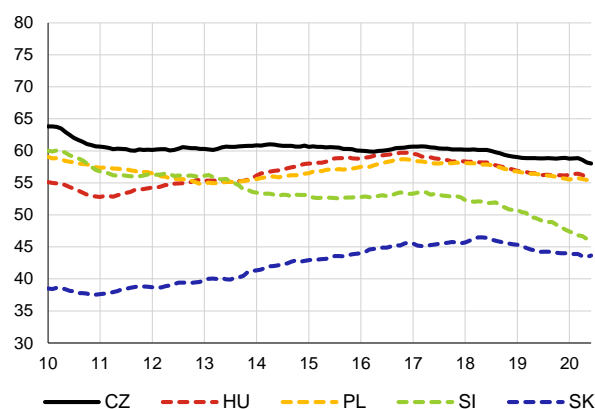
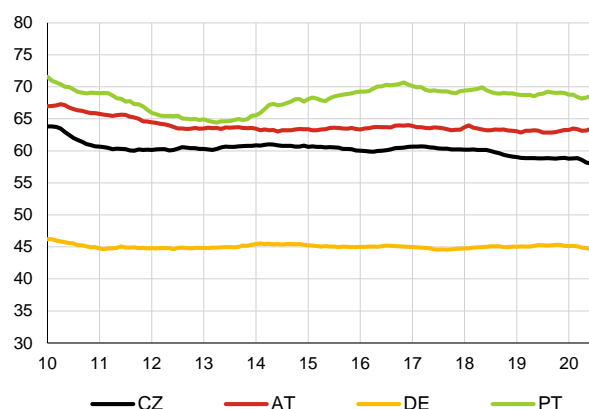
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu do České republiky je o něco nižší než v případě vývozu, ...

... nicméně převyšuje i tak podíl eurozóny na dovozu u ostatních členských zemí EU střední a východní Evropy.

#### Podíl dovozu do eurozóny na celkovém dovozu

(v %)



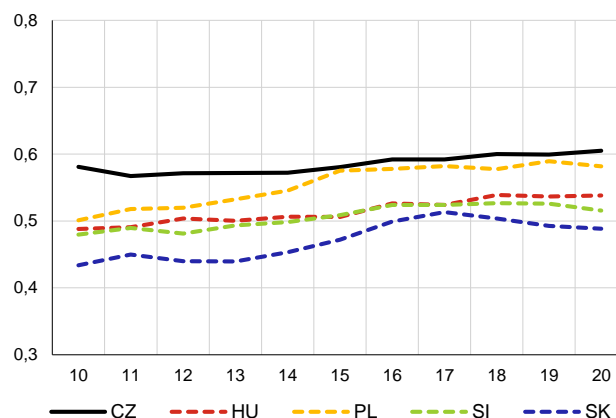
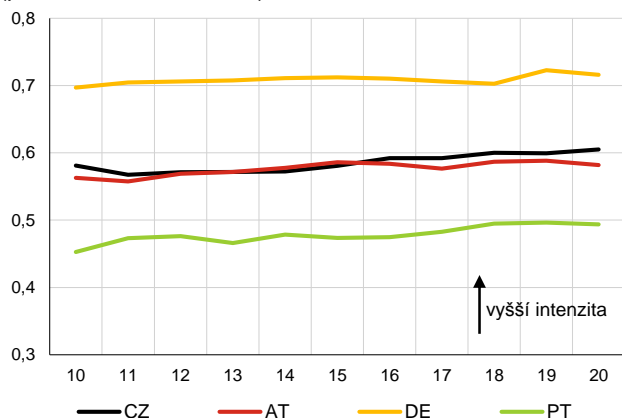
Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Vysoká intenzita vzájemného vnitrodvětvového obchodu podporuje podobnou reakci na ekonomické šoky, ...**

**... a je ve srovnání se zeměmi EU střední a východní Evropy nejvyšší. V posledních letech dosahuje podobné úrovně pouze Polsko.**

#### Intenzita vnitrodvětvového obchodu s eurozónou (podle klasifikace SITC5)



Pozn.: Prezentované výsledky byly spočítány pomocí pětimístné klasifikace SITC. Pro analýzu vnitrodvětvového obchodu byl použit Grubelův-Lloydův index, který udává podíl absolutní hodnoty vnitrodvětvového obchodu na obratu zahraničního obchodu s eurozónou. Hodnota za rok 2020 odpovídá prvním čtyřem měsícům roku.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Sladěnost ekonomické aktivity je podporována také vlastnickou provázaností, která je v případě investic z eurozóny v poměru k HDP v České republice ze srovnávaných zemí nejvyšší.**

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	57,5	53,4	60,2	58,6	61,2	62,0	63,1	64,4	63,4	63,4
<b>AT</b>	36,0	35,3	35,6	35,2	36,6	44,5	35,1	36,3	37,3	35,2
<b>DE</b>	23,5	23,6	25,8	27,0	26,3	26,3	26,6	26,7	29,9	29,8
<b>PT</b>	42,0	44,1	58,1	64,6	65,0	63,3	63,3	65,0	61,4	62,7
<b>HU</b>	51,0	48,9	58,2	56,2	56,1	57,4	50,4	46,4	45,4	39,9
<b>PL</b>	36,1	32,7	37,0	39,1	39,5	36,6	39,3	39,6	37,2	37,3
<b>SI</b>	18,8	20,0	20,7	19,6	21,9	23,7	25,6	26,1	26,9	28,2
<b>SK</b>	48,1	49,4	48,2	47,0	44,4	45,1	51,2	49,1	47,3	45,9

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

**Investice zemí EU střední a východní Evropy v ekonomikách eurozóny dosahují stále nízkých hodnot, Česká republika je na tom nicméně ve srovnání s ostatními členskými státy střední a východní Evropy výrazně lépe.**

#### Poměr stavu přímých investic do eurozóny k HDP

(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	13,0	12,6	14,8	16,5	17,3	18,5	18,0	21,4	20,4	21,6
<b>AT</b>	24,2	25,1	25,0	26,1	30,0	26,1	30,3	30,9	30,2	32,9
<b>DE</b>	23,1	24,1	26,6	27,4	27,7	28,6	29,3	30,3	32,2	33,1
<b>PT</b>	19,9	25,3	30,3	32,2	28,7	28,6	29,3	28,0	26,0	26,3
<b>HU</b>	5,7	6,0	10,5	10,3	11,2	8,7	9,7	8,3	8,8	9,7
<b>PL</b>	7,5	7,9	8,8	8,6	8,5	8,8	8,6	7,2	6,9	6,6
<b>SI</b>	4,8	4,7	3,9	3,7	4,2	4,3	4,7	5,3	5,5	6,1
<b>SK</b>	6,0	8,0	6,5	7,1	6,7	7,9	11,5	8,9	8,6	7,8

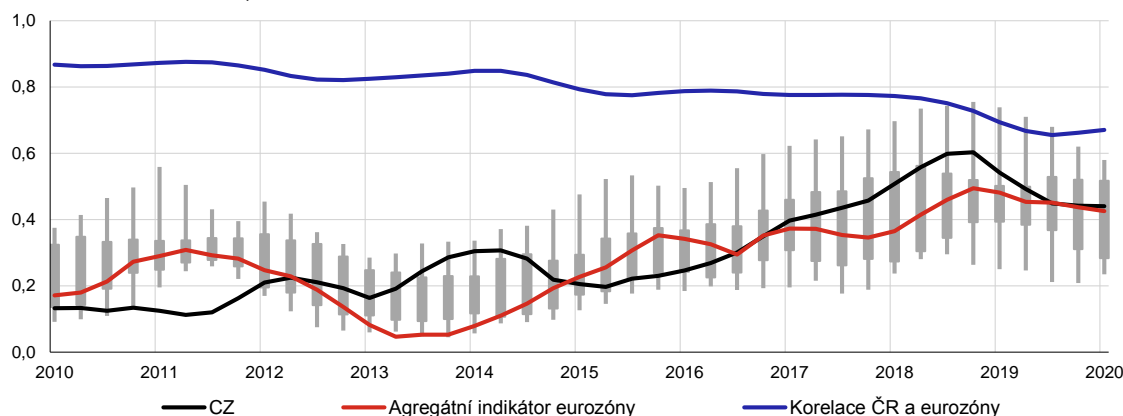
Zdroj: Eurostat, pro Maďarsko národní centrální banka, výpočet ČNB

## SLADĚNOST FINANČNÍCH CYKLŮ

**Pozice eurozóny a České republiky ve finančním cyklu se přiblížily. V závěru roku 2019 se zároveň snížila heterogenita napříč zeměmi eurozóny.**

#### Zjednodušený indikátor finančního cyklu v ČR a eurozóně a jejich vzájemná korelace

(0 minimum, 1 maximum)

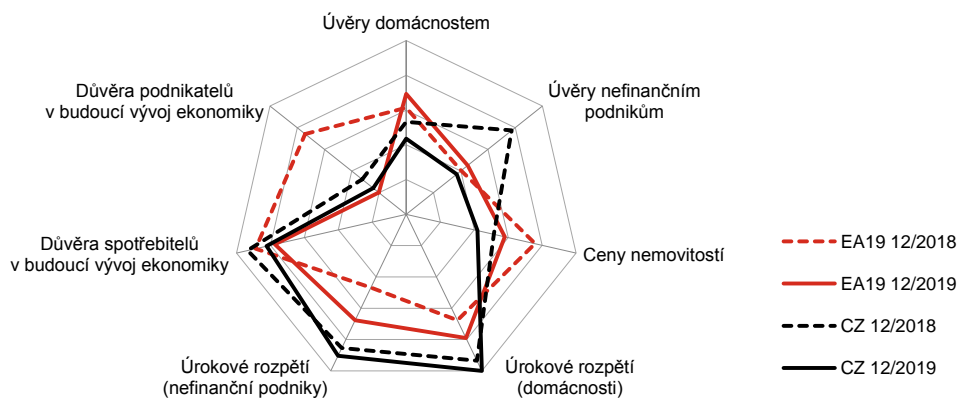


Pozn.: Zjednodušený indikátor finančního cyklu nabývá hodnot od 0 do 1, přičemž vyšší hodnoty odpovídají expanzivní fázi finančního cyklu. Krabicový graf znázorňuje pro každé období minimální hodnotu, 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu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

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

I přes sblížení pozic ve finančním cyklu se význam jednotlivých faktorů v České republice a v eurozóně nadále liší. Jediným faktorem s dlouhodobě podobným vlivem na vývoj indikátoru finančního cyklu je spotřebitelská důvěra.

#### Příspěvky jednotlivých složek k celkové výši zjednodušeného indikátoru finančního cyklu



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

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

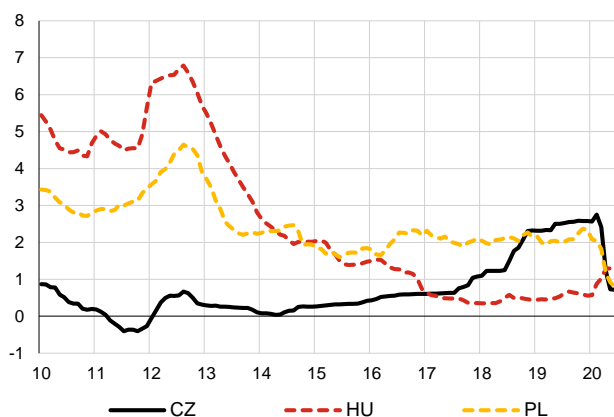
### KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB

Na dopady pandemie reagovaly střeoevropské centrální banky snížením základních sazeb, což v případě Polska a ČR vedlo k poklesu jejich úrokového diferenciálu vůči 3M sazbě v eurozóně, neboť ECB úrokové sazby již hlouběji do záporu nesnížila.

Rozpětí u dlouhodobých sazeb pokleslo po snížení sazeb ČNB pouze mírně (na 1,3 p. b.). Podobné snížení rozdílů v desetiletých úrokových sazbách bylo patrné taktéž v případě Polska, Slovenska či Slovinska.

#### Rozdíly v tříměsíčních úrokových sazbách vůči 3M EURIBOR

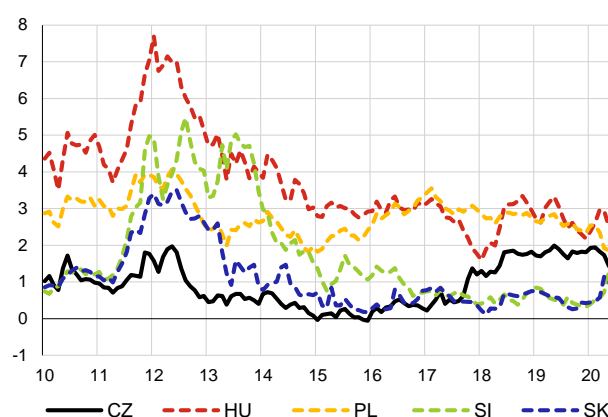
(v p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

#### Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu

(diferenciál výnosu desetiletého vládního dluhopisu v p. b.)

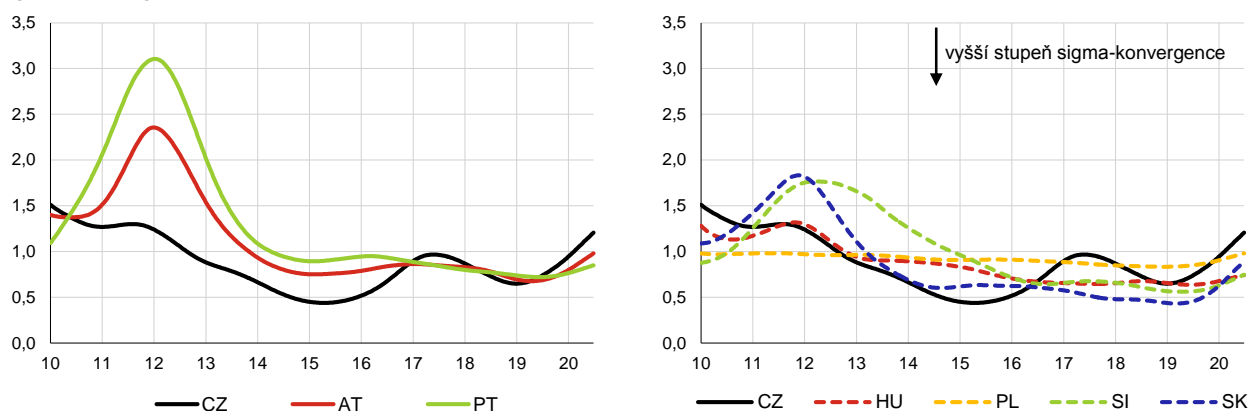


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Sladěnost českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem se po propuknutí koronavirové pandemie snížila.**

**Stupeň dosažené konvergence vládních dluhopisů ve srovnání s Německem**

(sigma-konvergence)

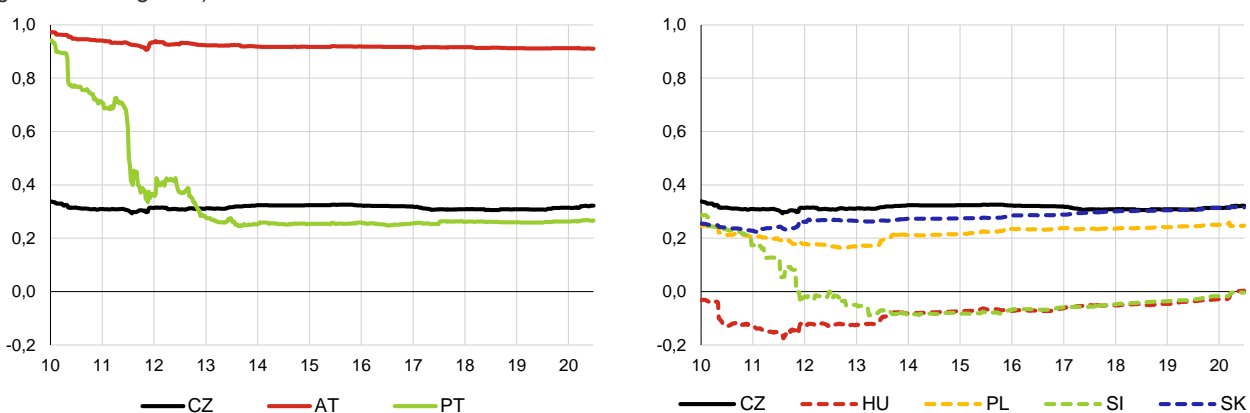


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.  
Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

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

**Citlivost cen aktiv na globální zprávy ve srovnání s eurozónou**

(gama-konvergence)



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



## VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ A FINANČNÍCH TRHŮ

Napětí na finančních trzích v souvislosti s pandemií se promítlo do razantního nárůstu historické volatility české koruny a maďarského forintu a v menší míře také polského zlotého.

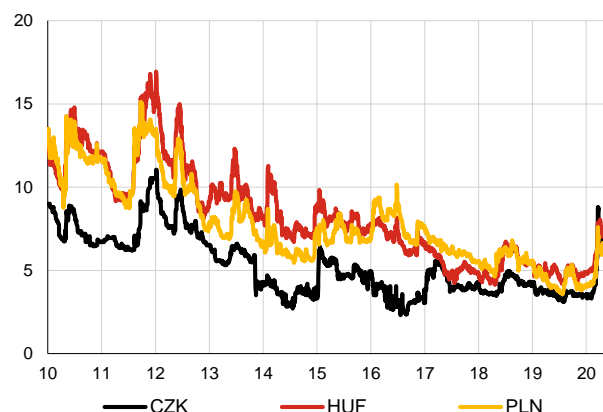
Také implikovaná volatilita všech střeoevropských měn počátkem roku 2020 v souvislosti s pandemií vzrostla, od května 2020 v důsledku zklidnění situace na finančních trzích mírně klesá, stále se však nachází nad úrovní před pandemií.

**Historická volatilita měnových kurzů k euru**  
(v %)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

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

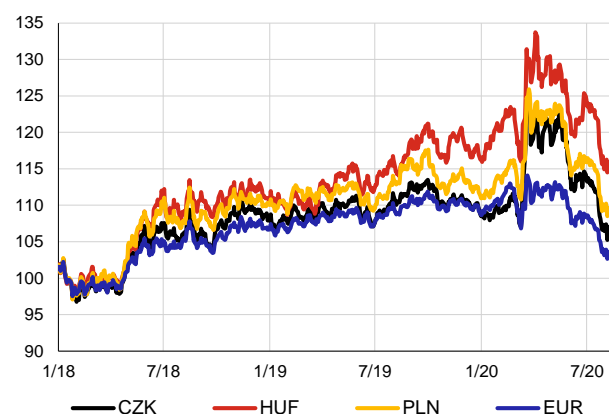


Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

V dosavadním průběhu roku 2020 sledované měny nejdříve vůči dolaru mírně oslabily, poté v souvislosti s napětím mezi USA a Čínou postupně posilovaly.

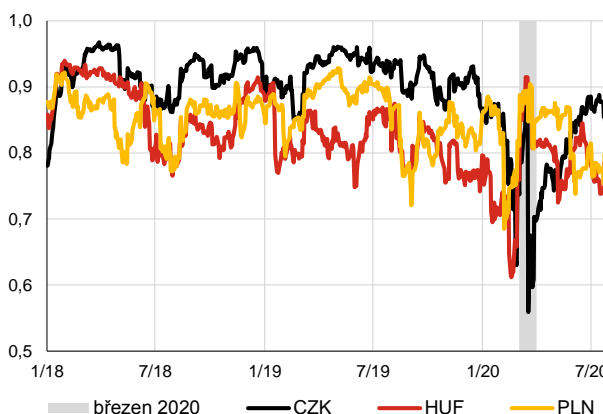
Korelace vývoje české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru je v současnosti poměrně vysoká. K největšímu poklesu korelace došlo v březnu 2020, kdy na kurz koruny spolu s prvními dopady pandemie nepříznivě působil odliv krátkodobého kapitálu.

**Vývoj kurzů k americkému dolaru**  
(index, leden 2018 = 100)



Zdroj: Datastream

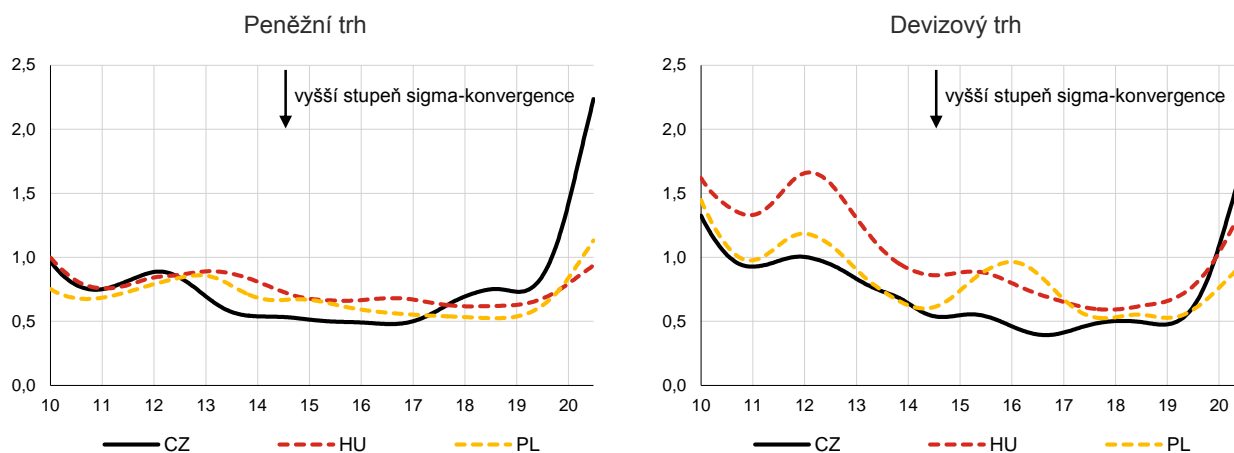
**Korelace měnových kurzů k americkému dolaru**  
(korelace: nár. měna/USD a EUR/USD)



Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

**V důsledku propuknutí koronavirové pandemie se sladěnost českého devizového a zejména peněžního trhu s benchmarkovým eurovým trhem razantně snížila.**

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

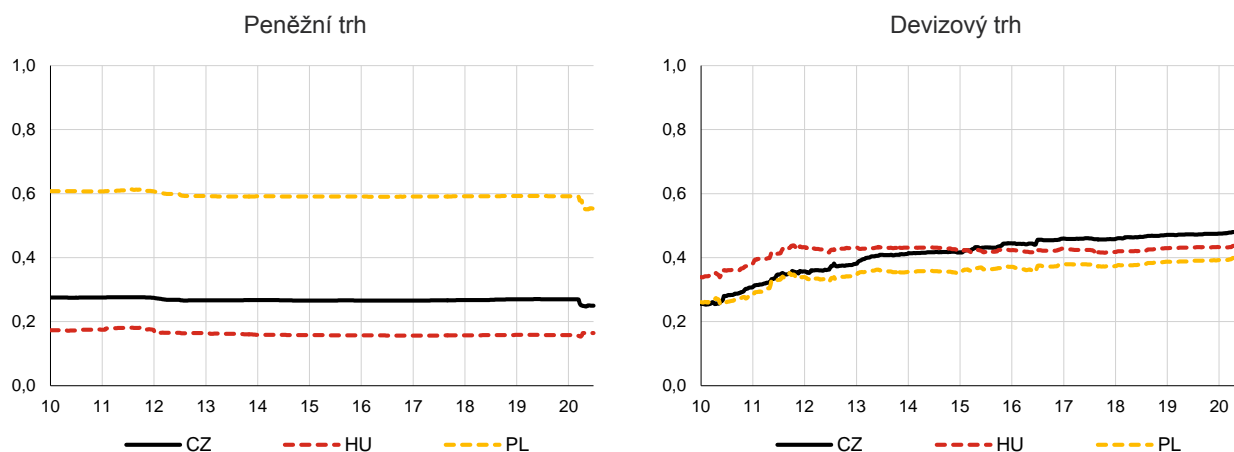


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.  
Zdroj: Datastream, výpočet ČNB

**Míra přenosu globálních zpráv na peněžním trhu v České republice slabě poklesla, ...**









**... zatímco na devizovém trhu zůstala relativně vysoká.**

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



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

## III.1.2. Podobnost transmise měnové politiky

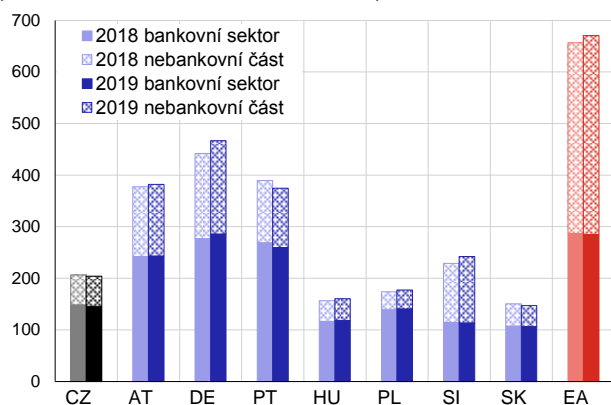
-  Hloubka finančního zprostředkování
-  Zadlužení soukromého sektoru
-  Podobnost struktury rozvahy nefinančních podniků v ČR s EA
-  Podobnost struktury rozvahy domácností v ČR s EA
-  Podobnost struktury objemu úvěrů nefinančních podniků v ČR a EA
-  Podobnost struktury objemu úvěrů na bydlení v ČR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

## FINANČNÍ SYSTÉM

**Hloubka finančního zprostředkování v České republice zůstává výrazně pod průměrem eurozóny.**

**Hloubka finančního zprostředkování**

(aktiva finančních institucí v % HDP)



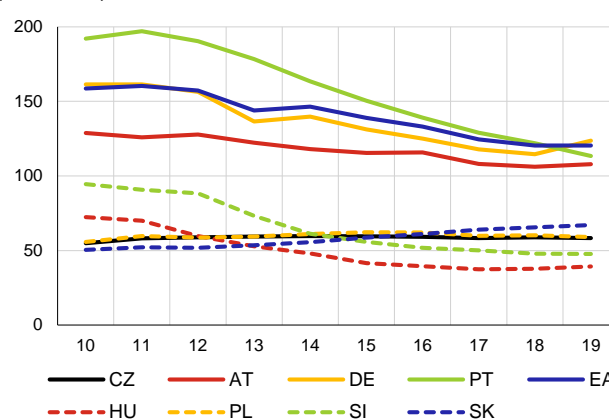
Pozn.: Bilanční suma bankovního sektoru je očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Lucemburska, Irska, Nizozemí a Francie jak ve vztahu k jejich HDP, tak v porovnání s celkovými finančními aktivy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

Zdroj: ČNB, ECB, Eurostat, národní centrální banky

**Zadlužení soukromého sektoru je v České republice oproti průměru eurozóny významně nižší.**

**Zadlužení soukromého sektoru**

(v % HDP)



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

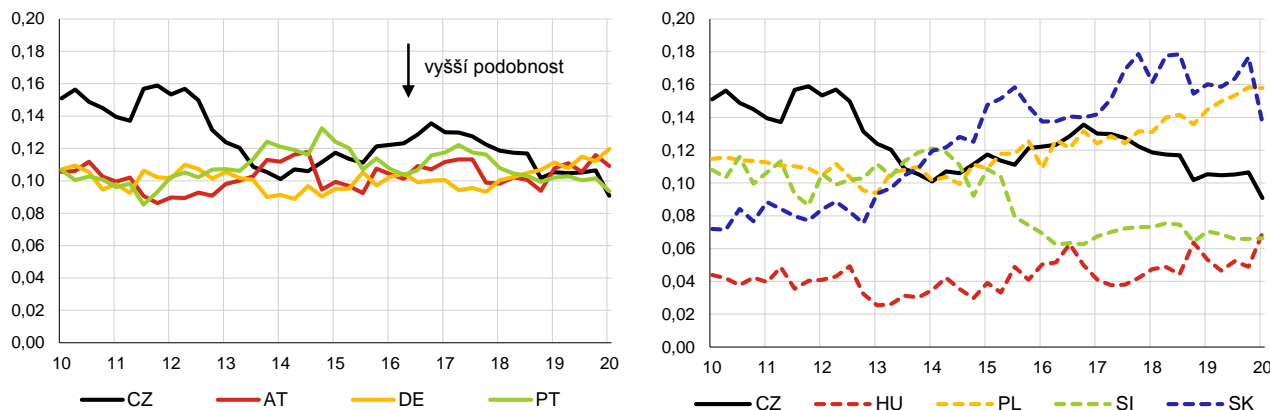
Zdroj: MMF, Eurostat

## STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV A PASIV PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

**Strukturální podobnost financování českých podniků s podniky v eurozóně vzrostla a je srovnatelná s Portugalskem, Německem či Rakouskem.**

### Podobnost struktury finančních pasiv nefinančních podniků

(Landesmannův index)



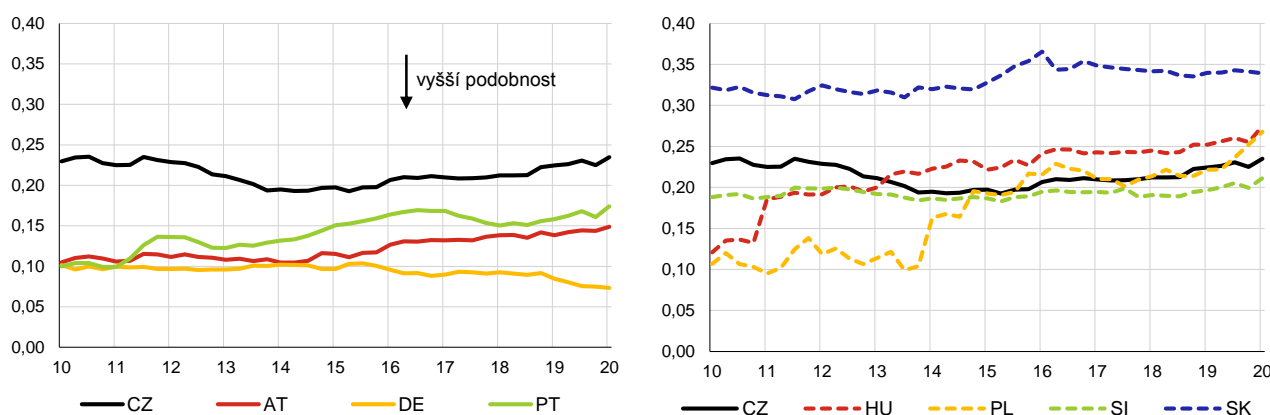
Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech. Hodnoty indexu se oproti minulému roku liší z důvodu provedených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

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi v eurozóně dále klesá a zůstává poměrně nízká. Za dalším poklesem v roce 2019 stál výrazný relativní růst významu podílových listů a akcií v celkových finančních aktivech českých domácností ve srovnání s domácnostmi v eurozóně, při přetrvávajících značných rozdílech v držbě jiných typů aktiv.**

### Podobnost struktury finančních aktiv domácností

(Landesmannův index)



Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1], přičemž platí, že čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro domácnosti byly použity podíly jednotlivých kategorií aktiv na celkových aktivech. Hodnoty indexu se oproti minulému roku liší z důvodu provedených datových revizí.

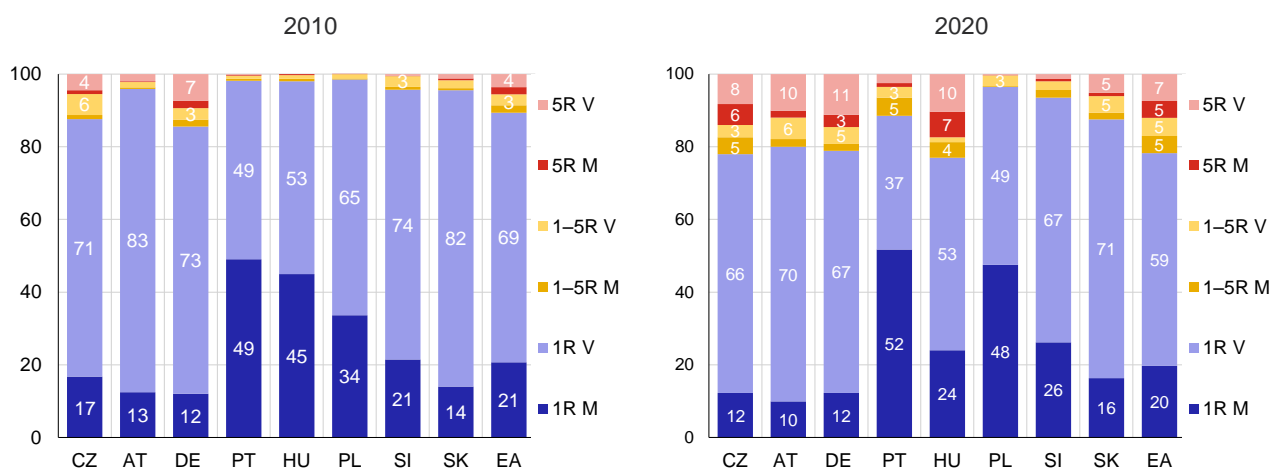
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

## VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Většina nefinančních podniků sledovaných zemí čerpá úvěry s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší poměrně rychlou transmisi změny měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů v uvedeném segmentu. V posledních letech se však podíl úvěrů s dlouhodobějšími fixacemi úrokových sazeb zvyšuje.

## Struktura nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům dle fixací úrokových sazeb

(v %)



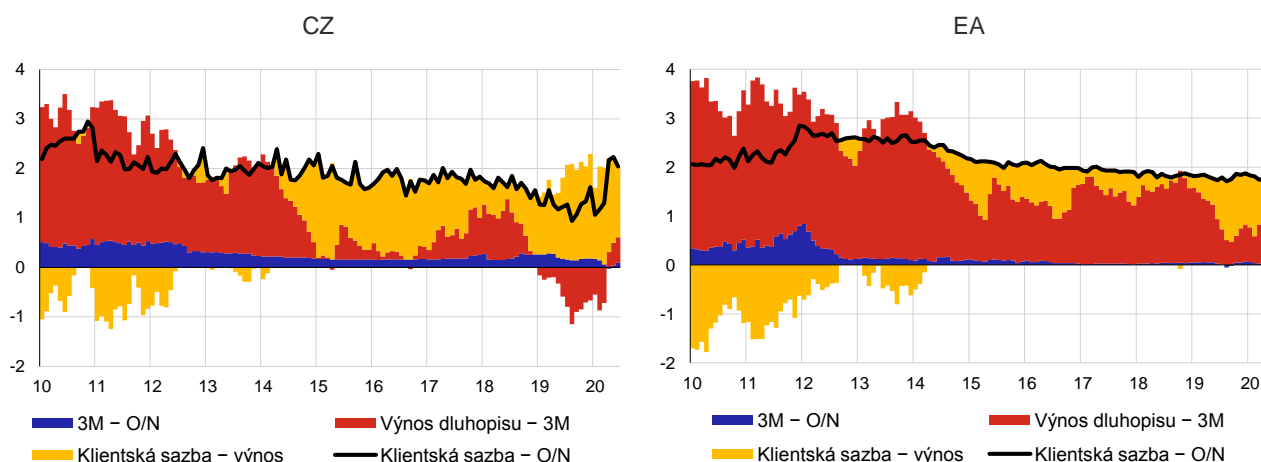
Pozn.: 1R M, resp. 1R V představuje označení pro malé (do 1 mil. EUR), resp. velké (nad 1 mil. EUR) úvěry s pohyblivou či fixní úrokovou sazbou do jednoho roku a další popisky představují analogické úvěry s delšími fixacemi úrokových sazeb. Agregát eurozóny má proměnlivou strukturu s rostoucím počtem zemí. Údaje za rok 2020 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Rozpětí clientských sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a jednodenní sazby mezibankovního trhu se v České republice v posledním roce zvýšilo a aktuálně je vyšší než v eurozóně. Došlo však ke sblížení jejich skladby.

## Rozklad rozpětí úrokových sazeb z úvěrů nefinančním podnikům a O/N sazeb mezibankovního trhu

(v p. b.)



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

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

Klientská sazba z úvěrů nefinančním podnikům napříč všemi splatnostmi vůči výnosu z desetiletého státního dluhopisu (Klientská sazba - výnos).

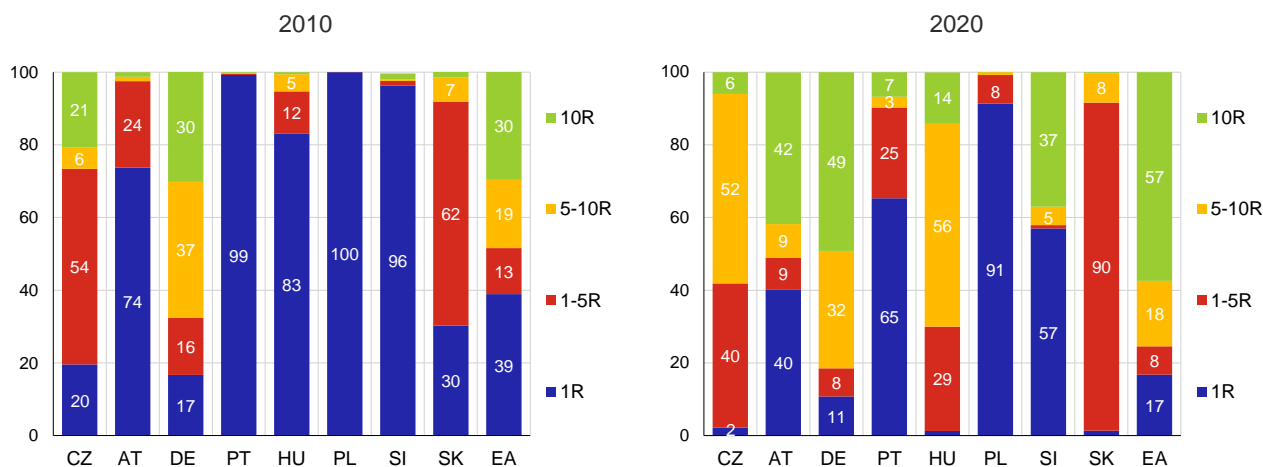
Data jsou měsíční průměry.

Zdroj: ECB, ČNB, výpočet ČNB



**U úvěrů na bydlení pokračuje ve většině sledovaných zemí příklon k delším fixacím pozorovaný již v minulých letech.**

**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 2020 jsou k červnu.  
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

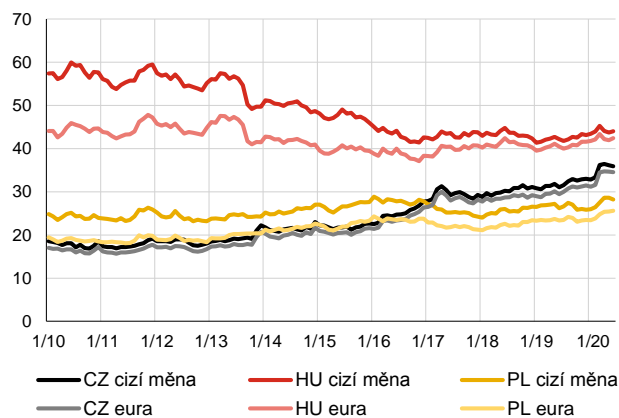
### SPONTÁNNÍ EUROIZACE

**Podíl úvěrů v cizí měně (s rozhodující převahou eura) se u českých podniků zvýšil na nové maximum (36 %), a to vlivem přirozeného zajišťování kurzového rizika a značně zvýšeného úrokového diferenciálu dosaženého před vypuknutím koronavirové pandemie. Podíl vkladů v cizí měně se pohybuje dlouhodobě v blízkosti 20 %.**

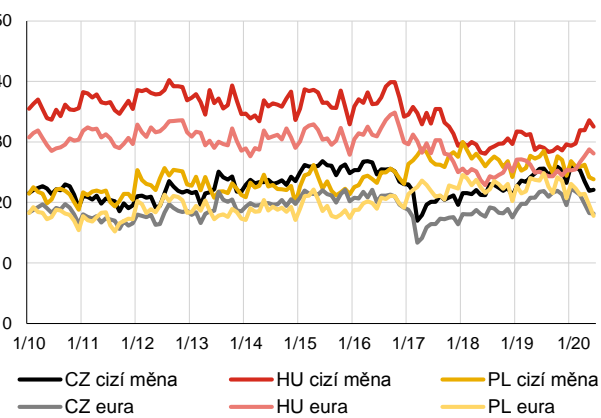
**Úvěry a jednodenní vklady nefinančních podniků v cizí měně**

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

Úvěry v cizí měně



Jednodenní vklady v cizí měně

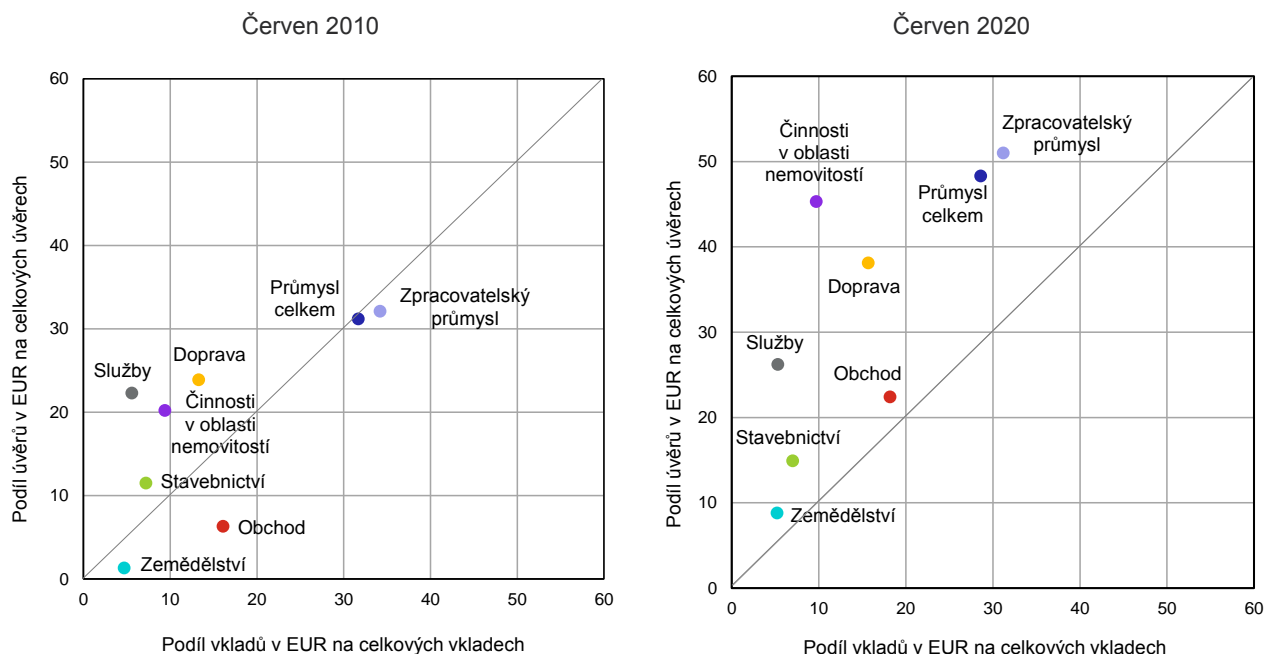


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Euroizace české ekonomiky je asymetrická z hlediska úvěrů a vkladů. Podíl eurových úvěrů se ve většině odvětví zvýšil (v rámci průmyslu nejvýrazněji na 51 % ve zpracovatelském průmyslu a na 45 % u činností v oblasti nemovitostí), zatímco podíl vkladů v eurech se zásadněji nezměnil.**

**Úvěry a vklady v eurech dle vybraných odvětví**

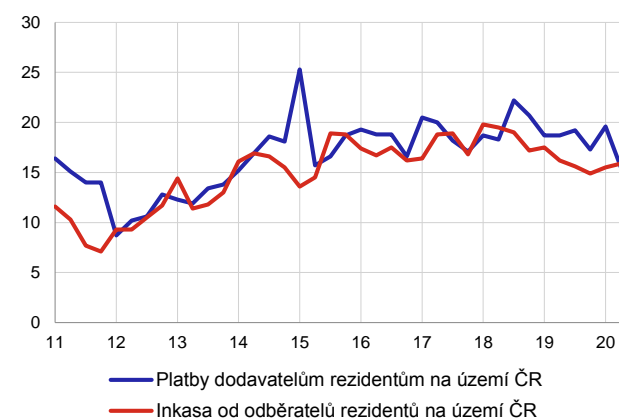
(podíly na celkových úvěrech a vkladech v daném odvětví u domácích bank, v %)



Zdroj: ČNB

**Podíl eurových plateb mezi českými podniky zůstává nezanedbatelný, z delšího pohledu se však příliš nemění.**

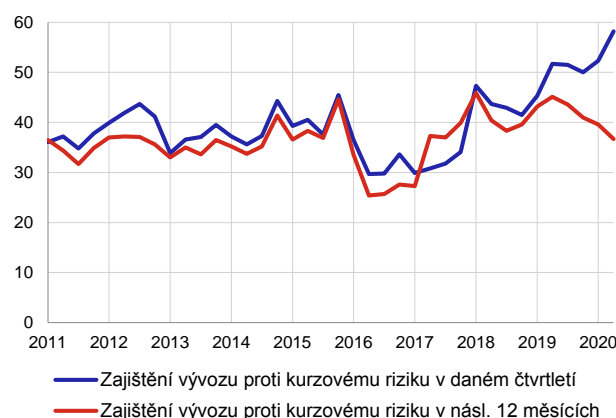
**Podíly eurových plateb mezi českými podniky (v %)**



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

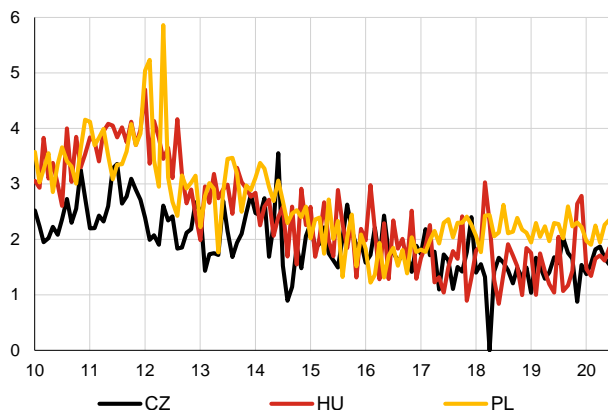
**Ve druhém čtvrtletí 2020 v podmínkách zvýšené volatility kurzu koruny vůči euru výrazně vzrostlo krátkodobé zajišťování vývozu podniků na finančním trhu. Zajištění vývozu pro následující rok se zřejmě vlivem mimořádných nejistot naopak snížilo.**

**Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku (v %)**

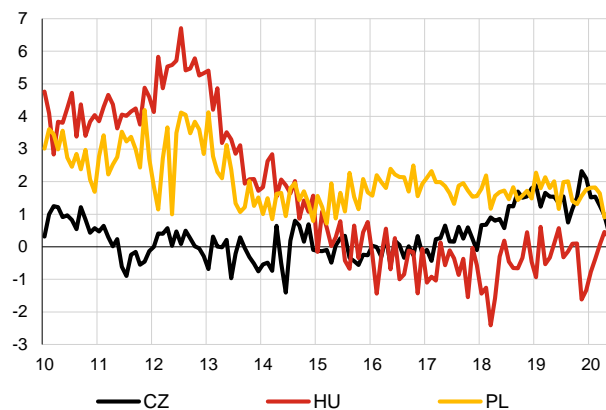


**Diferenciál úrokových sazeb z úvěrů podnikům v domácí měně a v eurech se v České republice v roce 2019 výrazně zvýšil, a motivoval tak české firmy k rostoucímu čerpání eurových úvěrů. V roce 2020 se diferenciál snížil vlivem uvolnění měnové politiky ČNB v souvislosti s propuknutím koronavirové pandemie.**

**Úrokové sazby z eurových úvěrů nefinančních podniků**  
(v %)



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



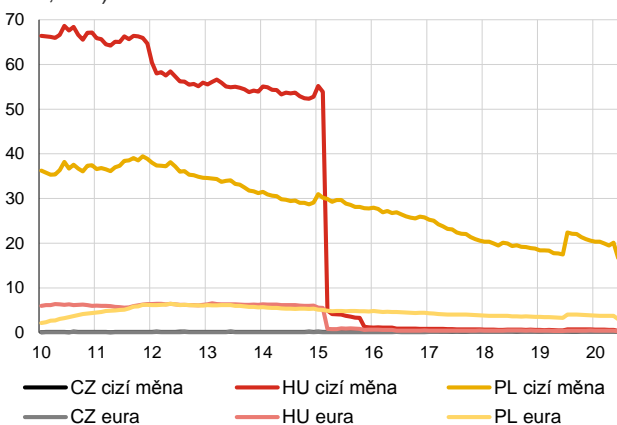
Pozn.: Údaje se týkají velkých úvěrů s objemem nad 1 milion EUR s fixací úrokové sazby do 1 roku.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Euroizace domácností je v České republice v podmínkách vysoké důvěry v domácí měnu dlouhodobě na nízké úrovni – podíl vkladů v cizí měně se pohybuje okolo 3 % a podíl cizoměnových úvěrů zůstává prakticky nulový.**

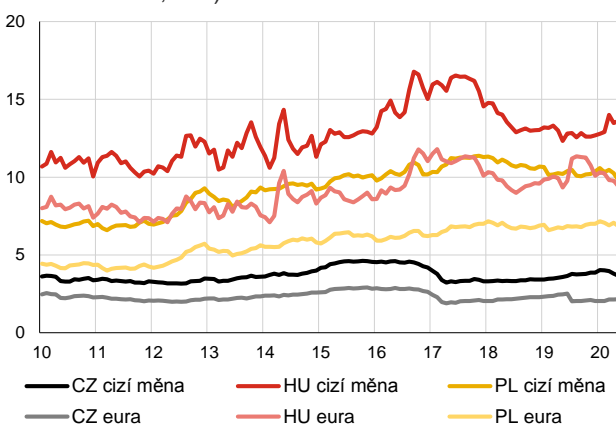
**Úvěry domácností v cizí měně**

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



**Jednodenní vklady domácností v cizí měně**

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



Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 podíl cizoměnových úvěrů propadl až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření. Cizoměnové úvěry českých domácností se pohybují na úrovních 0,1 až 0,3 %.

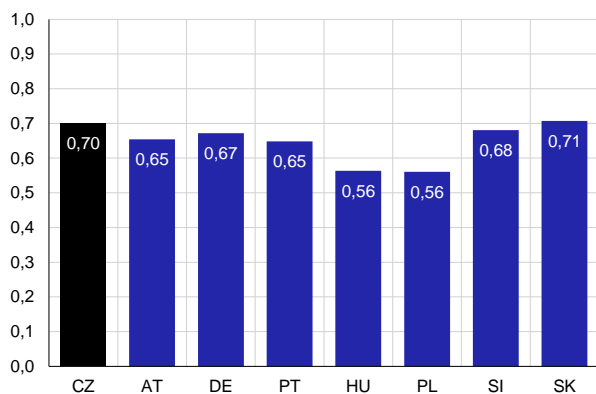
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

## INFLAČNÍ PERZISTENCE

Perzistence inflace je v České republice srovnatelná s ostatními sledovanými zeměmi.

### Odhady perzistence inflace







Pozn.: Výpočet za období 2010Q1-2020Q2.

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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## III.2. PŘIZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

## III.2.1. Fiskální politika

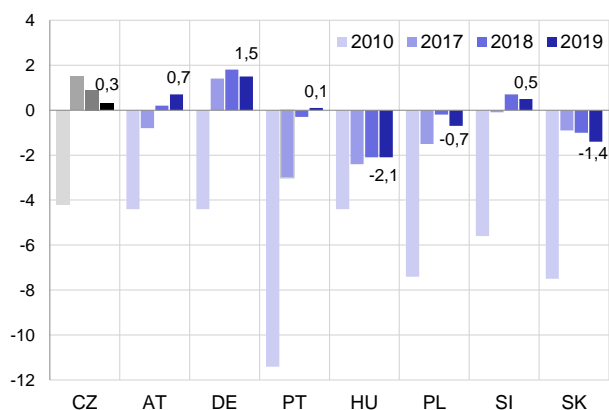
-  Cyklicky očištěné saldo vládního sektoru
-  Zadlužení vládního sektoru
-  Proticyklické působení fiskální politiky
-  Dlouhodobá udržitelnost veřejných financí

**Přebytek hospodaření vládního sektoru České republiky se v důsledku expanzivní fiskální politiky v loňském roce opět snížil. V letošním roce se vlivem pandemie a fiskálních stabilizačních opatření překlopí do výrazného deficitu.**

**Celkové zadlužení vládních institucí v České republice v poslední dekádě pokleslo na relativně nízkou úroveň. V souvislosti s očekávaným výrazně deficitním hospodařením vládního sektoru se úroveň dluhu bude v nejbližších letech opět zvyšovat; v roce 2021 překročí 40 % HDP. Nadále by se však měl bezpečně udržet pod úrovní dluhové brzdy.**

**Saldo vládního sektoru**

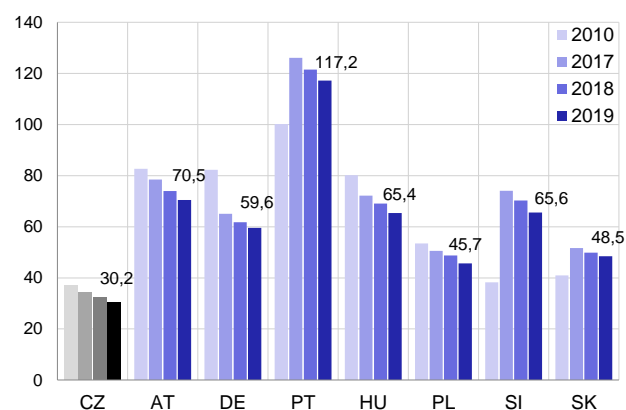
(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

**Dluh vládního sektoru**

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat

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

**Ukazatele citlivosti hospodaření vládního sektoru na ekonomický vývoj**

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

Pozn.: Podle interních odhadů ČNB je souhrnná rozpočtová elasticita v případě ČR ještě nižší a dosahuje přibližně 0,35, Ministerstvo financí ČR odhaduje její výši na 0,43. Odhady souhrnné rozpočtové elasticity se v případě ČR liší z důvodu odlišných odhadů dílčích elasticit jednotlivých daňových příjmů.

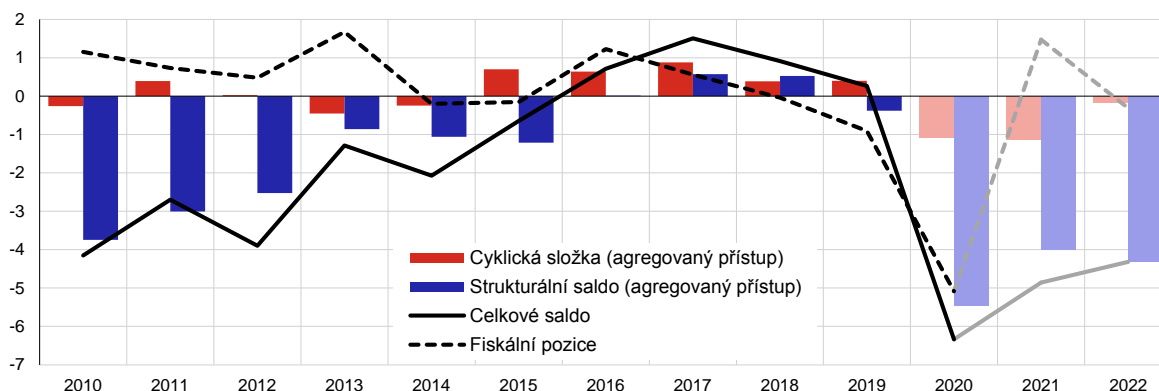
Zdroj: Price a kol. (2015), Evropská komise (2018a)



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

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

(v % HDP, v p. b.)



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

Zdroj: ČSÚ (2010-2019), výpočet ČNB (prognóza 2020-2022)

V souvislosti s dopady pandemie dojde ve všech sledovaných zemích včetně České republiky v roce 2020 k výraznému zhoršení celkového i cyklicky očištěného salda hospodaření vládního sektoru.

### Saldo vládního sektoru, odhad Evropské komise

(v % HDP)

	Celkové saldo						Cyklicky očištěné saldo					
	2010	2018	2019	2020	2021	2022	2010	2018	2019	2020	2021	2022
<b>CZ</b>	-4,2	0,9	0,3	-6,2	-4,7	-3,7	-3,7	-0,2	-1,0	-4,2	-3,3	-3,3
<b>AT</b>	-4,4	0,2	0,7	-9,6	-6,4	-3,7	-3,5	-1,0	-0,8	-6,6	-5,2	-3,4
<b>DE</b>	-4,4	1,8	1,5	-6,0	-4,0	-2,5	-3,3	1,0	0,9	-3,4	-2,7	-1,9
<b>PT</b>	-11,4	-0,3	0,1	-7,3	-4,5	-3,0	-11,4	-2,0	-2,0	-3,8	-3,0	-2,6
<b>HU</b>	-4,4	-2,1	-2,1	-8,4	-5,4	-4,3	-2,3	-4,1	-4,4	-6,6	-4,2	-4,0
<b>PL</b>	-7,4	-0,2	-0,7	-8,8	-4,2	-3,0	-7,9	-1,8	-2,9	-7,9	-3,5	-2,7
<b>SI</b>	-5,6	0,7	0,5	-8,7	-6,4	-5,1	-4,5	-1,1	-1,9	-7,1	-6,2	-5,6
<b>SK</b>	-7,5	-1,0	-1,4	-9,6	-7,9	-6,0	-7,2	-2,3	-2,8	-7,8	-7,3	-6,4
<b>EA</b>	-6,3	-0,5	-0,6	-8,8	-6,4	-4,7	-5,1	-1,2	-1,5	-4,8	-4,3	-3,6
<b>CZa)</b>	-4,2	0,9	0,3	-6,3	-4,9	-4,3	-4,0	0,5	-0,1	-5,2	-3,7	-4,2

Pozn.: a) Celkové saldo: do roku 2019 jde o údaje dle statistik a notifikací ČSÚ (podzim 2020); pro roky 2020 až 2022 jde o prognózu ČNB ze Zprávy o inflaci IV/2020. Cyklicky očištěné saldo je vypočteno dle agregovaného přístupu.

Zdroj: Evropská komise (2020a, 2020b), ČNB

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

#### Poměr veřejných příjmů a výdajů k HDP v ČR

(2019, v % HDP)

	CZ	AT	DE	PT	HU	PL	SI	SK	EA
<b>Celkové příjmy</b>	<b>41,6</b>	<b>49,1</b>	<b>46,7</b>	<b>42,7</b>	<b>43,5</b>	<b>41,1</b>	<b>43,8</b>	<b>41,4</b>	<b>46,4</b>
- daně	20,4	27,6	24,2	24,8	24,5	21,7	21,6	19,2	26,3
- sociální pojištění	15,6	15,4	17,3	11,8	11,8	14,2	16,0	15,3	15,1
<b>Celkové výdaje</b>	<b>41,3</b>	<b>48,4</b>	<b>45,2</b>	<b>42,7</b>	<b>45,6</b>	<b>41,8</b>	<b>43,3</b>	<b>42,7</b>	<b>47,1</b>
- náhrady zaměstnancům	10,0	10,5	7,9	10,7	10,1	10,3	11,3	10,2	9,9
- mezispotřeba	5,9	6,2	5,3	5,2	8,1	5,6	6,1	5,6	5,3
- sociální dávky	12,3	17,9	15,8	16,3	10,8	15,4	15,2	13,4	16,7
- hrubá tvorba fixního kapitálu	4,4	3,0	2,5	1,9	6,1	4,3	3,8	3,6	2,8
- dluhová služba	0,7	1,4	0,8	3,0	2,2	1,4	1,7	1,2	1,6

Zdroj: Eurostat

**Velká část výdajů státního rozpočtu má v České republice mandatorní nebo quasi mandatorní charakter.**

#### Podíl mandatorních a quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích, resp. celkových příjmech státního rozpočtu ČR (v %)

	2010	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Podíl mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	54,3	57,7	57,8	54,2	58,2	57,0	55,0	52,6	49,5	54,9
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových výdajích SR	18,7	17,7	17,3	17,5	18,8	20,2	20,6	20,9	19,5	21,0
Podíl mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	62,8	63,3	61,7	57,0	55,4	57,3	54,9	53,6	67,7	66,7
Podíl quasi mandatorních výdajů na celkových příjmech SR	21,6	19,4	18,5	18,4	17,9	20,3	20,6	21,3	26,6	25,6

Pozn.: Pro roky 2010-2019 skutečnost, pro roky 2020-2021 předpoklady státního rozpočtu.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2020)

**Pokles vládního dluhu v poměru k HDP do roku 2019 byl v ČR doprovázen nízkými (resp. dále se snižujícími) náklady na dluhovou službu.**

#### Dluhová služba

(odhad Evropské komise, v % HDP)

	2010	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>CZ</b>	1,3	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
<b>AT</b>	2,9	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,2
<b>DE</b>	2,5	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
<b>PT</b>	2,9	4,9	4,6	4,1	3,8	3,4	3,0	2,9	2,6	2,5
<b>HU</b>	4,1	4,0	3,4	3,1	2,7	2,4	2,2	2,5	2,4	2,3
<b>PL</b>	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
<b>SI</b>	1,6	3,2	3,2	3,0	2,5	2,0	1,7	1,7	1,6	1,5
<b>SK</b>	1,3	1,9	1,8	1,7	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1
<b>EA</b>	2,8	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,3

Zdroj: Evropská komise (2020b)

**Nedávné úpravy českého důchodového systému přispěly k dalšímu zhoršení již tak nepříznivého výhledu v oblasti dlouhodobé udržitelnosti českých veřejných financí.**

#### Vládní výdaje související se stárnutím populace








(v % HDP)

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

Pozn.: Mezi nedávné úpravy důchodového systému patří: změna v pravidelném zvyšování starobních důchodů (od roku 2018 se při stanovení částky zvýšení důchodů nově zohledňuje polovina růstu reálné mzdy místo předchozí třetiny a růst cen všech domácností či růst životních nákladů důchodců podle toho, který růst byl vyšší), zastropování věku pro odchod do důchodu na 65 let (v lednu 2018), zvýšení základní výměry důchodů z 9 % na 10 % průměrné mzdy a přidání částky 1 000 Kč měsíčně seniorům nad 85 let (od roku 2019) a nadstandardní, tj. vyšší než minimální zákonná, valorizace důchodů (od ledna 2020).

Zdroj: Evropská komise (2018b)

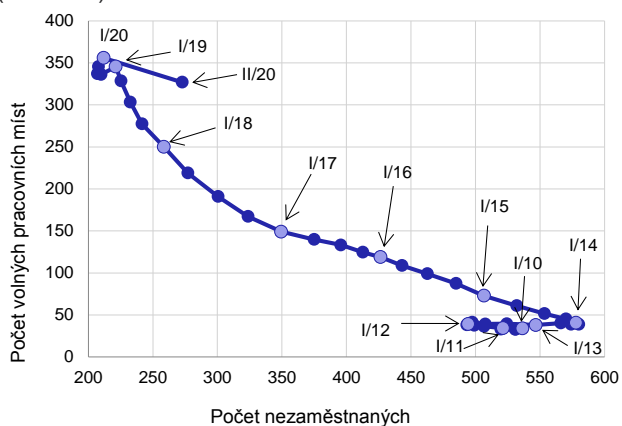
### III.2.2. Trh práce a produktů

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

V posledních letech cyklicky klesal počet nezaměstnaných a rostl počet volných pracovních míst. I když se tento trend začal vlivem propuknutí koronavirové pandemie obracet, počet volných pracovních míst je stále výrazně vyšší než počet nezaměstnaných.

#### Beveridgeova křivka

(v tisících)

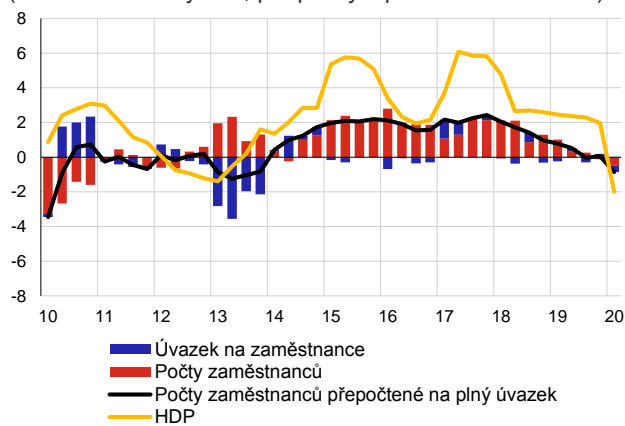


Zdroj: MPSV

Počet zaměstnanců od roku 2014 v důsledku příznivého ekonomického vývoje výrazně rostl, zatímco průměrný úvazek v této době zhruba stagnoval. Vlivem propuknutí koronavirové pandemie se tento trend zastavil.

#### Vývoj průměrného úvazku na zaměstnance

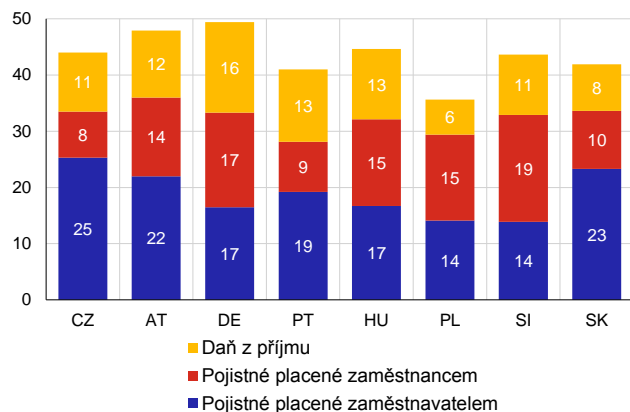
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB

**K relativně vysokému zdanění práce v České republice přispívá zejména vysoké pojistné placené zaměstnavatelem.**

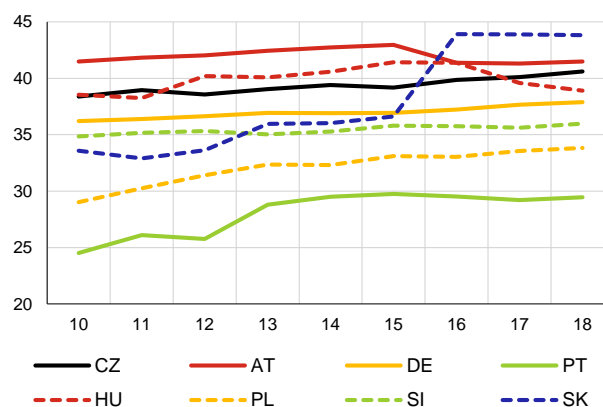
**Složky zdanění práce**  
(2019, v % z průměrné mzdy)



Zdroj: OECD

**Rovněž celková implicitní míra zdanění práce v České republice patří mezi sledovanými zeměmi k nadprůměrným.**

**Implicitní míra zdanění práce**  
(v %)



Zdroj: Eurostat

**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v České republice v posledních letech setrvale klesala a byla ze sledovaných zemí nejnižší.**

**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti**  
(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	3,0	2,7	3,0	3,0	2,7	2,4	1,7	1,0	0,7	0,6
<b>AT</b>	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9	1,8	1,4	1,1
<b>DE</b>	3,3	2,8	2,4	2,3	2,2	2,0	1,7	1,6	1,4	1,2
<b>PT</b>	5,7	6,2	7,7	9,3	8,4	7,2	6,2	4,5	3,1	2,8
<b>HU</b>	5,5	5,2	5,0	4,9	3,7	3,1	2,4	1,7	1,4	1,1
<b>PL</b>	3,0	3,6	4,1	4,4	3,8	3,0	2,2	1,5	1,0	0,7
<b>SI</b>	3,2	3,6	4,3	5,2	5,3	4,7	4,3	3,1	2,2	1,9
<b>SK</b>	9,2	9,2	9,4	10,0	9,3	7,6	5,8	5,1	4,0	3,4

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

Zdroj: Eurostat

**Podíl zaměstnaných na kratší pracovní dobu se v České republice pohybuje těsně nad úrovní 6 % a výrazně tak zaostává za hodnotami Rakouska a Německa.**

#### Zaměstnaní na kratší pracovní dobu

(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	5,1	4,6	4,9	5,7	5,4	5,2	5,6	6,0	6,2	6,1
<b>AT</b>	24,9	25,0	25,7	26,5	27,4	27,7	28,2	28,2	27,6	27,5
<b>DE</b>	25,7	25,9	25,9	26,7	26,6	26,8	26,8	26,9	26,8	27,2
<b>PT</b>	8,4	10,1	11,0	10,8	9,9	9,6	9,2	8,6	7,8	7,9
<b>HU</b>	5,5	6,4	6,7	6,4	6,0	5,7	4,7	4,3	4,2	4,3
<b>PL</b>	7,3	7,0	6,9	6,9	6,8	6,6	6,2	6,3	6,2	5,9
<b>SI</b>	9,2	8,6	8,5	8,5	9,2	9,3	8,9	9,6	9,1	7,9
<b>SK</b>	3,7	3,9	3,9	4,5	5,0	5,7	5,7	5,7	4,8	4,5

Zdroj: Eurostat

**Stagnující nabídka částečných úvazků se projevila i v utlumení růstu míry ekonomické aktivity v České republice.**

#### Míra ekonomické aktivity ve věkové kategorii 15–64 let

(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	70,2	70,5	71,6	72,9	73,5	74,0	75,0	75,9	76,6	76,7
<b>AT</b>	74,4	74,6	75,1	75,5	75,4	75,5	76,2	76,4	76,8	77,1
<b>DE</b>	76,7	77,3	77,2	77,6	77,7	77,6	77,9	78,2	78,6	79,2
<b>PT</b>	73,7	73,6	73,4	73,0	73,2	73,4	73,7	74,7	75,1	75,5
<b>HU</b>	61,9	62,4	63,7	64,7	67,0	68,6	70,1	71,2	71,9	72,6
<b>PL</b>	65,3	65,7	66,5	67,0	67,9	68,1	68,8	69,6	70,1	70,6
<b>SI</b>	71,5	70,3	70,4	70,5	70,9	71,8	71,6	74,2	75,0	75,2
<b>SK</b>	68,7	68,7	69,4	69,9	70,3	70,9	71,9	72,1	72,4	72,7

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

Zdroj: Eurostat

**Rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR patří ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi ke středně velkým a pohybují se zhruba na úrovni Německa.**

#### Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

	Regiony NUTS II										Regiony NUTS III									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
<b>CZ</b>	34	31	28	33	31	30	33	33	30	34	35	32	29	34	32	30	33	34	32	36
<b>AT</b>	34	37	40	43	39	43	45	46	47	56	36	39	42	45	41	45	47	49	49	57
<b>DE</b>	37	36	41	40	39	39	37	32	32	31	43	42	48	47	46	-	-	-	-	-
<b>PT</b>	18	20	13	14	16	13	14	14	13	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>HU</b>	31	23	26	23	20	30	33	40	46	44	36	28	30	27	24	34	36	45	51	52
<b>PL</b>	19	14	15	15	19	21	22	26	29	35	29	26	26	27	28	29	30	33	36	43
<b>SI</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22	28	21	19	22	21	21	17	26
<b>SK</b>	32	27	32	31	29	28	26	29	37	41	38	29	33	33	31	30	31	33	42	45

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

Zdroj: Eurostat (LFS)

**Ochota domácího obyvatelstva stěhovat se v rámci České republiky zůstává nízká, přibližně poloviční proti úrovni Německa či Rakouska.**

#### Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	23	22	22	22	23	23	24	23	23	-
<b>AT</b>	37	38	39	39	40	43	44	42	41	40
<b>DE</b>	44	47	47	48	49	53	54	48	48	-
<b>HU</b>	20	20	19	19	22	22	26	27	29	29
<b>PL</b>	11	11	10	11	11	10	10	11	12	12
<b>SI</b>	52	53	55	55	55	53	54	54	50	47
<b>SK</b>	16	16	15	16	17	17	18	18	18	18

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

Zdroj: Statistické ročenky, Eurostat, výpočet ČNB



### Geografická mobilita pracovní síly se v České republice až do roku 2019 mírně zvyšovala prostřednictvím nárůstu podílu cizinců v populaci.

#### Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci

(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	4,0 (1,3)	4,0 (1,3)	4,0 (1,4)	4,0 (1,5)	4,1 (1,6)	4,3 (1,7)	4,5 (1,9)	4,8 (2,0)	4,9 (2,1)	5,2 (2,2)
<b>AT</b>	10,5 (4,0)	10,8 (4,2)	11,3 (4,5)	11,8 (4,9)	12,5 (6,1)	13,3 (6,6)	14,5 (7,1)	15,2 (7,5)	15,7 (7,9)	16,1 (8,2)
<b>DE</b>	8,7 (3,1)	7,6 (2,8)	7,9 (3,0)	8,3 (3,3)	8,7 (3,9)	9,3 (4,3)	10,5 (4,6)	11,2 (4,8)	11,7 (5,1)	12,2 (5,3)
<b>PT</b>	4,3 (0,9)	4,2 (1,0)	4,1 (1,0)	4,0 (1,0)	3,8 (1,0)	3,8 (1,0)	3,8 (1,0)	3,9 (1,1)	4,1 (1,3)	4,7 (1,5)
<b>HU</b>	2,0 (1,2)	2,1 (1,3)	1,4 (0,8)	1,4 (0,8)	1,4 (0,8)	1,5 (0,8)	1,6 (0,9)	1,5 (0,8)	1,7 (0,8)	1,8 (0,8)
<b>PL</b>	0,2 (0,1)	0,2 (0,1)	0,2 (0,1)	0,2 (0,1)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)	0,4 (0,1)	0,6 (0,1)	0,6 (0,1)	0,8 (0,1)
<b>SI</b>	4,0 (0,2)	4,0 (0,3)	4,2 (0,3)	4,4 (0,3)	4,7(0,8)	4,9 (0,8)	5,2 (0,9)	5,5 (0,9)	5,9 (1,0)	6,6 (1,0)
<b>SK</b>	1,2 (1,0)	1,3 (1,0)	1,3 (1,0)	1,3 (1,0)	1,1 (0,8)	1,1 (0,9)	1,2 (0,9)	1,3 (1,0)	1,3 (1,0)	1,4 (1,1)

Pozn.: V závorce cizí státní příslušníci ze zemí EU.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

### Vlivem opakovaného výrazného zvyšování minimální mzdy její podíl vůči průměrné mzdě v posledních letech narůstá. Mezi sledovanými zeměmi je však stále nejnižší, již se však blíží úrovni Německa a Slovenska.

#### Minimální mzda

(v % průměrné mzdy)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	33,3	32,5	31,7	32,6	32,8	34,4	35,5	36,9	37,9	39,0
<b>DE</b>	-	-	-	-	-	41,7	40,8	41,4	40,3	40,7
<b>PT</b>	42,8	42,6	43,3	43,1	44,9	44,5	46,3	48,5	49,4	50,0
<b>HU</b>	38,8	39,1	44,2	45,1	45,5	45,3	45,1	45,9	44,8	43,7
<b>PL</b>	41,4	41,3	43,1	44,3	45,1	45,4	46,2	47,3	46,3	46,3
<b>SI</b>	47,5	49,0	50,0	51,4	51,2	50,8	49,8	49,4	50,1	50,5
<b>SK</b>	36,6	36,6	36,7	36,9	36,4	37,9	38,6	39,3	40,7	41,2

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

Zdroj: Eurostat

**Poměr minimální mzdy a mzdy v prvním (nejnižším) decilu mzdového rozdělení je v ČR tradičně vysoký v oborech s nízkou kvalifikací a v posledních letech navíc vlivem opakovaného výrazného zvyšování minimální mzdy setrvale narůstá.**

#### Poměr minimální mzdy a hrubé měsíční mzdy ve vybraných profesích

(v %)

Hlavní třída zaměstnání	Minimální mzda / 1. decil									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Celkem ČR (podnikatelská sféra)	63,5	71,6	71,2	71,7	72,9	77,1	77,8	78,6	77,9	79,5
pomocní a nekvalifikovaní pracovníci	89,1	90,5	89,4	90,0	93,0	95,6	95,4	95,5	98,1	98,7
pracovníci ve službách a prodeji	86,5	89,1	88,8	87,5	88,1	91,0	90,8	90,9	88,3	89,2
kvalifikovaní pracovníci v zemědělství, lesnictví a rybářství	65,2	67,2	67,7	67,2	67,8	76,5	78,3	81,3	80,5	81,7

Pozn.: Tabulka uvádí údaje za celou Českou republiku a za tři profese s nejvyššími hodnotami v roce 2019.

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

**Ve sledovaném období bylo celkové zdanění práce v České republice relativně vysoké, nicméně nižší než v rozvinutých sousedních zemích (Německu a Rakousku) a v Maďarsku.**

#### Celkové zdanění práce

(v %)

	100 % průměrné mzdy					67 % průměrné mzdy				
	2009	2016	2017	2018	2019	2009	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	42,0	43,0	43,4	43,8	43,9	38,8	40,3	40,8	41,4	41,7
<b>AT</b>	47,9	47,3	47,4	47,6	47,9	43,3	43,0	43,1	43,3	43,6
<b>DE</b>	50,8	49,5	49,6	49,5	49,4	45,9	45,4	45,4	45,4	45,2
<b>PT</b>	36,5	41,5	41,4	40,8	41,0	31,9	36,4	36,6	36,5	36,7
<b>HU</b>	53,1	48,2	46,2	45,0	44,6	46,2	48,2	46,2	45,0	44,6
<b>PL</b>	34,1	35,6	35,7	35,8	35,6	33,1	34,9	35,0	35,1	35,0
<b>SI</b>	42,2	42,7	42,9	43,2	43,6	39,7	38,7	40,0	39,8	40,3
<b>SK</b>	37,7	41,5	41,7	41,8	41,9	34,4	39,0	39,4	39,6	39,7

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

### Nastavení českého daňového a sociálního systému stále vede k relativně slabé motivaci k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání.

#### Past nezaměstnanosti

(v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	80,0	80,2	80,1	80,1	80,2	80,3	80,4	80,6	80,8	80,9
<b>AT</b>	80,4	74,8	74,8	74,6	74,3	73,9	72,0	72,1	71,7	71,2
<b>DE</b>	73,5	73,3	73,3	73,0	73,1	73,1	73,3	73,3	73,2	73,5
<b>PT</b>	79,0	79,0	79,2	79,9	79,8	80,3	80,3	80,4	80,4	80,4
<b>HU</b>	79,9	79,6	79,5	78,8	78,6	78,4	78,1	78,5	78,5	78,5
<b>PL</b>	81,0	80,1	80,3	80,4	78,9	78,0	77,1	75,8	74,6	73,2
<b>SI</b>	83,2	89,7	89,5	89,8	89,7	89,6	87,2	88,3	89,1	89,8
<b>SK</b>	55,5	57,6	57,8	58,0	58,7	48,5	49,4	51,2	52,7	54,3

Pozn.: Past nezaměstnanosti měří podíl dodatečného hrubého příjmu souvisejícího se ziskem zaměstnání, který je odčerpán v momentě, kdy nezaměstnaná osoba přejde do zaměstnání, a to v důsledku vyšších daní, příspěvků na sociální zabezpečení a odebrání podpory v nezaměstnanosti a dalších sociálních dávek. Jedná se o modelový příklad svobodného, bezdětného zaměstnance se mzdou na úrovni 67 % průměrné mzdy.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

### Motivaci k nalezení lépe placené práce snižuje tzv. past nízkých mezd. V České republice je přibližně třetina dodatečného hrubého výdělku při zvýšení mzdy z 67 % na 100 % průměru odčerpána vlivem nastavení daňového a sociálního systému. Tato hodnota však patří mezi sledovanými zeměmi spíše k menším.

#### Past nízké mzdy

(v %)

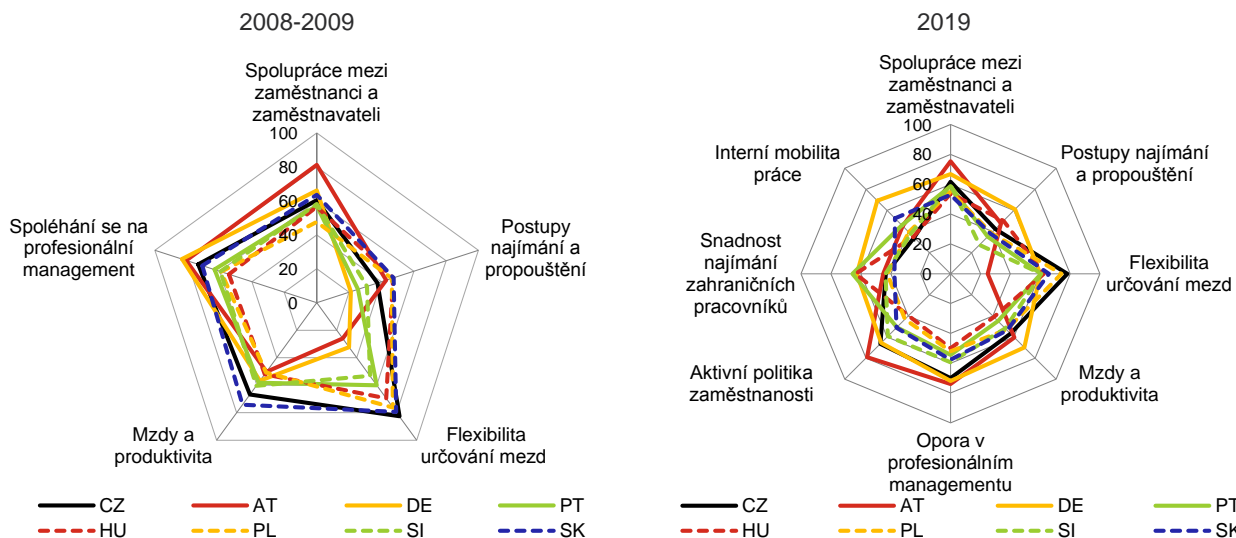
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CZ</b>	35,5	35,8	35,5	35,4	23,4	25,0	26,9	29,8	31,1	31,1
<b>AT</b>	62,1	61,7	60,2	58,4	57,2	55,7	48,8	48,4	46,9	44,5
<b>DE</b>	53,6	50,0	47,8	46,9	45,6	44,4	52,6	51,4	49,0	47,5
<b>PT</b>	21,0	24,3	22,8	26,6	25,5	25,5	24,0	25,9	26,8	27,3
<b>HU</b>	50,2	20,9	22,6	22,9	25,9	25,9	33,5	33,5	33,5	33,5
<b>PL</b>	45,8	45,0	44,5	46,7	47,4	53,4	54,6	90,6	86,8	91,0
<b>SI</b>	61,7	61,3	30,6	30,2	30,6	30,9	31,3	32,0	33,1	53,3
<b>SK</b>	13,6	20,5	20,5	20,2	21,2	22,2	23,4	25,6	27,5	28,9

Pozn.: Past nízké mzdy měří podíl z dodatečných hrubých výdělků, který je v situaci, když se hrubé příjmy zvýší ze 67 % na 100 % průměrných výdělků pracovníka v podnikatelské sféře, odčerpán v důsledku kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí dávek. Tento ukazatel se sestavuje za osoby žijící v páru, z nichž pouze jedna je výdělečně činná, se dvěma dětmi.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

**V mezinárodním srovnání podle ukazatele GCI v oblasti konkurenceschopnosti na trhu práce se Česká republika i nadále drží na prvních příčkách.**

**Global Competitiveness Index - hodnocení trhu práce**

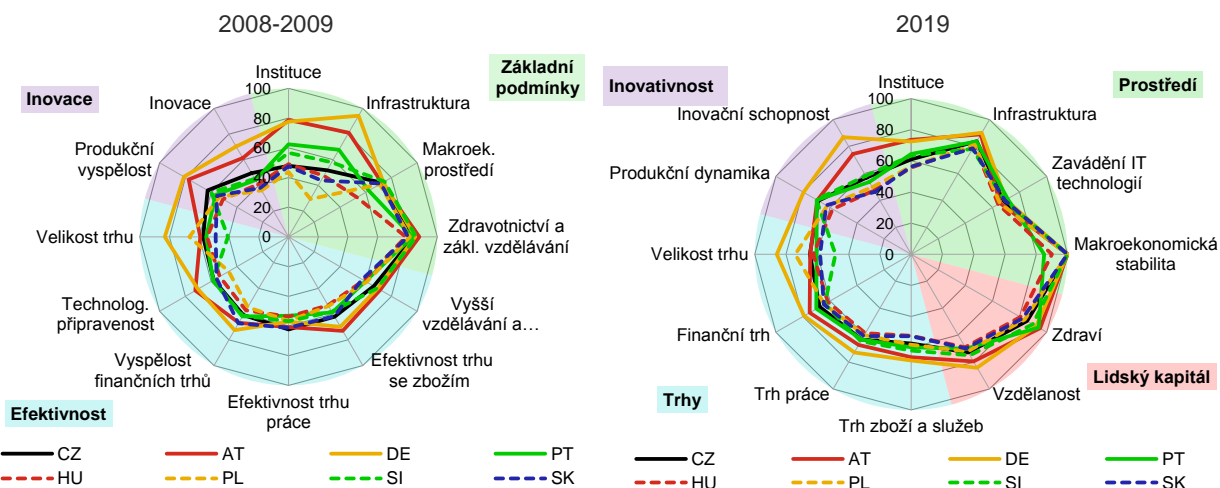


Pozn.: Index GCI pro trh práce je od roku 2018 členěn do nových kategorií. Pro každou z nich je nově normován na škálu 0–100, přičemž vyšší hodnota indexu znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Pro přehlednější srovnání jsou hodnoty z roku 2008/2009 znormovány dle metodologie nového indexu.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

Zdroj: World Economic Forum (2009, 2019)

**Konkurenceschopnost české ekonomiky se v posledním desetiletí zvýšila napříč většinou sledovaných oblastí.**

**Global Competitiveness Index – celkové hodnocení**



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

Zdroj: World Economic Forum (2009, 2019)

### Vybrané ukazatele hodnotící institucionální podmínky pro podnikání zůstávají na podobné úrovni jako v Rakousku.

#### Podmínky pro zakládání a uzavírání podniků





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

	Zakládání podniků							Uzavírání podniků						
	13	14	15	16	17	18	19	13	14	15	16	17	18	19
<b>CZ</b>	79,5 (110.)	81,3 (90.)	81,3 (88.)	83,0 (81.)	83,5 (81.)	82,1 (115.)	82,1 (134.)	78,8 (20.)	79,1 (20.)	79,3 (22.)	79,6 (26.)	79,8 (25.)	80,0 (15.)	80,1 (16.)
<b>AT</b>	80,0 (113.)	82,8 (101.)	82,8 (106.)	83,1 (111.)	83,1 (118.)	83,2 (118.)	83,2 (127.)	78,7 (16.)	78,8 (16.)	78,9 (18.)	78,9 (20.)	77,4 (23.)	77,5 (21.)	77,4 (22.)
<b>DE</b>	81,73 (103.)	81,36 (110.)	82,7 (107.)	83,4 (114.)	83,5 (113.)	83,6 (114.)	83,7 (125.)	91,7 (3.)	91,8 (3.)	91,9 (3.)	92,3 (3.)	90,3 (4.)	90,1 (4.)	89,8 (4.)
<b>PT</b>	92,44 (10.)	90,98 (10.)	91,0 (31.)	91,0 (32.)	90,9 (48.)	90,9 (57.)	90,9 (63.)	83,9 (11.)	79,8 (9.)	80,6 (8.)	81,2 (7.)	79,7 (15.)	80,0 (16.)	80,2 (15.)
<b>HU</b>	89,3 (24.)	86,6 (56.)	87,1 (55.)	87,3 (75.)	87,6 (79.)	87,9 (82.)	88,2 (87.)	51,9 (64.)	52,9 (64.)	53,7 (63.)	54,4 (63.)	54,8 (62.)	55,0 (65.)	55,0 (66.)
<b>PL</b>	82,5 (80.)	82,6 (80.)	82,7 (102.)	82,8 (107.)	82,8 (120.)	82,8 (121.)	82,9 (128.)	68,6 (30.)	69,7 (31.)	70,4 (33.)	76,4 (27.)	77,7 (22.)	76,5 (25.)	76,5 (25.)
<b>SI</b>	94,4 (14.)	94,4 (14.)	94,5 (45.)	94,6 (49.)	94,7 (46.)	92,9 (38.)	93,0 (41.)	62,9 (39.)	62,9 (41.)	83,4 (12.)	84,0 (12.)	83,7 (10.)	83,7 (9.)	84,4 (8.)
<b>SK</b>	78,5 (83.)	80,3 (71.)	81,8 (64.)	81,9 (68.)	82,0 (83.)	82,0 (127.)	84,8 (118.)	69,7 (28.)	69,9 (30.)	70,0 (34.)	70,5 (35.)	66,1 (42.)	66,9 (42.)	65,5 (46.)
<b>Počet zemí</b>	189	189	189	190	190	190	190	189	189	189	190	190	190	190

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

Zdroj: World Bank (2019)

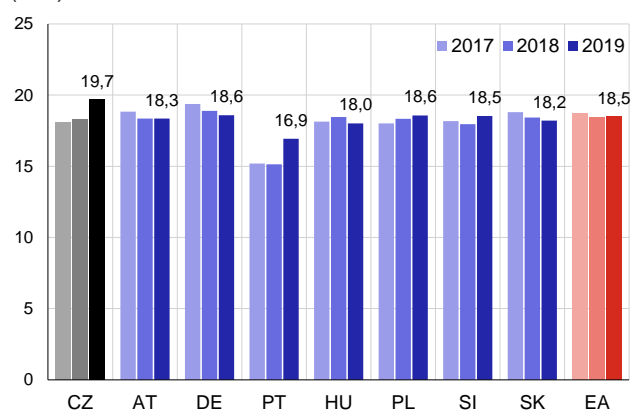
### III.2.3. Bankovní sektor a jeho schopnost absorbovat šoky

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko

**Celkový kapitálový poměr ukazuje na vysokou odolnost bankovního sektoru České republiky.**

#### Celkový kapitálový poměr

(v %)



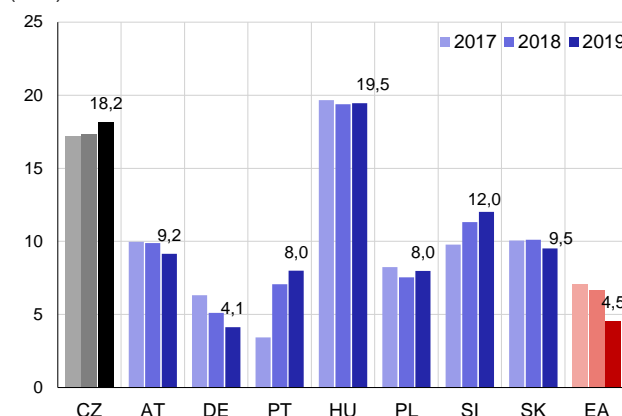
Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu banky k rizikově váženým aktivům. EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF, Eurostat

**Rentabilita kapitálu zůstala v České republice v roce 2019 nadále vysoká.**

#### Rentabilita kapitálu (RoE)

(v %)



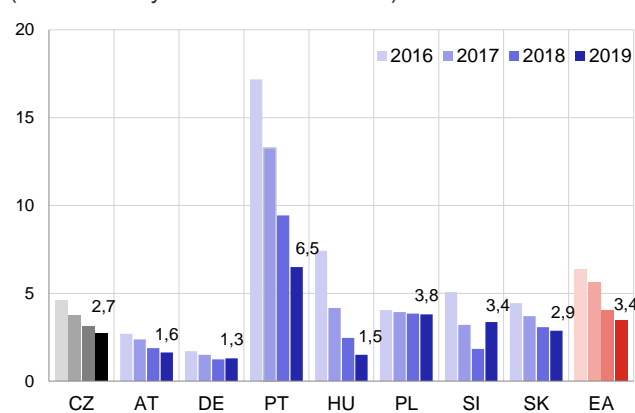
Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: MMF, Eurostat

**Podíl úvěrů se selháním v České republice poklesl k historickým minimům.**

#### Úvěry se selháním

(v % z celkových bankovních úvěrů)



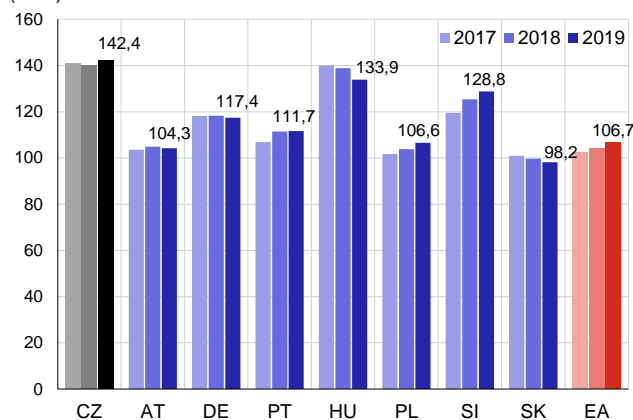
Pozn.: EA představuje průměr členských zemí eurozóny vážený velikostí jejich HDP.

Zdroj: EBA, MMF, Eurostat

**Likviditní pozice vyjádřená poměrem vkladů k poskytnutým úvěrům je v České republice nadále velmi dobrá.**

#### Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům







(v %)



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

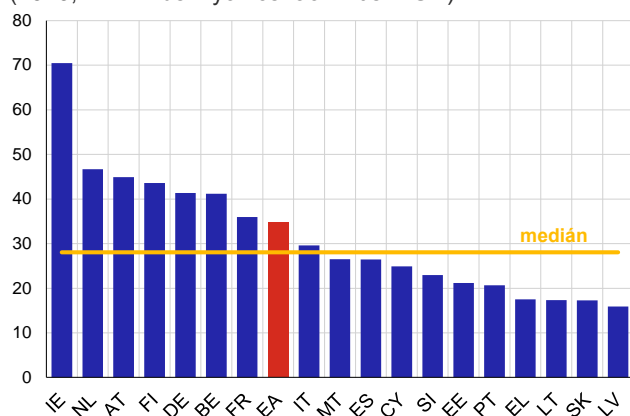
Zdroj: ECB, národní centrální banky

## III.3. EKONOMICKÁ SLADĚNOST STÁTŮ EUROZÓNY

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

Výkonnost ekonomik zůstává i nadále napříč zeměmi eurozóny velice různorodá, ...

HDP na obyvatele v zemích eurozóny  
(2019, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

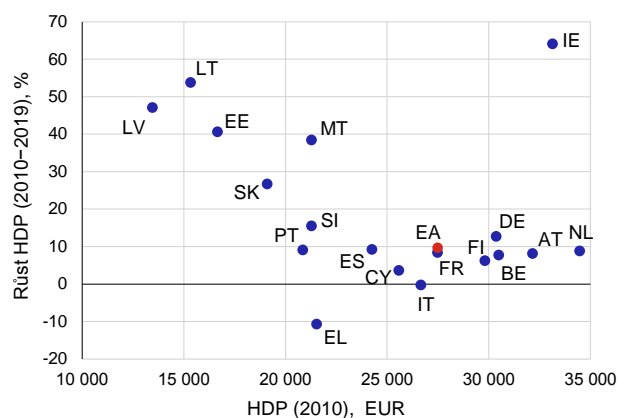


Pozn.: Lucembursko není ani v jednom z grafů uvedeno z důvodu mnoha specifík tamní ekonomiky, která vedou k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

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

Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny



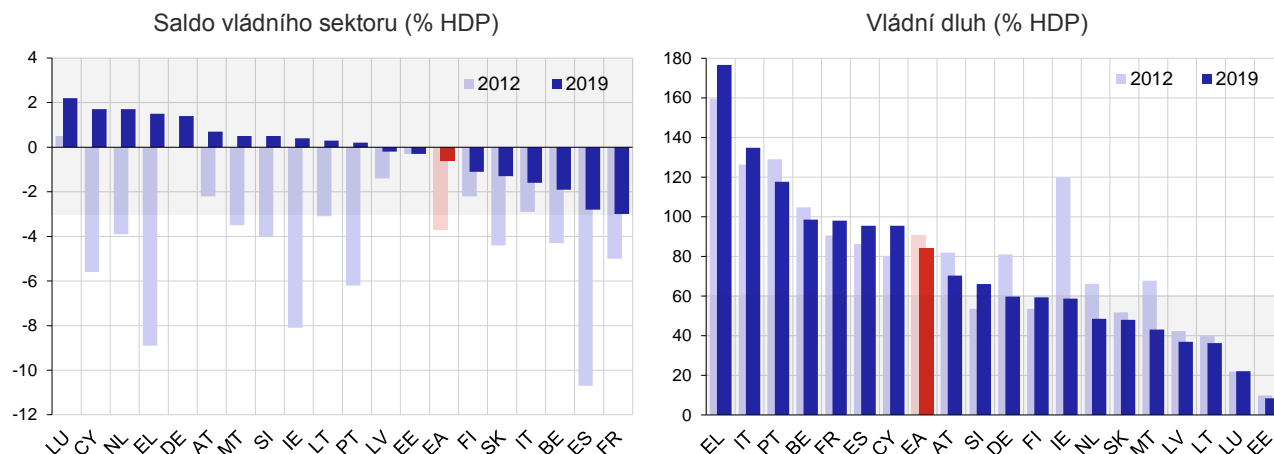
Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergenci). Na vodorovné ose HDP na obyvatele v PPS a na svislé růst reálného HDP.

Zdroj: Eurostat



Země jižního křídla zaznamenaly mj. v souvislosti s konsolidací veřejných financí stagnaci či pokles výkonnosti, zadlužení veřejného sektoru v poměru k HDP se u nich i z toho důvodu příliš nesnížilo.

### Vývoj fiskální situace zemí eurozóny



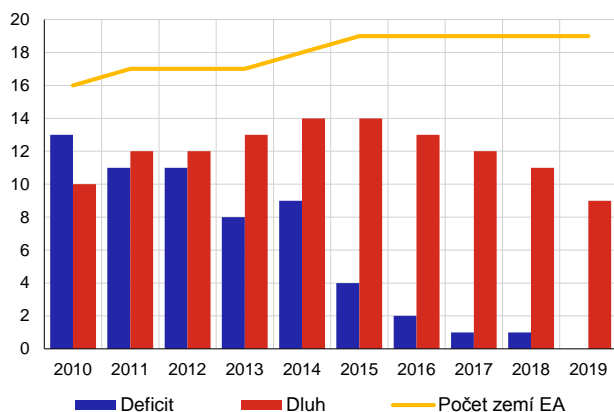
Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Pakt o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP). Výchozí bod (2012) byl zvolen tak, aby zachytil negativní fiskální efekty finanční krize (záchranné programy v bankovních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

Zdroj: Eurostat

Dlouhodobým problémem eurozóny je nízká fiskální disciplína.

### Nedodržování fiskálních kritérií

(počet zemí nedodržujících Pakt o stabilitě a růstu)

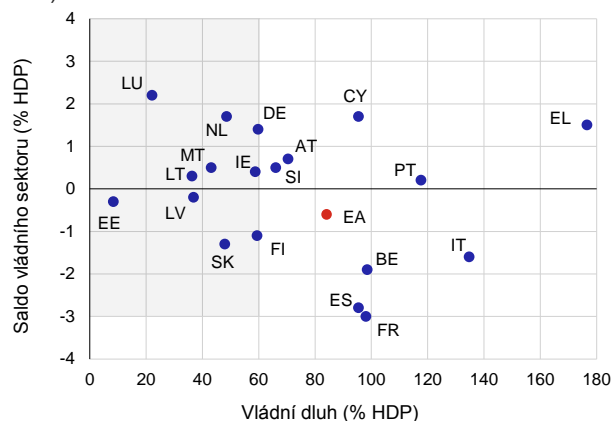


Pozn.: Počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu  
Zdroj: Eurostat, Evropská komise, výpočet ČNB

V roce 2019 splňovalo kritéria dluhu i deficitu pouze deset zemí.

### Fiskální pozice zemí eurozóny

(2019)



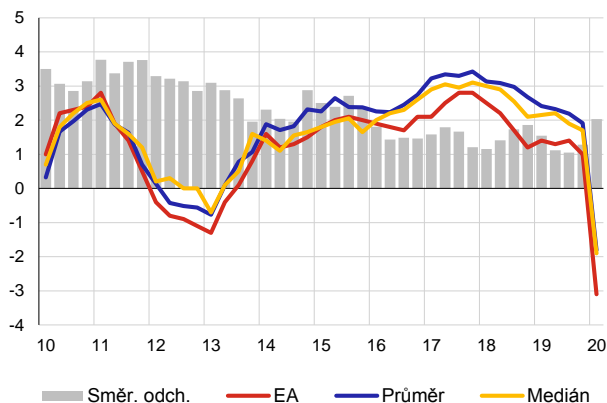
Pozn.: V šedé oblasti jsou země, které dodržují Pakt o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

**Zlepšení situace ve veřejných financích pomáhal hospodářský růst, který nicméně od roku 2018 zpomaloval. V důsledku dopadů pandemie navíc v roce 2020 ekonomiky států eurozóny silně propadly.**

#### Růst reálného HDP zemí eurozóny

(mzr. v %)



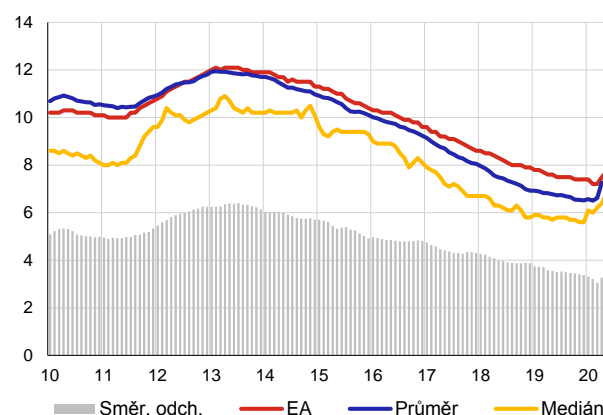
Pozn.: Čtvrtletní řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Data pro Irsko nebyla zahrnuta z důvodu mimořádně vysokého růstu v roce 2015, který přesahoval 20 % v souvislosti s přesunem sídel několika mezinárodních společností do Irska. Zdrojové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

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Na trhu práce docházelo v posledních letech ke zlepšování situace. Počátkem roku 2020 však vlivem pandemie došlo k nárůstu nezaměstnanosti.**

#### Nezaměstnanost v zemích eurozóny

(v %)



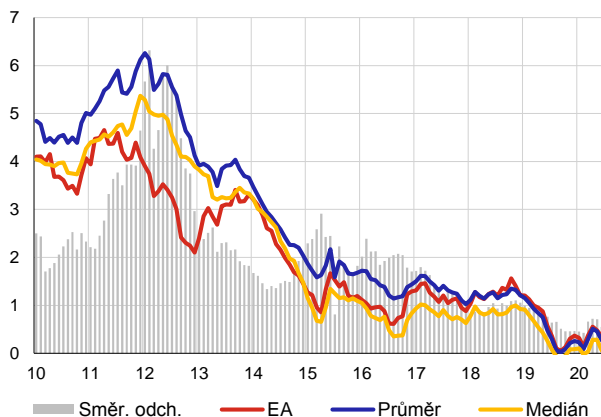
Pozn.: Měsíční řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné. Pro Řecko nejsou z důvodu nedostupnosti zařazena data za květen a červen 2020 a pro Estonsko data za červen 2020.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Výnosy vládních dluhopisů prudce klesaly vlivem očekávání znovuzahájení programu nákupu aktiv ze strany ECB. Program započal na konci roku 2019 a v důsledku pandemie byl během roku 2020 značně posílen.**

#### Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny

(v %)



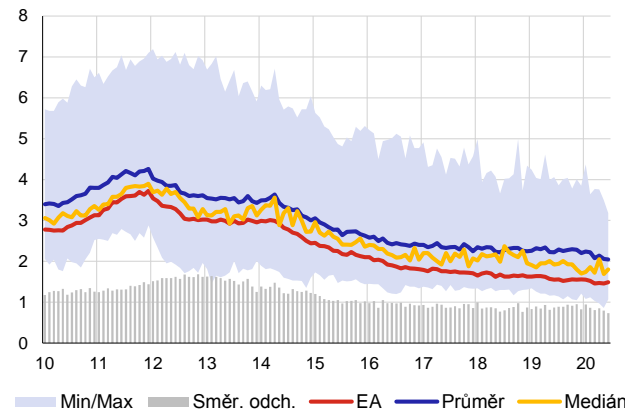
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Měsíční řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru 10letých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

Zdroj: ECB (včetně řady EA), výpočet ČNB

**Také sazby klientských úvěrů se nadále pohybují na historických minimech.**

#### Náklady na získávání finančních prostředků nefinančních podniků

(v %)



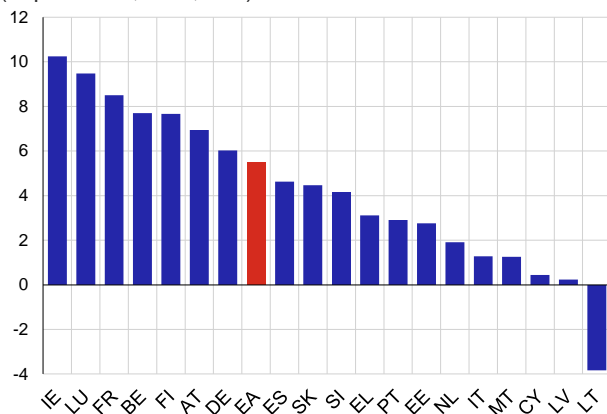
Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů. Jedná se o měsíční časové řady.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

**Bankovní úvěry nefinančním podnikům v důsledku relativně uvolněné měnové politiky rostly téměř ve všech zemích eurozóny.**

#### Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům

(1. pol. 2020, mzr., v %)



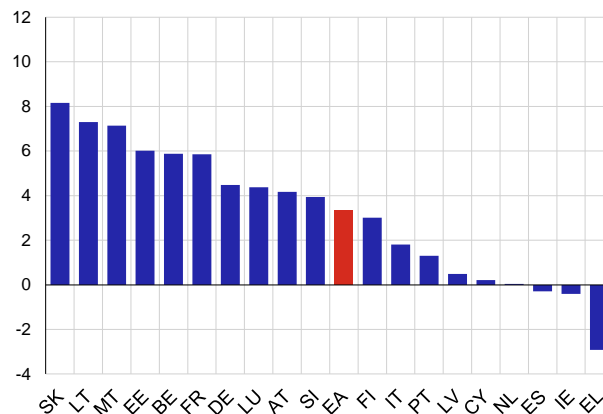
Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrný růst za prvních šest měsíců 2020.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**Také objem úvěrů domácnostem ve většině zemí eurozóny rostl. Jeho vysoká tempa v některých zemích odražejí nárůst objemu hypotečních úvěrů.**

#### Růst bankovních úvěrů domácnostem

(1. pol. 2020, mzr., v %)



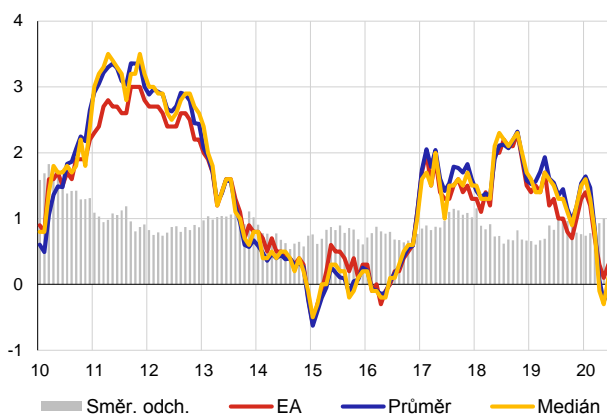
Pozn.: Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi; průměrný růst za prvních šest měsíců 2020.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**Inflace v zemích společné evropské měny v roce 2019 poklesla v důsledku nižšího příspěvku cen energií a potravin. V roce 2020 se pak vlivem pandemie snížila až k nulovým hodnotám.**

#### Celková inflace v zemích eurozóny

(mzr., v %)



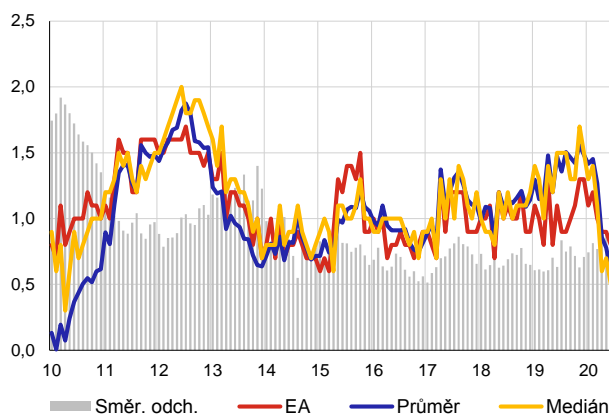
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Jádrová inflace v eurozóně se zhruba do poloviny letošního roku pohybovala kolem 1 %, ...**

#### Inflace bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku

(mzr., v %)



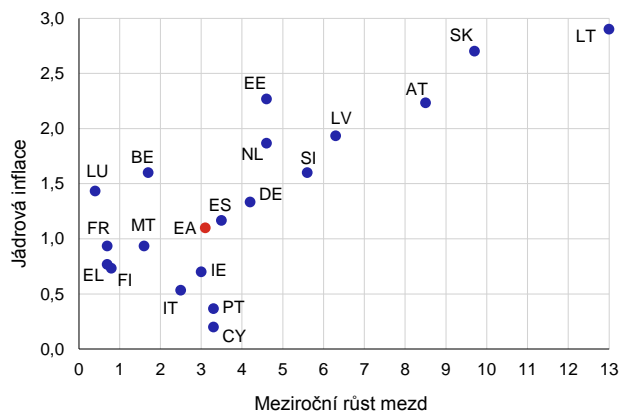
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném roce napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

... přičemž její rozptyl napříč zeměmi eurozóny odrážel mj. různorodé tempo růstu mezd.

### Růst mzdových nákladů, jádrová inflace

(mzr. růsty v 1. čtvrtletí 2020, v %)



Pozn.: Řady růstu mezd jsou sezónně očištěné.  
Zdroj: Eurostat

## IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Česká národní banka (2006–2019): *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019.*

Česká národní banka (2020): *Metodická příloha Analýz sladění*, dostupné online:  
<[https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategieke\\_dokumenty/analyzy\\_sladenosti\\_metodicka\\_priloha.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategieke_dokumenty/analyzy_sladenosti_metodicka_priloha.pdf)>

Česká národní banka (2020): *Zpráva o inflaci IV/2020.*

D'Adamo, G., Rovelli, R. (2015): „The role of the exchange rate regime in the process of real and nominal convergence,“ *Journal of Macroeconomics*, vol. 43, March 2015, pp. 21-37.

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

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

Evropská komise (2020a): *Cyclical Adjustments of Budget Balances*, Autumn 2020, Table 9A.

Evropská komise (2020b): *Statistical Annex of European Economy*, Autumn 2020.

Ministerstvo financí ČR (2020): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2021 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2020.

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

Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích, dostupné online:  
<[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_SESTAVY?p\\_strid=ACAA&p\\_sestuid=&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=ACAA&p_sestuid=&p_lang=CS)>

World Bank (2019): *Doing Business 2020.*

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

World Economic Forum (2019): *The Global Competitiveness Report 2019.*

### Tematické analýzy:

#### Vliv pandemie na mezinárodní obchod a role globálních výrobních řetězců

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2018): „Vývoj mezinárodního obchodu se zaměřením na EU,“ *GEV 2018-10*, tematická analýza.

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2019): „Synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU,“ *Analýzy sladění 2019*, tematická analýza.

Levchenko, A., Logan, L., Tesar, L. (2010): „The Collapse of International Trade during the 2008–09 Crisis: In Search of the Smoking Gun,“ *IMF Economic Review* vol. 58(2), pp. 214-253.

Yi, K. M., (2003): „Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?,“ *Journal of Political Economy*, vol. 111(1), pp. 52-102.

Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
Fax: 224 412 179  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)