

**ANALÝZY STUPNĚ  
EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI  
ČESKÉ REPUBLIKY  
S EUROZÓNOU  
2025**



# OBSAH

Úvod .....	3
<b>1 Celkové vyznění analýz.....</b>	<b>6</b>
1.1 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou.....	7
1.2 Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky .....	10
1.3 Situace v eurozóně a Evropské unii.....	11
<b>2 Tematické kapitoly .....</b>	<b>13</b>
2.1 Institucionální vývoj v eurozóně a evropské unii .....	13
2.2 Synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU v čase globálních turbulencí.....	17
2.3 Euroizace z pohledu financování podniků .....	21
2.4 Kurz koruny a konkurenceschopnost – překážka nebo argument pro euro? .....	25
2.5 Inflační vlna v evropských zemích: jaký je vliv eura ve srovnání s ostatními faktory? .....	27
<b>3 Chartbook .....</b>	<b>31</b>
3.1 Cyklická a strukturální sladěnost ČR s eurozónou.....	31
3.1.1 Přímé ukazatele sladěnosti.....	31
3.1.2 Podobnost transmise měnové politiky .....	43
3.2 Přizpůsobovací mechanismy české ekonomiky .....	49
3.2.1 Fiskální politika .....	49
3.2.2 Trh práce a produktů .....	52
3.2.3 Bankovní sektor.....	59
3.3 Ekonomická sladěnost států eurozóny .....	60
<b>4 Teoretická východiska analýz .....</b>	<b>65</b>
<b>5 Seznam použitých zdrojů .....</b>	<b>67</b>

## Seznam autorů

Kateřina Arnořtová, Oxana Babecká Kucharčuková, Marek Benda, Jan Brůha, Vilma Dingová, Eva Hromádková, Luboš Komárek, Zlatuše Komárková, Jan Král, Ivana Kubicová, Adam Kučera, Vojtěch Molnár, Martin Motl, Pavla Netušilová, Filip Novotný, Renata Pařaličová, Lukáš Pfeifer, Petr Polák, Michaela Ryřavá, Branislav Saxa, Josef Simpartl, Marek Souček, Lena Stránská, Martin Vojta

## Editoři

Kateřina Arnořtová, Josef Simpartl

# ÚVOD

Publikace České národní banky *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou* (dále jen *Analýzy sladění*) každým rokem přináší dlouhodobý pohled na vývoj české ekonomiky v kontextu závazku ČR přistoupit k eurozóně. Vypracováním tohoto dokumentu ČNB – v souladu se *Strategií přistoupení České republiky k eurozóně* – plní svůj závazek pravidelně hodnotit pokrok ČR při vytváření podmínek pro přijetí eura. Obsažené analýzy posuzují cyklickou a strukturální sladěnost hospodářského vývoje ČR a eurozóny a schopnost české ekonomiky tlumit po ztrátě vlastní měnové politiky případné asymetrické šoky jinými mechanismy. Dokument rovněž sleduje ekonomický a institucionální vývoj v Evropské unii a v eurozóně a z něj plynoucí závazky spojené se vstupem do eurozóny.

**Provedené analýzy se zaměřují na tradičně vymezený okruh makroekonomických témat bez ambicí podat zhodnocení všech otázek relevantních z hlediska vstupu České republiky do eurozóny.** Dokument se nezabývá otázkou celkové výhodnosti či nevýhodnosti přijetí eura a neformuluje doporučení ohledně tohoto kroku. Politické rozhodnutí o stanovení data pro vstup do eurozóny přísluší vládě ČR.<sup>1</sup> Předmětem posouzení také není podrobná analýza dopadů vstupu České republiky do bankovní unie, včetně přenosu pravomocí v oblasti obezřetnostního dohledu a řešení krizí úvěrových institucí na nadnárodní úrovni a s tím spojené ekonomické a finanční dopady, náklady spojené se členstvím v ESM ani další (například právní a politické) aspekty vstupu do eurozóny. Hodnoceny nejsou ani důsledky vyplývající ze změn procesu vstupu do ERM II, který je nutnou podmínkou pro vstup do eurozóny.<sup>2</sup>

**Prostřednictvím vybraných ukazatelů se dokument snaží čtenáři průřezově přiblížit, jak je na tom Česká republika z hlediska sladění ekonomiky s ekonomikou eurozóny a flexibility přizpůsobovacích mechanismů.** Vzhledem k šíři této problematiky však zobrazené ukazatele nejsou jedinými možnými, rovněž od nich nelze očekávat jednoznačnou odpověď na otázku, kdy bude česká ekonomika připravena na vstup do eurozóny. Kompletní vyhodnocení možných přínosů a nákladů je nad rámec tohoto dokumentu.

**Vývoj jednotlivých ukazatelů je vhodné vnímat v kontextu aktuální ekonomické situace odrážející dění ve světě.** Její vývoj v posledních letech charakterizovalo odeznívání dopadů pandemie covidu-19, energetické krize v souvislosti s vpádem Ruska na Ukrajinu a vysoké inflace. V letošním roce se spotřebitelská inflace v eurozóně i v ČR pohybovala již jen mírně nad inflačními cíli ECB a ČNB. Obě tyto centrální banky tak dále snížily své měnověpolitické úrokové sazby. Růst řady evropských ekonomik zůstává umírněný. Vývoj světové ekonomiky nadále ovlivňuje geopolitické napětí související nejen

---

<sup>1</sup> Doporučení vládě ČR týkající se z ekonomického pohledu načasování přijetí společné evropské měny dává společný dokument MF ČR a ČNB *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou*. Tento dokument byl naposledy vydán v dubnu 2025. Dle usnesení vlády č. 252 ze dne 9. dubna 2025 má být dokument znovu zpracován a předložen vládě do konce prvního čtvrtletí roku 2026. Všechna minulá vydání jsou dostupná na webu ČNB: <https://www.cnb.cz/pristoupeni-k-eurozone>.

<sup>2</sup> Na země mohou být nově kladeny určité podmínky nejen během jejich členství, ale také již před jejich vstupem do ERM II. Vstup Chorvatska a Bulharska do ERM II byl poprvé doprovázen jejich současným vstupem do bankovní unie. Ačkoli formálně byl vstup obou zemí do bankovní unie jejich dobrovolným závazkem, fakticky byl podmínkou přistoupení k ERM II. Takový postup byl stranami ERM II navíc označen za precedenční pro další kandidáty na vstup do ERM II a lze předpokládat, že bude požadován po všech budoucích žadatelích o vstup do ERM II. Právo EU nicméně vstup do bankovní unie jako podmínku pro vstup do ERM II nestanovuje. ČR se necítí být postupem Chorvatska a Bulharska právně vázána a participaci v bankovní unii nepovažuje za nutnou podmínku pro případný vlastní vstup do ERM II.

s válkou na Ukrajině, ale i děním na Blízkém východě, v letošním roce se přidala nejistota ohledně zavádění cel ze strany USA a případných odvetných opatření zasažených zemí.

Těžištěm dokumentu *Analýzy sladění* je část **Celkové vyznění analýz**, která shrnuje výsledky tradičně zpracovávaných analýz. Jejich grafické a tabulkové výstupy zobrazuje **Chartbook**. Poznatky, ze kterých tyto analýzy vycházejí, jsou popsány v části s názvem **Teoretická východiska analýz**. Podrobnější motivace a technický popis jednotlivých analýz jsou uvedeny v samostatné **Metodologické příloze**, která je umístěna jako elektronický dokument na internetových stránkách ČNB.<sup>3</sup>

Letošní vydání *Analýz sladění* je doplněno o **pět tematických kapitol**. První z nich již tradičně přibližuje aktuální institucionální vývoj v eurozóně a Evropské unii. Druhá tematická kapitola sleduje synchronizaci ekonomické aktivity mezi zeměmi EU ve světle událostí posledních let. Třetí kapitola se věnuje euroizaci české ekonomiky z pohledu financování podniků, čtvrtá analyzuje vliv kurzu na konkurenceschopnost české ekonomiky. Poslední tematická kapitola hledá faktory, které způsobily rozdílné promítání nedávných šoků do inflace v jednotlivých evropských zemích.

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

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

**Země eurozóny** označujeme následovně:

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




Vybrané hodnocené **země mimo eurozónu** jsou:

CZ	Česká republika
HU	Maďarsko
PL	Polsko




<sup>3</sup> K dispozici rovněž zde: <https://www.cnb.cz/pristoupeni-k-eurozone>.

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

Barva pozadí šipky vyjadřuje vyznění daného indikátoru z hlediska rizik spojených s případným přijetím eura v analyzovaných oblastech:

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

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

-  došlo ke zlepšení indikátoru
-  došlo ke zhoršení indikátoru
-  nedošlo ke zřetelnému 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, nebo se zhoršila. Není tedy možné sčítáním jednotlivých barevných indikátorů či šipek sestavit jeden souhrnný indikátor.

**Tato vyznění nelze považovat za doporučení ČNB pro přijetí eura Českou republikou, nebo dokonce za výsledné rozhodnutí České republiky ohledně přijetí eura.** Doporučení ohledně načasování přijetí společné evropské měny tyto *Analýzy sladění* nestanovují, nicméně obsahuje je společný dokument ministerstva financí ČR a České národní banky *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou*. V jeho posledním vydání z dubna 2025 ministerstvo financí a Česká národní banka doporučily vládě České republiky, aby prozatím nestanovovala cílové datum vstupu do eurozóny a toto doporučení na straně České národní banky nadále platí.

# 1 CELKOVÉ VYZNĚNÍ ANALÝZ

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

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

**Pro úspěšné fungování české ekonomiky v eurozóně bude klíčová zejména sladěnost domácího hospodářského vývoje s eurozónou.** S růstem sladěnosti totiž klesá riziko, že by nastavení společné měnové politiky eurozóny nebylo optimální pro českou ekonomiku. Předmětem analýz v tomto dokumentu je tudíž hodnocení podobnosti dlouhodobých trendů, cyklického vývoje a struktury české ekonomiky s eurozónou, včetně podobnosti transmise měnové politiky.

**Po ztrátě nezávislé měnové politiky a flexibility měnového kurzu bude zásadní také schopnost tlumit dopady případných asymetrických šoků jinými mechanismy.** Vzrostou tak nároky na stabilizační funkci veřejných rozpočtů, pružnost trhu práce a schopnost finančního sektoru vstřebávat šoky. Tyto přizpůsobovací mechanismy jsou tedy rovněž předmětem zkoumání v tomto dokumentu.

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

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

Do skupiny ukazatelů s relativně nízkou mírou rizik se dlouhodobě řadí obchodní a vlastnická provázanost české ekonomiky s eurozónou, která navyšuje možné přínosy zavedení eura. Ukazatel obchodní provázanosti sice v posledním roce vykázal lehké zhoršení, jeho celkové vyznění se však nemění. Obchodní a vlastnická provázanost tak i nadále přispívají ke sladěnosti hospodářského cyklu ČR s eurozónou. Ta setrvává na vysokých hodnotách, což ale může být jen dočasným jevem

v důsledku obdobných dopadů silných globálních ekonomických šoků z posledních let. Vysoká obchodní provázanost s eurozónou ovlivňuje i financování tuzemských podniků, které zhruba z poloviny probíhá v eurech. Tento podíl se letos vlivem klesajícího úrokového diferenciálu dále nezvyšoval. Vývoj české koruny a eura vůči americkému dolaru zůstává sladěný, riziko by v případě přijetí eura nepředstavovala ani perzistence inflace, která se v ČR pohybuje na podobných hodnotách jako v eurozóně. V rámci přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky pozitivně vyznívá míra dlouhodobé nezaměstnanosti, která i nadále patří k nejnižším v EU, a míra ekonomické aktivity obyvatelstva, která se z celkového hlediska neliší od zemí eurozóny (s výjimkou zapojení žen na trhu práce, které je v ČR oproti zemím eurozóny nadále relativně nízké). Také situace v českém bankovním sektoru zůstává příznivá, což je patrné z jeho solidní kapitálové i likvidní pozice, rostoucí ziskovosti a klesajícího úvěrového rizika. Odolnost bankovního sektoru vůči možným negativním šokům tedy zůstává vysoká.

## Neutrálně vyznívající ukazatele

Do této kategorie spadá hodnocení reálné ekonomické konvergence ČR k eurozóně, která od roku 2020 téměř neprobíhá. Dále sem můžeme zařadit sladěnost finančního cyklu ČR a eurozóny, která se v loňském roce mírně snížila, neboť pozice eurozóny v rámci finančního cyklu rostla pomaleji než v ČR. Riziko nepředstavuje ani úrokové rozpětí mezi tržními sazbami v ČR a eurozóně, které se v případě krátkodobých sazeb v posledním roce mírně zvýšilo, u dlouhodobých sazeb zůstalo stabilní. Volatilita kurzu české koruny k euru se v posledním roce mírně snížila, nicméně v případě zapojení ČR do ERM II by mohla představovat problém. Sladěnost finančních trhů se nadále zlepšuje a vrací se k situaci před pandemií koronaviru. Neutrální hodnocení si zachovává i většina ukazatelů podobnosti transmise měnové politiky v ČR a eurozóně. Hloubka finančního zprostředkování a úroveň zadlužení soukromého sektoru zůstávají v ČR oproti eurozóně relativně nízké, což znamená menší citlivost ekonomiky na případné šoky z finančního systému. Struktura finančních aktiv domácností i struktura úvěrů na bydlení dle délky fixace úrokových sazeb v ČR se od průměru eurozóny liší, z hlediska přijetí eura to však nelze označit za zásadní překážku. Struktura finančních pasiv podniků i struktura úvěrů nefinančním podnikům dle délky fixace úrokové sazby je v ČR a v eurozóně obdobná. Euroizace české ekonomiky mimo úvěry nefinančních podniků zůstává relativně nízká, a přechod na euro tak může přinášet vyšší náklady než v jiných zemích. Hodnocení zadlužení českého sektoru vládních institucí vůči HDP, které se nadále nachází výrazně pod 60% hranicí maastrihtského kritéria, vyznívá rovněž neutrálně. Také

některé ukazatele trhu práce mají neutrální vyznění: podíl kratších úvazků na zaměstnanosti, který mírně roste, v mezinárodním srovnání však zůstává na nízké úrovni, a zdanění práce, které se v posledním roce příliš neměnilo. Konkurenceschopnost české ekonomiky se dle ukazatele vydávaného Mezinárodním institutem pro rozvoj managementu (IMD) mírně zlepšila a mezi sledovanými zeměmi patří k lépe hodnoceným.

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

Mezi tyto ukazatele se řadí nedokončený proces ekonomické konvergence České republiky k eurozóně z pohledu cenové hladiny a mzdové úrovně. Jejich odstup od průměru eurozóny zůstává výrazný a v roce 2024 se

navíc lehce zvýšil. Riziko asymetrických dopadů ekonomických šoků by v případě vstupu do eurozóny mohla představovat relativně nízká strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou, která spočívá zejména v nadprůměrném podílu průmyslu na domácím HDP a k jejímž změnám v posledních letech nedochází. Problémy přetrvávají rovněž na straně přizpůsobovacích mechanismů české ekonomiky. Patří k nim pokračující nerovnováha českých veřejných financí či omezený prostor pro proticyklické působení fiskální politiky plynoucí z vysokého podílu mandatorních a kvazimandatorních výdajů na příjmech státního rozpočtu. Riziko se pojí rovněž s otázkou dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, důchodová reforma přijatá na konci roku 2024 by však měla postupně přispívat k jejímu zlepšení. Na trhu práce představuje riziko nízká mobilita práce, která se projevuje malou ochotou zaměstnanců měnit práci či se za ní stěhovat.

## 1.1 CYKLICKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

### Přímé ukazatele sladění

**Konvergence reálné ekonomické úrovně České republiky (měřené jako HDP na hlavu v paritě kupní síly) k eurozóně od roku 2020 téměř neprobíhala, česká cenová a mzdová hladina se v roce 2024 od průměru eurozóny mírně vzdálily.** Odstup cenové a v ještě větší míře mzdové hladiny od průměru eurozóny tak zůstává stále výrazný. Nedokončený proces konvergence nadále představuje faktor hovořící proti brzkému přijetí eura. V případě dalšího posilování rovnovážného reálného měnového kurzu a konvergence ve mzdové úrovni by totiž po případném přijetí eura mohlo dojít k dlouhodobému tlaku na mírné přestřelování stávajícího 2% inflačního cíle. (Viz [Chartbook strana 31.](#))

**Korelace ekonomické aktivity České republiky a eurozóny dlouhodobě dosahuje vysokých hodnot, neboť vývoj hospodářských cyklů do značné míry určovaly společné externí šoky.** Cyklická sladění ekonomik se dle vývoje klouzavých korelací výrazně prohloubila zejména v důsledku celosvětové pandemie covidu-19, ale také energetické krize a války na Ukrajině. Toto zvýšení cyklické sladění je tak důsledkem synchronizované reakce na silné globální ekonomické šoky a může být proto pouze dočasným jevem. (Viz [Chartbook strana 34.](#))

**Přetrvávající rozdíly ve struktuře ekonomik České republiky a zemí eurozóny spočívají zejména v nadprůměrně vysokém podílu průmyslu na tvorbě**

**českého HDP.** Z hlediska přijetí společné měny představují strukturální rozdíly riziko asymetrických dopadů ekonomických šoků, na které by jednotná měnová politika nemohla v plném rozsahu reagovat. K výrazným změnám ve strukturální podobnosti ekonomik přitom v posledních letech nedochází. Výzvou pro domácí ekonomiku tak i nadále zůstává vývoj v průmyslu v souvislosti s přetrvávajícím geopolitickým rizikem, utlumenou zahraniční poptávkou nebo s emisními limity v Evropě. (Viz [Chartbook strana 36.](#))

**Jedním z dlouhodobě nejvýznamnějších argumentů pro vstup České republiky do eurozóny je silná obchodní a vlastnická provázanost s touto měnovou oblastí.** Přijetí eura by totiž odstranilo kurzové riziko a snížilo náklady spojené s obchodem se zeměmi eurozóny. Intenzivní obchodní vazby, včetně vysokého podílu vnitroodvětvového obchodu, zároveň zvyšují sladění hospodářských cyklů a snižují tak náklady spojené se ztrátou vlastní měnové politiky. K této sladění přispívá i – ve vztahu k velikosti ekonomiky – výrazná míra přímých investic z eurozóny do ČR. České investice v eurozóně jsou sice skromnější, ale i tak patří (v poměru k domácímu HDP) mezi nejvyšší ve srovnání se sledovanými zeměmi regionu střední a východní Evropy. (Viz [Chartbook strana 37.](#))

**Sladění finančního cyklu České republiky a eurozóny v roce 2024 poklesla.** V průběhu roku sice rostla agregátní hodnota zjednodušeného indikátoru finančního cyklu<sup>4</sup> pro eurozónu i pro ČR, mírně rychlejší růst v ČR

<sup>4</sup> Pozice ekonomik ve finančním cyklu je odhadována prostřednictvím zjednodušeného indikátoru finančního cyklu. Konstrukce i skladba tohoto zjednodušeného indikátoru se liší od oficiálního Indikátoru finančního cyklu (IFC) používaného ve [Zprávě o finanční stabilitě](#) ČNB zejména z důvodu nedostupnosti obdobných dat pro všechny analyzované země. Výsledky pro ČR se proto mohou od oficiálního ukazatele IFC lišit.

však vedl ke zvětšení jejich vzdálenosti. Synchronizace pozice těchto ekonomik ve finančním cyklu se tedy mírně snížila. Růst indikátorů na odlišných úrovních rovněž vedl k meziročnímu poklesu jejich korelace, neboť v případě ČR se hodnota indikátoru dále vzdalovala od jeho průměrné hodnoty, zatímco u eurozóny růst znamenal přibližování se historickému průměru. (Viz [Chartbook strana 39.](#))

**Úroková rozpětí mezi sazbami v České republice a eurozóně zůstávají relativně nízká.** V důsledku postupného snižování tuzemských úrokových sazeb poklesl v roce 2024 krátkodobý úrokový diferenciál mezi sazbami v ČR a eurozóně až na hodnotu lehce pod 1 procentní bod. Následné snižování sazeb v eurozóně, ke kterému docházelo od června 2024, pak vedlo ke zvýšení tohoto diferenciálu k hodnotě 1,5 procentního bodu. Situace v dlouhých sazbách byla zejména v posledním roce poměrně stabilní, rozpětí mezi výnosy českých a německých vládních dluhopisů je jen lehce vyšší než mezi tříměsíčními sazbami a udržuje se mírně pod 2 procentními body. (Viz [Chartbook strana 40.](#))

**Česká měna reaguje na změny prostředí mimo eurozónu podobně jako euro.** Korelace kurzu české koruny vůči dolaru s kurzem eura vůči dolaru tak zůstává vysoká. Ke sladění s eurem přispělo oslabení dolaru v první polovině letošního roku v reakci na hospodářskou politiku USA a také v souvislosti s částečným oslabením zájmu investorů o americká aktiva. Volatilita kurzu české měny vůči euru se v posledním roce mírně snížila. Ačkoli je volatilita kurzu koruny ve srovnání s ostatními středoevropskými měnami relativně nízká, v případě zapojení ČR do ERM II by při striktní interpretaci kurzového kritéria (požadující pohyb kurzu výrazně blíže ke sjednané centrální paritě, než činí flukuační rozpětí  $\pm 15\%$ <sup>5</sup>) představovala problém. (Viz [Chartbook strana 40.](#))

**Celková sladěnost finančních trhů se mírně zvýšila.** Analýzy konvergence finančních trhů ukazují návrat k situaci před rokem 2020, a to vlivem odeznívajících dopadů koronavirové a energetické krize a snižování inflace v kontextu globálního zpříšňování měnových politik. Sladěnost českého a německého trhu vládních dluhopisů se za poslední rok dále mírně zvýšila, stejně jako sladěnost českého peněžního a devizového trhu s trhem eurozóny. Přetrvávající silný vliv globálních šoků udržel míru přenosu globálních zpráv na český trh vládních dluhopisů i český peněžní a devizový trh na zvýšených úrovních. (Viz [Chartbook strana 41.](#))

## Podobnost transmise měnové politiky

**Úroveň finančního zprostředkování i zadluženost soukromého sektoru jsou v České republice výrazně pod průměrem eurozóny.** Velké odlišnosti mezi hodnotami těchto ukazatelů v jednotlivých zemích jsou odrazem dlouhodobých strukturálních rozdílů mezi ekonomikami EU, a to bez ohledu na to, zda používají euro. Podobně nízké hodnoty obou těchto ukazatelů jako v ČR jsou typické i pro jiné země střední a východní Evropy, ať už jde o členy eurozóny (Slovensko, Slovinsko), nebo státy mimo ni (Polsko). Ekonomiky s nižší hloubkou finančního zprostředkování i mírou zadluženosti jsou přitom obecně méně citlivé na případné šoky působící prostřednictvím finančního systému. Navzdory rozdílným výchozím podmínkám lze ve sledovaných zemích pozorovat podobné trendy. Ve všech si udržuje dominantní postavení bankovní sektor, i když postupně mírně roste význam investičních fondů. Naopak segment pojišťoven v posledních letech ztrácí na významu. Zadlužení soukromého sektoru v ČR v roce 2024 po třech letech poklesu lehce vzrostlo, což souviselo s postupným snižováním úrokových sazeb úvěrů a růstem reálných příjmů. Zadluženost soukromého sektoru eurozóny jako celku nicméně pokračuje v postupném poklesu. (Viz [Chartbook strana 43.](#))

**Podobnost struktury finančních pasiv českých podniků s podniky v eurozóně je relativně vysoká.**<sup>6</sup> Ke snižování strukturálního nesouladu dlouhodobě přispíval pokles podílu obchodních úvěrů a záloh<sup>7</sup> na celkových pasivech českých podniků. V posledních dvou letech však tato tendence již nepokračovala a letos tato kategorie dokonce přispěla k mírnému zvýšení strukturálního nesouladu. Ve stejném směru působilo také vzdálení hodnoty podílu úvěrů na celkových pasivech v ČR a v eurozóně, konkrétně pokles tohoto podílu v ČR (na 22 %) a současně jeho stabilita v eurozóně (26 %). (Viz [Chartbook strana 44.](#))

**Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává spíše nízká.** České domácnosti nadále preferují držbu podílových listů a akcií spolu s držbou hotovosti a vkladů, zatímco domácnosti v eurozóně drží významnou část rozvahy i v pojistných a penzijních programech (28 % oproti 8 % v ČR). Celkově mají české domácnosti nižší podíl v likvidních a obchodovatelných finančních aktivech<sup>8</sup> (62 %) oproti domácnostem v eurozóně (73 %), a mohou tak být v souhrnu o něco méně citlivé na změny úrokových sazeb a tržní přecenění držných finančních aktiv. K tomu ještě domácnosti v ČR drží vyšší podíl aktiv (35 % oproti 25 % v eurozóně) v neobchodovatelných

<sup>5</sup> Pro splnění kurzového kritéria EK požaduje, aby se kurz pohyboval v blízkosti centrální parity ERM II. Pro podrobnější vysvětlení viz [Analýzy sladění 2024](#) – tematická kapitola 5 (autorů Arnoštová, Komárek): *ERM II a maastrichtské kritérium stability kurzu*.

<sup>6</sup> K dočasnému snížení podobnosti v letech 2021–2022 přispěl zejména výkyv finančních derivátů nakupovaných energetickými společnostmi a také podíl účastí a akcií na celkových pasivech nefinančních podniků v ČR.

<sup>7</sup> Jedná se o krátkodobé financování formou překlenutí časového období do splatností faktur. Protistranou je tak nefinanční podnik, nikoliv měnová finanční instituce.

<sup>8</sup> Jedná se o součet podílů hotovosti a vkladů, dluhových cenných papírů, akcií a účastí v investičních fondech a také v penzijních a pojistných programech.

majetkových účastech (například vlastnictví firem formou s. r. o.), jejichž hodnota i likvidita reaguje na úrokové sazby jen nepřímo (například přes firemní zisky a investiční aktivitu). Uvedené rozdíly ve struktuře finančních aktiv domácností v ČR a v eurozóně mohou znamenat jejich rozdílnou citlivost na změny úrokových sazeb, a tedy odlišné dopady případné společné měnové politiky. (Viz [Chartbook strana 44.](#))

**Struktura úvěrů nefinančním podnikům dle délky fixace úrokové sazby je v České republice a v eurozóně obdobná.** V ČR i většině sledovaných zemí eurozóny je více než 80 % objemu úvěrů nefinančním podnikům čerpáno s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku. Takto vysoký podíl úvěrů s krátkodobou fixací přináší rychlou transmisi změn měnově-politických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům. Přenos změn měnověpolitických sazeb do klientských sazeb podniků byl v posledních letech v ČR skrze krátkodobou mezibankovní sazbu úplný a jeho velká část proběhla do jednoho měsíce.<sup>9</sup> V posledních deseti letech v ČR sice pozorujeme pozvolný pokles podílu úvěrů s fixací do jednoho roku ve prospěch nárůstu fixací od jednoho do pěti let, v kontextu samotné transmise se však nejedná o významný posun. Menší citlivost na změnu tržních sazeb mohou mít ovšem firmy, které používají k zajištění velkých úvěrů s variabilní sazbou úrokový swap. (Viz [Chartbook strana 45.](#))

**U úvěrů na bydlení pokračoval trend příklonu českých domácností ke krátkodobějším fixacím.** Fixace do pěti let včetně tak v roce 2025 tvoří 90 % objemu nových úvěrů na bydlení českých domácností. Od konce roku 2023 postupně začaly převládat tříleté fixace na úkor pětiletých.<sup>10</sup> České domácnosti totiž preferovaly krátkodobější či flexibilní fixace z důvodu očekávání dalšího poklesu úrokových sazeb. Současně banky omezovaly nabídku dlouhodobější fixace kvůli riziku předčasného splácení úvěrů klienty. Hlavní rozdíl mezi ČR a eurozónou ve struktuře fixací tak nadále spočívá v podílu fixací nad 10 let, který je v ČR zanedbatelný, zatímco v eurozóně dále narostl a dosahuje 54 %. Domácnosti s dlouhodobými fixacemi úrokových sazeb jsou přitom méně citlivé vůči pohybům úrokových sazeb. (Viz [Chartbook strana 45.](#))

**Financování českých podniků čerpané v cizích měnách (především v eurech) se po minulém výrazném nárůstu do určité míry stabilizovalo, podíl vkladů nefinančních podniků v cizí měně je oproti úvěrům přibližně poloviční.** Podíl cizích měn na celkovém financování českých podniků úvěry od tuzemských bank a ze zahraničí (prostřednictvím zahraničních mateřských firem nebo přímo tuzemskými podniky v zahraničí) zůstal

v roce 2025 (i po zohlednění dluhopisového financování) v blízkosti 60 %. Euroizace ve financování podniků se tak pohybuje na vysoké úrovni. To může za určitých okolností oslabovat transmisi měnové politiky ČNB a zvyšovat citlivost ekonomiky na vnější šoky a pohyby kurzu koruny. Podíl podnikových úvěrů v cizí měně od tuzemských bank se vlivem cyklické složky spojené s poklesem úrokového diferenciálu domácích a zahraničních úrokových sazeb mírně snížil do blízkosti svého dlouhodobého trendu (v červnu 2025 dosahoval přibližně 50 %). Na druhou stranu se zvýšilo financování podniků v cizí měně ze zahraničí, a to zejména prostřednictvím vnitropodnikových půjček v rámci přímých investic (podrobněji viz tematická kapitola 3: [Euroizace z pohledu financování podniků](#)). K uvedenému vývoji přispívala v podmínkách zvýšených ekonomických nejistot možná snaha o využití konsolidace financování v rámci skupiny, o čemž svědčí zvýšené čerpání zejména krátkodobých úvěrů, i nižší hladina úrokových sazeb z úvěrů v zahraničí. Vnitropodnikové půjčky ze zahraničí mají přitom dlouhodobě obdobný význam při financování podniků jako bankovní úvěry. Významná část půjček v rámci přímých zahraničních investic připadá na průmyslové podniky v důsledku jejich obchodní provázanosti se zahraničím. K růstu spontánní euroizace může přispívat i možnost vést účetnictví v eurech a další případné úpravy legislativy v této oblasti. (Viz [Chartbook strana 46.](#))

**U českých domácností zůstává podíl cizí měny na jejich celkových úvěrech i vkladech dlouhodobě velmi nízký.** Euroizace je u českých domácností navíc výrazně nižší než v ostatních zemích středoevropského regionu. To implikuje i poměrně nízký podíl eura na celkových vkladech i úvěrech tuzemského bankovního sektoru. (Viz [Chartbook strana 48.](#))

**Perzistence inflace v ČR nadále patří k nejnižším ze skupiny sledovaných zemí.** Rozdíl oproti zemím eurozóny však není výrazný, společná měnová politika by tak měla v tomto ohledu obdobné dopady na inflaci. (Viz [Chartbook strana 48.](#))

<sup>9</sup> Pro detailnější informace o rychlosti transmisi viz box 2 [Zprávy o měnové politice – léto 2024](#) ČNB (autorů: Hromádková, Kubicová, Saxa): [Jak se mění klientské sazby z korunových úvěrů v reakci na změny tržních sazeb?](#)

<sup>10</sup> Detailně viz článek E. Hromádkové na webu ČNB: [Refixace a refinancování hypoték – nové odhady dopadů do výdajů domácností](#), Graf 2.

## 1.2 PŘÍZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

### Fiskální politika

**V roce 2024 Česká republika poprvé od koronavirové pandemie splnila 3% referenční hodnotu maastrichtského kritéria pro schodek sektoru vládních institucí.** Zároveň ČR nadále patří mezi nejméně zadlužené členské státy EU. Fiskální politika v ČR sehrála v období 2020–2023 významnou stabilizační funkci při zmírňování nepříznivých hospodářských dopadů krizových období, přijetí těchto podpůrných opatření však přispělo ke zvýšení deficitů sektoru vládních institucí nad 3% referenční hodnotu. Aplikace všeobecné únikové doložky Paktu o stabilitě a růstu nicméně umožňovala dočasné odchýlení od unijních fiskálních pravidel. V roce 2024, kdy již byla tato úniková doložka deaktivována, se zásluhou konsolidačního balíčku podařilo schodek sektoru vládních institucí snížit pod 3 % HDP a ČR se tak – na rozdíl od několika států EU – vyhnula zahájení procedury při nadměrném schodku. V souladu s novými unijními fiskálními pravidly schválila Rada EU na počátku roku 2025 pro ČR čtyřletý fiskálně strukturální plán, který stanovil trajektorii čistých výdajů do roku 2028. Podle odhadu Evropské komise z podzimu 2025 se neočekává překročení cílové referenční hodnoty indikátoru čistých výdajů pro rok 2025.

**Prognóza Evropské komise pro období 2025–2026 indikuje stabilizaci schodku sektoru vládních institucí v ČR bez výraznějšího zhoršení.** Přetrvávají však strukturální problémy v podobě vysokého podílu mandatorních a kvazimandatorních výdajů, které od krizového období setrvávají na zvýšených úrovních přesahujících 90 % příjmů státního rozpočtu, což významně limituje flexibilitu fiskální politiky. Návrh státního rozpočtu pro rok 2026 předpokládá další rozšíření těchto závazných výdajů prostřednictvím alokací na výstavbu dvou nových bloků jaderné elektrárny v Dukovanech a závazku vlády postupně zvyšovat výdaje na obranu. Relativně nízká míra dluhu sektoru vládních institucí nicméně poskytuje stále dostatečný prostor pro případnou aktivaci stabilizační funkce veřejných financí. Pozitivní dopady důchodové reformy přijaté na konci roku 2024 se na stavu veřejných financí budou sice projevat pozvolna, avšak znatelně podpoří jejich dlouhodobou udržitelnost. (Viz [Chartbook strana 49.](#))

### Trh práce a produktů

**Z reálných veličin českého trhu práce lze pozitivně hodnotit zejména celkovou míru ekonomické aktivity, problémem však zůstává dlouhodobě nízká participace žen.** Pozitivem nadále zůstává také míra dlouhodobé nezaměstnanosti, která je i přes svůj nepatrný nárůst v posledních dvou letech stále jedna z nejnižších v Evropě. Míra ekonomické aktivity populace se pohybuje na historických maximech, míra zapojení lidí v před-

důchodovém věku na trhu práce je ve srovnání s ostatními zeměmi vysoká a stále roste. Některé dlouhodobé problémy trhu práce však nadále přetrvávají. Míra participace žen zůstává i přes postupný růst v porovnání s ostatními zeměmi nízká, situaci by nicméně mohla zlepšit tzv. flexibilní novela zákoníku práce, která od letošního června mimo jiné umožňuje zaměstnancům na rodičovské dovolené vykonávat stejnou práci u svého zaměstnavatele na základě dohody o provedení práce (DPP) či dohody o pracovní činnosti (DPC). Rigiditu trhu práce přetrvávají v oblasti nepříliš vysoké regionální mobility pracovníků a nízké ochoty zaměstnanců měnit práci, což může bránit efektivnější alokaci zdrojů podporující dynamičtější oživení produktivity práce. Podíl částečných úvazků zůstává v mezinárodním srovnání na relativně nízkých hodnotách.

**Ukazatele vývoje v nominální části trhu práce se výrazněji nemění, do budoucna by se však měly projevit některé legislativní změny.** Od daňových změn v roce 2021 se celkové zdanění práce v ČR příliš nemění a v mezinárodním srovnání patří ke středně velkým. K určitému poklesu došlo v minulém roce u „pasti neaktivity“, což znamená zvýšení motivace k návratu z ekonomické neaktivity do zaměstnání, zatímco mírný nárůst zaznamenala „past nízké mzdy“, která snižuje motivaci nízkopříjmových zaměstnanců zvýšit výděly odpracováním většího počtu hodin. Oba tyto ukazatele jsou nicméně v mezinárodním srovnání poměrně nízké. Naopak relativně vysoká zůstává „past nezaměstnanosti“ značící nízkou motivaci k návratu do zaměstnání v případě osob pobírajících podporu v nezaměstnanosti. Do budoucna budou tyto propočty ovlivněny zavedením dávky státní sociální pomoci (tzv. superdávka), která nahradí čtyři dosavadní dávky a bude nově vyplácena od druhého čtvrtletí 2026, a změnami podpory v nezaměstnanosti (zejména jejím výrazným zvýšením v prvních měsících nezaměstnanosti) od ledna 2026. Minimální mzda je v poměru k průměrné mzdě (41 % v roce 2024) v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi nízká, na základě loňské novely zákoníku práce se však do budoucna tento poměr postupně zvýší až na 47 % v roce 2029. (Viz [Chartbook strana 52.](#))

**Z hlediska celkové konkurenceschopnosti ekonomiky se Česká republika v rámci sledovaných zemí nadále řadí mezi ty lépe hodnocené, její konkurenceschopnost se navíc v posledním roce zvýšila.** Sledované země nicméně dosahují ve srovnání s jinými vyspělými zeměmi světa spíše nižších úrovní konkurenceschopnosti. (Viz [Chartbook strana 58.](#))

## Bankovní sektor

**Domácí banky zůstaly stabilní a odolné vůči případným šokům.** Kapitálová pozice je relativně silná, a to i díky vytvořeným kapitálovým rezervám či přebytkům. Po předchozím mírném poklesu ziskovost bank v roce 2024 opět vzrostla. Přispěl k tomu růst objemu úvěrů a úrokových výnosů z držby privátních i veřejných aktiv. Ziskovost se nadále nachází výrazně nad průměrem eurozóny. Pozitivně se v roce 2024 vyvíjela také likvidita domácího bankovního sektoru, která zůstala silná díky vysokému podílu likvidních aktiv a stabilních zdrojů

financování. Míra selhání úvěrů se v ČR drží poblíž svých historických minim a je nejnižší ze sledovaných zemí.<sup>11</sup> To vše ukazuje robustní odolnost českého bankovního sektoru, a to i v prostředí zvýšené globální politické a ekonomické nejistoty. Tento závěr potvrzují i výsledky zátěžových testů,<sup>12</sup> z nichž vyplývá, že ani v případě výrazně nepříznivého vývoje by nedošlo k rozsáhlé materializaci rizik ani k přenosu šoků mezi jednotlivými částmi finančního systému. (Viz [Chartbook strana 59.](#))

## 1.3 SITUACE V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

**Ekonomika eurozóny se po sérii krizí stabilizovala, mezi členskými státy však nadále přetrvávají viditelné rozdíly v hospodářské výkonnosti i životní úrovni.** Reálná konvergence pokračuje zejména u novějších členů, zatímco zakládající členské země eurozóny vykazují nevýraznou hospodářskou dynamiku. Hospodářská aktivita eurozóny se v roce 2024 začala zotavovat, k čemuž přispěl zejména pozitivní vývoj spotřeby a čistého vývozu, a mírný růst HDP pokračuje i letos. Trh práce zůstal odolný a nezaměstnanost se drží poblíž historických minim.

**Fiskální disciplína zemí platících eurem se sice mírně zlepšila, strukturální slabiny ve fiskální oblasti však přetrvávají a stav jejich veřejných financí zůstává neuspokojivý.** Deficit veřejných financí eurozóny klesl ve druhém čtvrtletí 2025 na 2,7 % HDP (v EU činil 2,9 % HDP). Zásadním problémem nicméně zůstává vysoký dluh sektoru vládních institucí (ve druhém čtvrtletí 2025 zaznamenala eurozóna zadlužení ve výši 88,2 % HDP, zadlužení EU jako celku bylo 81,9 % HDP), přičemž vyšší hodnoty nadále vykazují zvláště státy jižního křídla eurozóny a také Francie a Belgie.

**ECB po období restriktce začala uvolňovat měnovou politiku, což se projevilo jak v mírném zvýšení objemu podnikových úvěrů, tak i úvěrů domácnostem, zejména na bydlení.** Dlouhodobé výnosy vládních dluhopisů v zemích eurozóny zůstávají na zvýšené úrovni, což odráží vyšší emise dluhu i ukončení podpůrných programů Evropské centrální banky (ECB). Inflace se vrátila k inflačnímu cíli ECB, přičemž k poklesu jádrové inflace přispělo oslabení mzdových tlaků. Rozdíly v cenovém vývoji mezi státy přetrvávají. (Viz [Chartbook strana 60.](#))

**Rok 2025 byl v EU a eurozóně prvním rokem naplňování priorit Evropské komise v novém složení.** Z nich jsou s ohledem na zaměření tohoto materiálu relevantní především snahy o zjednodušení vybrané legislativy

a snížení regulatorní zátěže, transformace unie kapitálových trhů do unie úspor a investic a rozšíření jejího záběru s cílem mobilizovat soukromý kapitál na podporu investic do prioritních oblastí zelené a digitální tranzice či obrany nebo posílení iniciativ na podporu konkurenceschopnosti unijního hospodářství. Zahájena byla také jednání o podobě víceletého finančního rámce EU na období 2028–2034, jehož návrh tyto priority reflektuje. Obranná politika byla dále podpořena mimo jiné úpravou pravidel postupu při nadměrném schodku umožňující vyjmout určitou část investic členských států do obrany z výpočtu rozpočtového deficitu či vytvořením systému půjček pro členské státy na investice do obrany (SAFE).

**V kontextu institucionálního vývoje eurozóny bylo nejvýznamnější událostí rozhodnutí o jejím rozšíření o 21. členu, jímž se od 1. ledna 2026 stane Bulharsko.** Tomu se podařilo splnit všechna maastrichtská kritéria a v návaznosti na kladné hodnocení jeho připravenosti v konvergenčních zprávách Evropské komise a ECB a doporučení ministrů financí členských států eurozóny (Euroskupiny) schválila v červenci 2025 Rada legislativní návrhy potřebné pro přijetí země do eurozóny.

**Čtvrtým rokem pokračovala ruská agrese vůči Ukrajině, na niž EU reagovala přijetím dalších sankčních balíčků a pokračující finanční pomocí Ukrajině.** Významné dopady na EU mělo také zvolení Donalda Trumpa prezidentem USA, především pokud jde o agendu mezinárodního obchodu, celní politiku a diskusi o posílení obranné a bezpečnostní politiky a jejího financování.

**V oblasti prohlubování hospodářské a měnové unie a integrace eurozóny nedošlo v roce 2025 k zásadnímu vývoji.** Jednání o dokončení bankovní unie se i nadále soustředila pouze na dokončení legislativního procesu návrhu rámce pro řešení krizí a pojištění vkladů (CMDI). Otázka dalšího sdílení rizik v podobě společného evropského mechanismu pojištění vkladů diskutována

<sup>11</sup> Pro bližší informace k úvěrovému riziku viz web ČNB: [Zpráva o finanční stabilitě – jaro 2025](#), část 2.1.

<sup>12</sup> Pro bližší informace k výsledkům zátěžových testů viz web ČNB: [Zpráva o finanční stabilitě – jaro 2025](#), část 3.

nebyla. V roce 2025 se také začala aplikovat novelizovaná pravidla Paktu o stabilitě a růstu a evropského semestru koordinace hospodářských politik. V jejich rámci byl zahájen či pokračoval postup při nadměrném schodku s devíti členskými státy.

**S ohledem na nedokončenost některých klíčových projektů, které významně ovlivní fungování eurozóny (např. bankovní unie), a některé přetrvávající problémy hospodářské a měnové unie, včetně vysokého zadlužení řady členských států, je třeba konstatovat, že v současnosti nejsou známy všechny podstatné závazky, které mohou do budoucna pro Českou republiku z přijetí eura potenciálně vyplývat. Případné rozhodování o načasování vstupu do měnové unie je tak stále doprovázeno významnými nejistotami.**

## 2 TEMATICKÉ KAPITOLY

### 2.1 INSTITUCIONÁLNÍ VÝVOJ V EUROZÓNĚ A EVROPSKÉ UNII

Marek Benda, Jan Král, Marek Souček, Lena Stránská a Martin Vojta

Rok 2025 byl prvním, kdy se Evropská komise v novém složení mohla plně soustředit na prosazování nově formulovaných programových priorit. Z hlediska finančního trhu se jednalo především o aktivity v oblasti unie kapitálových trhů včetně její faktické transformace do širší iniciativy unie úspor a investic, revizi sekuritizačního rámce či snahu o zjednodušení vybrané unijní legislativy a snížení regulatorní zátěže s cílem posílit globální konkurenceschopnost EU. Nejvýznamnější událostí z hlediska vývoje eurozóny bylo schválení jejího rozšíření o Bulharsko, k němuž dojde k 1. lednu 2026. Vývoj v EU byl nadále významně poznamenán reakcí na pokračující ruskou agresi vůči Ukrajině a na priority nové administrativy USA v oblasti obranné a zahraničněobchodní politiky.

#### Nový institucionální cyklus

**V prosinci 2024 se úřadu ujala nově složená Evropská komise (EK), opět pod vedením Ursuly von der Leyenové.** Oproti předchozímu mandátu položila současná EK větší důraz na témata konkurenceschopnosti EU, funkčnosti a efektivity vnitřního trhu, odstraňování regulatorní zátěže a zjednodušování legislativy. Téma zelené transformace bylo z hlediska rétoriky a viditelnosti sice relativně upozaděno, nicméně praktické provádění souvisejících politik se významně nezměnilo. Novou dynamiku získala oblast bezpečnosti a obrany, což odráží i vytvoření obranného portfolia v kolegiu EK. Další výraznou prioritou EK bylo předložení prvního návrhu víceletého finančního rámce EU pro roky 2028–2034.

#### Vývoj v eurozóně

**Rok 2025 završil proces přijetí Bulharska do eurozóny, které tak vstoupí do eurozóny k 1. lednu 2026 coby její 21. člen.** Bulharsko, jež vstupovalo do mechanismu směnných kurzů ERM II společně s Chorvatskem v polovině roku 2020, bylo s ohledem na vnitropolitickou situaci a míru inflace nuceno plánované datum vstupu do eurozóny dvakrát odložit. V únoru 2025 Bulharsko požádalo EK a ECB o vydání mimořádných konvergenčních zpráv. Ty byly zveřejněny 4. června a připravenost Bulharska na přijetí eura hodnotily pozitivně.<sup>13</sup> Dne

8. července pak Rada EU ve formaci ministrů financí schválila příslušnou legislativu (zrušení derogace a stanovení přepočítacího koeficientu bulharského lva vůči euru). Bulharsko se po svém vstupu do eurozóny rovněž stane podílníkem Evropského stabilizačního mechanismu (ESM), a to s podílem 1,2 % na základním (splaceném) kapitálu ESM (což odpovídá 992 milionům EUR). Mimo eurozónu tak zůstane šest členských zemí EU, přičemž v mechanismu ERM II se bude opět nacházet pouze Dánsko, jež má z přijetí eura trvalou výjimku.

**Pokud jde o další prohloubení či integraci měnové unie, kromě chystaného rozšíření eurozóny o Bulharsko probíhala jednání o návrzích na zavedení digitálního eura z roku 2023, nicméně shody na jeho finální podobě se v rámci Rady dosud dosáhnout nepodařilo.** ECB přesto pokračovala v technické přípravě projektu digitálního eura. V červnu 2025 zveřejnila třetí zprávu o pokroku a následně byla dokončena pětice výběrových řízení na poskytovatele a vývojáře platform pro digitální euro a související infrastruktury. Výstupem z tendrů bylo počátkem října 2025 uzavření rámcových smluv s vybranými subjekty, zatím ale bez finančních závazků ze strany Eurosystemu. Koncem října 2025 pak Rada guvernérů ECB schválila i závěrečnou přípravnou zprávu a ukončila konzultace ECB s účastníky trhu nad návrhem souboru pravidel (scheme rulebook) k digitálnímu euru. Tím byla zakončena přípravná fáze projektu

<sup>13</sup> Mimořádná konvergenční zpráva EK k Bulharsku (stejně jako dřívější vydání pravidelných konvergenčních zpráv počínaje rokem 2020) tematizovala tzv. posílený přístup k účasti v ERM II. Ten spočívá v uzavření dohody s každým přístupujícím státem o podmínkách, k jejichž splnění se má tento stát zavázat a které má splnit ještě před svým vstupem do ERM II. Zpráva EK opět explicitně uvádí, že jednou z těchto podmínek je vstup do bankovní unie již nejpozději ke dni vstupu do ERM II, a nikoli až s přijetím společné měny, jak stanoví platná unijní legislativa. Přestože se Česká republika proti možnému precedenčnímu charakteru tohoto přístupu opakovaně vymezuje, ať už na jednáních Hospodářského a finančního výboru (EFC) či Rady ECOFIN, lze důvodně očekávat, že tento přístup bude ze strany členských států eurozóny uplatňován i pro případné budoucí zájemce o vstup do ERM II. Podrobněji viz též [Analýzy sladění 2024](#), tematická kapitola 6 (autorů Gyurisová, Jeník, Vojta): *Bankovní unie a Česká republika*.

na straně ECB. Pokud během roku 2026 dojde ke schválení příslušné legislativy, mohl by být pilotní projekt digitálního eura spuštěn v polovině roku 2027, a v roce 2029 by pak mohlo dojít k první emisi digitálního eura v Euro-systému.

## Geopolitický vývoj a jeho dopady na agendu EU

**Eurozóna a EU jako celek čelily v roce 2025 řadě geopolitických výzev a nejistot.** Šlo především o dopady ruské agrese vůči Ukrajině, o přístup administrativy USA k využití dovozních cel a k financování NATO či o obchodní vztahy s Čínou (cla na dovoz čínských elektromobilů a omezení vývozu vzácných kovů z Číny). EU v reakci na tyto události usilovala o posílení vazeb s partnery mimo USA a Čínu za účelem budování tzv. otevřené strategické autonomie.

**V souvislosti s ruskou agresí vůči Ukrajině se EU soustředila na přijímání dalších sankčních balíčků.** Ty opět zahrnují opatření zamezující subjektům ze třetích zemí v obcházení sankcí (včetně postihu neruských bank), došlo rovněž k výraznému rozšíření okruhu ruských bank odpojených od platebního systému SWIFT. Současně se podařilo implementovat systém půjček Ukrajině ERA (Extraordinary Revenue Acceleration) iniciovaný zeměmi skupiny G7 v roce 2024, na jejichž splácení budou použity výnosy z imobilizovaných aktiv Centrální banky Ruska spravovaných centrálními depozitáři cenných papírů spadajících pod jurisdikci zemí EU, resp. zemí G7 mimo EU. Na půjčkách ERA v celkové výši 45 mld. EUR se EU podílí prostřednictvím makrofinanční pomoci Ukrajině v objemu 18,1 mld. EUR. V květnu a červnu 2025 schválila EK také plán REPowerEU a postoupila do legislativního procesu související návrhy, jejichž cílem je eliminovat energetickou závislost EU na Rusku do konce roku 2027. Dovoz zkapalněného zemního plynu (LNG) z Ruska bude dle schváleného 19. sankčního balíčku zastaven již dříve (tj. k 1. lednu 2027 u dlouhodobých smluv uzavřených před 17. červnem 2025 a k 25. dubnu 2026 u smluv krátkodobých).

**Vztahy EU s USA byly v roce 2025 významně poznamenány přístupem americké administrativy k dovozním clům, a to zejména v prvním pololetí, kdy existovalo riziko možné obchodní války.** Ke zklidnění vztahů došlo v průběhu léta díky uzavření dohody mezi EU a USA. V kontextu posledního vývoje transatlantických vztahů a reakce na ruskou agresí vůči Ukrajině došlo na úrovni EU a v jejích členských státech k výrazné prioritizaci investic do obrany. EK představila legislativní balíček ReArmEU, jehož součástí je návrh na nový rozpočtový nástroj na podporu těchto investic (Security Action for Europe, SAFE) v objemu 150 mld. EUR na bázi půjček pro členské státy EU. SAFE tak po nedávnou

ustavených mimořádných fiskálních nástrojích, jako byl například post-pandemický plán obnovy (NGEU), resp. Nástroj pro obnovu a odolnost (RRF), dále posiluje roli EK coby agenta pro získání prostředků jménem EU na kapitálových trzích. Vyšší zaměření na obranné výdaje a podporu obranného průmyslu v EU/EHP a Ukrajině se projevilo také v úpravě stávajícího rozpočtu EU, v jehož rámci dojde po vstupu souvisejícího nařízení v účinnost ke vzniku Evropského programu na podporu obranného průmyslu (EDIP) s celkovou alokací 1,5 mld. EUR pro období do konce roku 2027.

## Koordinace hospodářských a fiskálních politik

**V roce 2025 se poprvé projevily změny schválené v roce 2024 při revizi pravidel Paktu o stabilitě růstu a tzv. evropského semestru koordinace hospodářských politik.** Rada také pokračovala v postupech při nadměrném schodku (EDP) zahájených, resp. obnovovaných, v roce 2024 vůči osmi členským státům EU (Belgie, Francie, Itálie, Maďarsko, Malta, Polsko, Rumunsko a Slovensko). V červenci 2025 pak Rada na návrh EK zahájila EDP vůči Rakousku.<sup>14</sup>

**Na druhé straně EK v souladu s platnými fiskálními pravidly navrhla aktivaci národní únikové doložky (NEC) pro navýšení výdajů členských států na obranu,** a to do výše maximálně 1,5 % HDP dodatečných ročních výdajů na obranu ve srovnání s rokem 2021. O aktivaci NEC požádalo v prvním pololetí 2025 patnáct členských států včetně ČR. Rada vyjádřila souhlas s návrhy EK na NEC dne 8. července, čímž byla NEC pro všechny žadatelské státy aktivována. V druhém pololetí 2025 požádalo o aktivaci NEC také Německo.<sup>15</sup> Přijetí NEC však neznamenovalo pozastavení postupů při nadměrném schodku u států, které o aktivaci únikové doložky požádaly.<sup>16</sup>

## Víceletý finanční rámec EU na období 2028–2034 a dluhové financování EU

**Na základě souboru návrhů EK z července 2025 byla zahájena jednání o podobě nového víceletého finančního rámce EU pro sedmileté období počínaje rokem 2028.** Návrhy počítají mj. se zvýšením jeho celkového objemu z 1,2 na 1,98 bil. EUR (v cenách r. 2025), což odpovídá zvýšení z 1,1 % na 1,26 % hrubého národního důchodu EU. EK tento krok odůvodňuje mj. zahájením splácení půjčky EU na financování NGEU. Dále EK navrhuje redukovat počet rozpočtových programů z 52 na 16 a silněji provázat unijní financování s realizací reformních opatření. Nově by tak členské státy pro čerpání prostředků z politiky soudržnosti (koheze), společné zemědělské politiky či migrační politiky měly vypracovávat tzv.

<sup>14</sup> Rada současně uložila Rumunsku vykazujícímu ze států EU nejvyšší rozpočtový schodek (9,3 % HDP v roce 2024 a dle odhadu EK 8,6 % HDP v roce 2025), aby do 15. října 2025 představilo konsolidační opatření, která by nejpozději do roku 2030 vedla k ukončení EDP.

<sup>15</sup> Rada vyslovila souhlas dne 10. října 2025.

<sup>16</sup> Aktuálně se jedná o Belgii, Maďarsko, Polsko a Slovensko.

Národní a regionální plány partnerství (NRPP) obsahující návrhy iniciativ financovaných z unijního rozpočtu. Návrhy EK rovněž kladou větší důraz na dodržování zásad právního státu jakožto podmínky pro čerpání finančních prostředků z rozpočtu EU.

**Na příjmové straně počítá EK s novými zdroji financování.** Vedle již dříve předložených návrhů nových vlastních zdrojů, jimiž jsou výnosy z obchodování s emisními povolenkami (ETS) a z přeshraničního uhlíkového mechanismu (CBAM),<sup>17</sup> by nově měl přibýt zdroj založený na nevybraném elektroodpadu (E-waste), odvod ze spotřební daně z tabáku (TEDOR) a odvod na základě obratu podnikového sektoru (CORE). Všechny výše zmíněné nové zdroje společně s parametrickými úpravami již existujících vlastních zdrojů by měly do unijního rozpočtu podle odhadu EK přispět částkou 58 mld. EUR ročně.

**V nařízení o vlastních zdrojích je navrženo zřídit nový nástroj pro reakci na mimořádné krize, v jehož rámci by Rada mohla ad hoc zmocnit EK, aby si jménem EU na kapitálových trzích vypůjčila potřebné prostředky, jejichž splácení by bylo kryto zdroji rozpočtu EU.** Navzdory navrženým omezujícím podmínkám pro využití tohoto nástroje jde o další posun směrem k etablování dluhového financování v rozpočtu EU coby běžného nástroje, což je výrazný posun oproti stávající praxi. Dluhové financování NGEU v roce 2020 totiž bylo podmíněno příslibem, že se bude jednat o jednorázový, časově a účelově omezený krok. Jednání členských států o novém víceletém finančním rámci EU jsou nicméně teprve na počátku, a jeho konečná podoba včetně případných nových vlastních zdrojů rozpočtu EU není v současnosti známa.

### Regulace a dohled nad finančním trhem a iniciativy směřující k posilování konkurenceschopnosti EU

**Průřezovou prioritou EK se v roce 2025 stalo posilování konkurenceschopnosti unijního hospodářství s důrazem na zjednodušení regulace a snižování administrativní zátěže.** EK svou vizi a harmonogram dalších kroků načrtla ve sdělení k tzv. Kompasů konkurenceschopnosti z ledna 2025. Návazně na to se v oblasti regulace finančního trhu zaměřila na zjednodušení povinnosti reportování v oblasti udržitelných financí (soubor návrhů Omnibus I) a revizi směrnice MiFID II a nařízení o prospektu v souvislosti se zavedením definice malého podniku se střední tržní kapitalizací (Omnibus IV). V listopadu 2025 EK představila rovněž Omnibus balíček ke zjednodušení v digitální oblasti, který zahrnuje návrh úprav pravidel pro umělou inteligenci a návrh zjednodušení digitální legislativy. Současně EK představila návrh na zřízení tzv. Evropské business peněženky, která by

měla podpořit digitalizaci řady administrativních a komunikačních úkonů podniků a orgánů veřejné správy v EU. Hlavním výstupem dosavadního deregulačního úsilí je schválení směrnice odkládající o 1 až 2 roky účinnost některých požadavků plynoucích ze směrnic o nefinančním reportingu a o náležitě péči podniků v oblasti udržitelnosti. Konečné schválení konkrétních zjednodušení obsažených v návrzích Omnibus I je možné očekávat až počátkem roku 2026. Hodnotit výsledky simplifikační a deregulační iniciativy je tak zatím předčasné, jakkoli je zřejmé, že ambice a očekávání spojené s původním záměrem EK se z řady důvodů dosud nenaplnily.

**Ani v oblasti prohlubování unie kapitálových trhů a bankovní unie v roce 2025 k podstatnému posunu nedošlo.** EK sice v březnu 2025 zveřejnila iniciativu na vytvoření unie úspor a investic coby zastřešení projektů unie kapitálových trhů (CMU) i bankovní unie s cílem podpořit mobilizaci úspor domácností ve prospěch financování ekonomiky EU, ovšem související konkrétní návrhy<sup>18</sup> byly zveřejněny až ve druhé polovině roku, a posun v jejich schvalování je tak možné očekávat až v roce 2026. Dílčí zjednodušení a administrativní úlevy přinesly již Radou a EP schválené revize nařízení o indexech, které jsou používány jako referenční hodnoty ve finančních nástrojích (benchmark regulation), nařízení o zjednodušení některých požadavků na vykazování v oblasti finančních služeb a investiční podpory či revize nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů. Oživení sekuritizačního trhu EU by měl přinést soubor souvisejících návrhů EK z června, který zjednodušuje sekuritizační rámec: reviduje standardy produktů a pravidla chování pro emitenty a investory, kapitálové požadavky na banky zapojené do sekuritizace a kritéria pro způsobilost aktiv a obezřetnostních pravidel pro pojišťovny a zajišťovny. Co se týče nelegislativních opatření s relevancí pro CMU, EK v roce 2025 opětovně prodloužila rozhodnutí o právní, regulatorní a dohledové ekvivalenci pro ústřední protistrany ze Spojeného království, a to o další 3 roky (do 30. června 2028), což jim umožní nadále přeshraničně nabízet clearingové služby klientům z EU.

**Strategická diskuse o dalším směřování bankovní unie, zejména co se týče aspektů sdílení rizik, v průběhu roku 2025 z důvodu přetrvávajících zásadních názorových rozdílů mezi členskými státy v zásadě neprobíhala.** Došlo pouze k dokončení revize rámce pro řešení krizí a pojištění vkladů (CMDI), u něhož byla v červnu 2025 dosažena politická dohoda Rady a EP na usnadnění přístupu malých a středních bank ke garančním systémům financovaným odvětvím. V oblasti bankovní regulace byly v souvislosti s geopolitickými riziky a volatilitami zahájeny na různých úrovních v EU diskuse o jejím zjednodušení, větší harmonizaci a standardizaci

<sup>17</sup> Tyto návrhy byly předloženy v roce 2021 a aktualizovány v roce 2023, dosud na nich ovšem nepanuje shoda, a jsou tak nadále předmětem legislativního procesu.

<sup>18</sup> Návrh na zjednodušení nařízení o zveřejňování informací souvisejících s udržitelností v oblasti finančních služeb, balíček k doplňkovému penzijnímu pojištění nebo návrh na posílení kompetencí Evropských orgánů dohledu.

s cílem zaměřit se více na horizontální (mezisektorová) rizika, např. kybernetické riziko, a přispět k posílení konkurenceschopnosti bankovního sektoru. Ani v roce 2025 nebyla završena ratifikace smlouvy reformující Evropský stabilizační mechanismus, neboť se stále čeká na dokončení schvalovacího procesu ze strany Itálie.

**V oblasti boje proti praní peněz a financování terorismu pokračovalo formování agentury AMLA (Anti-Money Laundering Authority) zřízené v roce 2024.** AMLA by měla od roku 2028 začít vykonávat přímý dohled nad vybranými povinnými osobami z řad úvěrových a finančních institucí. V roce 2025 došlo mj. ke jmenování její předsedkyně, volbě členů Výkonné rady a zahájení jednání Generální rady jak ve složení pro dohled (v níž ČR zastupují představitelé ČNB), tak ve složení pro finanční zpravodajské jednotky (kde ČR zastupuje FAÚ). Funkce se též ujal výkonný ředitel agentury.

## Závěr

**Vývoj v EU a v eurozóně byl v roce 2025 ovlivňován pokračujícími i novými geopolitickými výzvami,** zejména trvajícím ruskou agresí vůči Ukrajině, nepřehlednými globálními obchodními vztahy, diskusí o dalším směřování NATO a o financování obranných a bezpečnostních potřeb. Novou politickou prioritou EK i členských států představovalo posílení globální konkurenceschopnosti EU, deregulace a zjednodušování unijní legislativy. Konkrétní výsledky této iniciativy však bude možné zhodnotit až po schválení příslušných legislativních návrhů a jejich promítnutí do praxe. Snahu reagovat na tyto výzvy vtělila EK také do návrhu nového víceletého finančního rámce EU, mj. navýšením jeho objemu a posílením prvku dluhového financování. Odrazily se rovněž v úvahách a návrzích na dílčí přesuny kompetencí a rozhodovacích mechanismů na unijní úroveň, např. v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem. Naopak debata o dalším prohlubování hospodářské a měnové unie či dokončení bankovní unie v roce 2025 nijak významněji nepokročila.

**Z hlediska závazku přijmout euro, který ČR přijala při svém vstupu do EU v roce 2004, tak platí konstatování uvedená v předchozích vydáních *Analýz sladění*, že obsah tohoto závazku se od vstupu ČR do EU v důsledku institucionálních změn podstatným způsobem rozšířil a současně zůstávají nedokončeny některé klíčové projekty, které významně ovlivní fungování eurozóny, např. bankovní unie.** ČR tudíž bude muset i nadále institucionální vývoj pečlivě vyhodnocovat a zohlednit jej ve svých úvahách o načasování vstupu do eurozóny. Stejně tak je žádoucí podrobně sledovat vývoj samotné eurozóny včetně potenciálních rizik z hlediska fiskální stability (veřejného zadlužení) či stability finančního sektoru. Až v příštích letech totiž bude možné posoudit, zda nová úprava pravidel koordinace hospodářských a fiskálních politik zvýší historicky slabou vymahatelnost Paktu o stabilitě a růstu mezi členskými

státy. Rovněž bude vhodné zohlednit tendence k hospodářské divergenci mezi členy hospodářské a měnové unie či potenciální důsledky opakovaně se objevujících návrhů na ustavení fiskální unie zahrnující sdílení rizik.

**Na otázku vhodného načasování případného vstupu ČR do eurozóny a jeho dopadů tak lze v současnosti nadále odpovědět pouze velmi obtížně.**

## 2.2 SYNCHRONIZACE EKONOMICKÉ AKTIVITY V ZEMÍCH EU V ČASE GLOBÁLNÍCH TURBULENCÍ

Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha

V tomto příspěvku přinášíme aktualizovaný pohled<sup>19</sup> na synchronizaci ekonomické aktivity mezi zeměmi EU ve světle událostí posledních let, které mohly ovlivnit strukturu hospodářských vazeb v Evropě, a tím i míru sladění hospodářských cyklů mezi jednotlivými členskými státy. S využitím pokročilé metody lokálně stacionárních spekter zkoumáme, jak se synchronizace ekonomické aktivity v čase měnila, a ukazujeme, že pro většinu zemí je vysoká. Tento závěr se potvrzuje i po očištění o společný vliv pandemie covidu-19. Dále se zabýváme volatilitou hospodářských cyklů a ukazujeme, že pro Českou republiku volatilita klesla zhruba na úroveň eurozóny.

**Synchronizace hospodářské aktivity patří mezi klíčová témata makroekonomické analýzy v evropském kontextu.** Míra vzájemné sladění ekonomického vývoje má zásadní implikace pro fungování měnové unie, efektivitu jednotné měnové politiky a odolnost ekonomik vůči šokům. Vysoká synchronizace hospodářských cyklů mezi členskými státy eurozóny je jedním z předpokladů optimální měnové oblasti, zatímco její absence může vytvářet tlak na doplňkové mechanismy přizpůsobení, jakými jsou například fiskální transfery, mobilita práce či flexibilita mezd. Míru synchronizace může v čase ovlivňovat mnoho faktorů, zejména probíhající procesy reálné konvergence, strukturální reformy a externí šoky.

**Není jednoznačné, do jaké míry ovlivnily globální šoky posledních pěti let stávající synchronizaci hospodářských cyklů v zemích EU.** Souběžný propad ekonomik na vrcholu pandemie byl způsoben vysoce synchronizovaným globálním šokem. Následné oživení však probíhalo asymetricky, v závislosti na strukturálních charakteristikách jednotlivých ekonomik – například podílu služeb a průmyslu, míře přísnosti protipandemických opatření a fiskálním prostorem jednotlivých států. Výrazné rozdíly mezi evropskými zeměmi se znovu projeví v roce 2022, kdy světové ceny ropy a zemního plynu dosáhly historických maxim, přičemž jejich přeliv do inflace a následně i do reálných úrokových podmínek se napříč zeměmi EU značně lišil.<sup>20</sup> Ve světle aktuálně zvýšené geopolitické nejistoty a obchodního napětí pak představuje riziko pro synchronizaci evropských ekonomik také odlišná intenzita jejich zapojení do mezinárodního obchodu – země mohou být zasaženy různým způsobem v závislosti na jejich míře otevřenosti, struktuře průmyslu

či postavení v globálních výrobních řetězcích. Pro analýzu synchronizace ekonomické aktivity je tedy vhodné použít metody, které umožňují sledovat její vývoj v čase.

**Pro posouzení nákladů přijetí společné měny nestačí vnímat synchronizaci pouze jako korelaci hospodářských cyklů – je nutné zohlednit i jejich relativní volatilitu a odchylky cyklických složek v čase.** Při vysoké korelaci, avšak rozdílné volatilitě cyklických složek by reakce jednotné měnové politiky eurozóny na ekonomický vývoj sice měla pro danou zemi správný směr z hlediska stabilizace její ekonomiky, nicméně velikost této reakce by nebyla odpovídající (byla by příliš malá, pokud je volatilita hospodářského cyklu dané země vyšší než v případě eurozóny, a naopak).

**Existují různé přístupy k měření synchronizace, jedním z nich je analýza mezer výstupu.** Modelový odhad mezery výstupu pro země EU dle jednotné metody EUCAM je k dispozici v databázi Evropské komise AMECO.<sup>21</sup> Tabulka 1 ukazuje korelace mezer výstupu osmi v tomto dokumentu sledovaných zemí s mezerou výstupu eurozóny, a to pro dvě desetiletá období (2005–2014 a 2015–2024). Korelace těchto mezer výstupu je vysoká, byť v druhém období nižší, což je způsobeno tím, že podle těchto odhadů se pandemie a energetická krize promítly do mezer výstupu jednotlivých zemí odlišným způsobem. U většiny sledovaných zemí došlo také k poklesu relativní volatility mezer výstupu. I přesto však přetrvávají rozdíly mezi mezerami výstupu ČR a eurozóny, které v posledních letech dosáhly až 1,5 procentního bodu (viz Graf 1).

<sup>19</sup> Navazujeme na tematickou kapitolu 2 [Analýz sladění 2019](#) (autorů Babecká Kucharčuková, Brůha): *Synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU*, která identifikovala vysokou míru synchronizace hospodářských cyklů v EU. Její závěry však vycházejí z období před vypuknutím pandemie covidu-19 a byly založeny na analýze hlavních komponent.

<sup>20</sup> Viz tematická kapitola 5 (autora J. Brůha): [Inflační vlna v evropských zemích: jaký je vliv eura ve srovnání s ostatními faktory?](#) těchto Analýz sladění.

<sup>21</sup> Popis EUCAM (European Union's Commonly Agreed Methodology) je k dispozici na webu EK: [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2021-11/dp148\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2021-11/dp148_en.pdf). Odhady mezer výstupu jsou dostupné zde: <https://db.nomics.world/AMECO/AVGDGP?tab=table>.

**Další možností měření synchronizace ekonomik je analýza jejich cyklických složek s využitím empirického přístupu.** Vývoj synchronizace v čase lze kvantifikovat pomocí modelu lokálně stacionárních spekter.<sup>22</sup> Tento model umožňuje časově-frekvenční rozklad signálu – v našem případě ekonomické časové řady – jeho rozdělením na malé časové úseky, které lze aproximovat jako stacionární. Tato metoda je vhodná pro modelování pomalu se měnících charakteristik, což je relevantní v kontextu synchronizace ekonomické aktivity, neboť efekty strukturálních reforem, institucionálních změn či procesu konvergence působí na makroekonomickou dynamiku spíše postupně než náhle. Pomocí spektrálních metod lze zkoumat vlastnosti časových řad (cyklické korelace a relativní volatilitu) na vybraných frekvencích bez nutnosti předchozího filtrování časových řad jednorozměrnými statistickými filtry, jejichž mechanické použití může být v obdobích výrazných šoků zavádějící.<sup>23</sup> Zvolený přístup tak umožňuje sledovat časově proměnlivou korelaci i relativní volatilitu pro frekvence odpovídající hospodářským cyklům (dle standardní definice tedy cyklům v délce 1,5 až 8 let).<sup>24</sup> Provedená analýza zkoumá vztah mezi HDP jednotlivých členských zemí EU a agregátním HDP eurozóny (EA20) na základě čtvrtletních dat ve stálých cenách za období od prvního čtvrtletí 2005 do prvního čtvrtletí 2025.

**Optikou korelace cyklických složek je česká ekonomika s eurozónou v posledních dvaceti letech vysoce synchronizovaná.** Relativně nejnižší korelace nastala v období po evropské dluhové krizi (tj. v letech 2013 až 2015), nicméně i tehdy dosahovala vysokých hodnot (více než 0,85). Totéž platí pro většinu z osmi zemí pravidelně sledovaných v tomto dokumentu. Výjimkou je Polsko, jehož cyklická složka HDP byla v první polovině zkoumaného období zkorelována relativně málo, a Slovensko, kde naopak míra korelace v uplynulých několika letech poklesla (viz Graf 2).

**Volatilita hospodářského cyklu v ČR je podobná jako volatilita hospodářského cyklu eurozóny.** Graf 3 ukazuje, že poměr směrodatné odchylky cyklické složky reálného HDP vůči směrodatné odchylce cyklu eurozóny v případě české ekonomiky poklesl z hodnot okolo 1,3 před rokem 2010 k současným hodnotám okolo 0,85, což znamená, že cyklus české ekonomiky je nyní mírně méně volatilní než cyklus eurozóny. Existují však i země, jejichž relativní volatilita se v čase zvýšila – z pravidelně sledovaných zemí to platí zejména pro Portugalsko.

<sup>22</sup> Viz např. Eichler (2011), Barigozzi et al. (2021).

<sup>23</sup> Viz Babecká Kucharčuková et al. (2022).

<sup>24</sup> Z technického hlediska odhadujeme lokální vícerozměrná spektra z mezičtvrtletních logaritmičtých diferencí reálného HDP a převádíme je ve frekvenční doméně na spektra logaritmičtých úrovní pomocí integrálního operátoru. Z těchto spekter pak lze pomocí inverzní Fourierovy transformace integrované přes cyklické frekvence získat kovariační matice mezi cyklickými složkami ekonomické aktivity jednotlivých zemí s eurozónou, z nichž je možné odvodit časově proměnlivé korelace a relativní volatilitu. Tento přístup volíme, aby byl zachován předpoklad lokální stacionarity. Zároveň je to právě tento přístup, který umožňuje obejít se bez předfiltrace dat statistickými filtry. Analogický „trik“ byl aplikován v práci Andrie a kol. (2016, 2017) na zkoumání synchronizace makroekonomických agregátů uvnitř jednotlivých zemí.

Tabulka 1  
**Korelace a relativní volatilita mezer výstupu jednotlivých zemí s eurozónou**

(odhad mezer výstupu v metodice EUCAM)

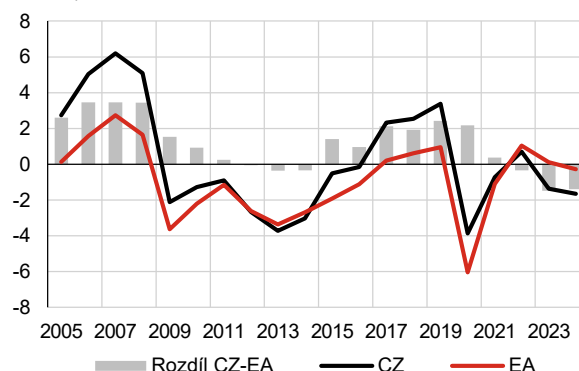
	Perioda: 2005–2014		Perioda: 2015–2024	
	Korelace	Relativní volatilita	Korelace	Relativní volatilita
CZ	0,98	1,65	0,77	1,06
AT	0,83	0,66	0,95	1,08
DE	0,65	0,88	0,82	0,73
PT	0,79	0,74	0,93	1,39
HU	0,84	1,45	0,79	1,07
PL	0,52	0,84	0,77	0,86
SI	0,94	2,64	0,67	1,49
SK	0,91	1,50	0,81	0,61

Pozn.: Relativní volatilita je měřena jako podíl směrodat. odchylek.

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

Graf 1  
**Rozdíly mezi mezerami výstupu ČR a eurozóny**

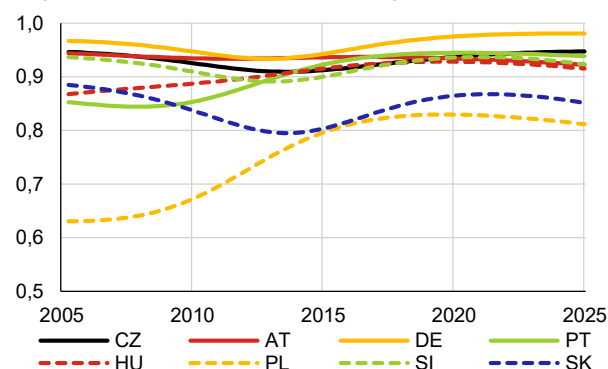
(mezery výstupu v % potenciálního produktu, rozdíly v procentních bodech)



Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

Graf 2  
**Korelace cyklických složek HDP vybraných zemí s cyklickou složkou HDP eurozóny**



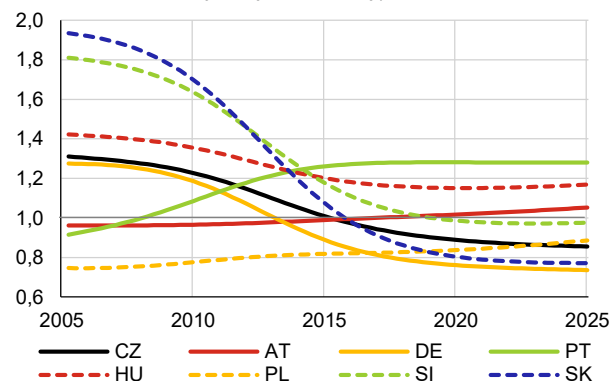
Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Vysokou korelaci cyklických složek HDP s cyklem eurozóny vykazují většina zemí EU, přičemž u české ekonomiky je jedna z nejvyšších (Graf 4). Nízká sladěnost je pozorována pro některé země, jako je např. Irsko, jehož oficiální HDP je pod vlivem specifických faktorů (silná citlivost exportů některých odvětví či účetní optimalizace nadnárodních firem). Nízká míra synchronizace se na počátku zkoumaného období týkala také některých tranzitivních ekonomik (Polsko, Rumunsko, Bulharsko). Z časového hlediska došlo k nejnižší míře synchronizace u mnoha ekonomik v období po finanční krizi (tj. 2010–2015), která dopadla na členské státy různou silou.

Graf 3  
Relativní volatilita hospodářských cyklů vybraných zemí oproti eurozóně

(poměr směrodatných odchylek cyklických složek reálného HDP vůči směrodatné odchylce cyklu eurozóny)



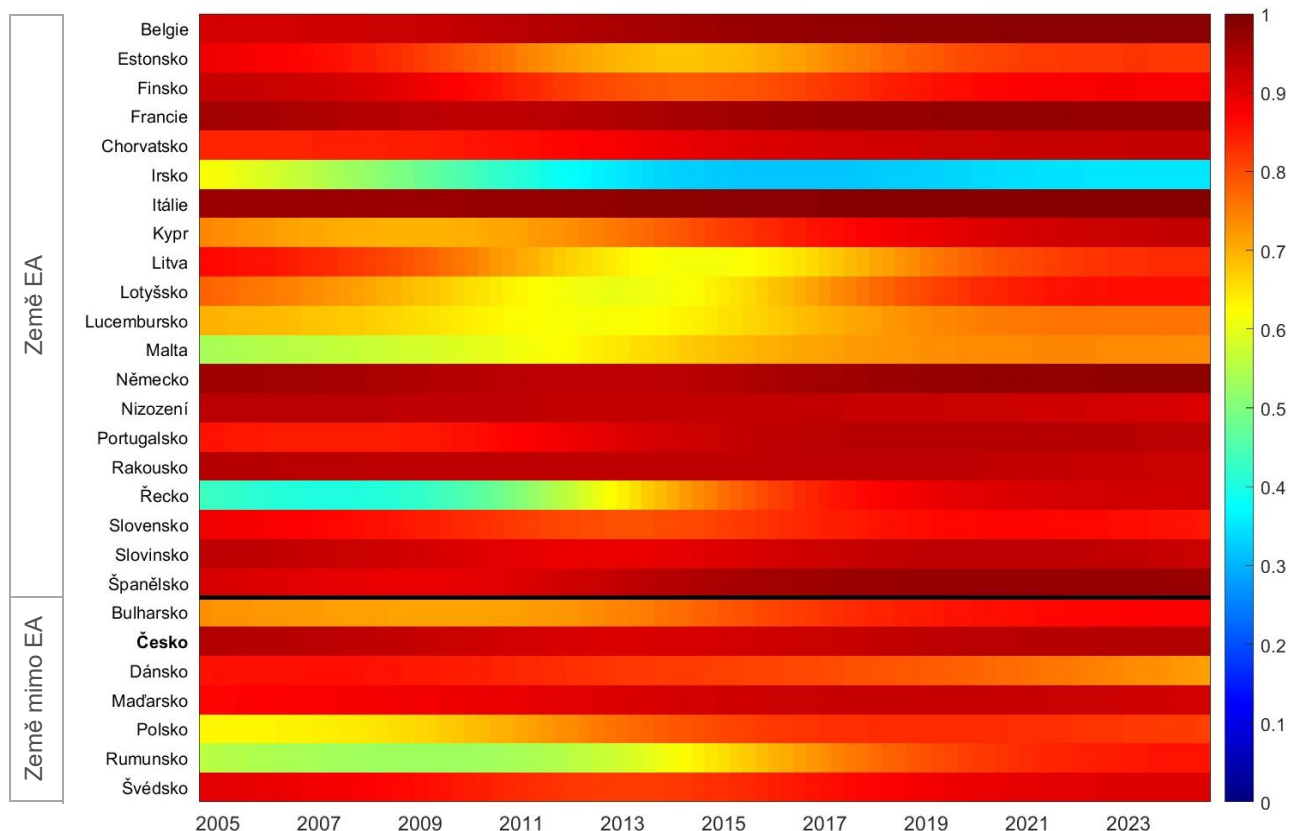
Pozn.: Pokud je hodnota poměru v grafu větší než 1, vykazuje příslušná ekonomika více volatilní cyklus oproti eurozóně, a naopak.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 4

Heat mapa korelací cyklických složek HDP všech zemí EU s cyklickou složkou HDP eurozóny



Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Pandemie covidu-19 představovala mimořádně rozsáhlý mimoekonomický šok, který mohl uměle navýšit odhadovanou synchronizaci ekonomických cyklů.**<sup>25</sup> Na rozdíl od jiných globálních šoků, jakými byla nedávná energetická krize či globální finanční krize 2008–2009, byla koronavirová krize do značné míry způsobena administrativními protipandemickými opatřeními, které současně zasáhly jak nabídku, tak poptávku, což vedlo ke koordinovanému propadu evropských ekonomik. Pro objektivní posouzení skutečné synchronizace je proto nezbytné vliv pandemie z dat odstranit. K tomu využíváme tzv. „stringency index“<sup>26</sup> a pomocí regresní analýzy odhadujeme vliv administrativních opatření na velikost propadu HDP v jednotlivých zemích. Následně očišťujeme časové řady reálného HDP o takto odhadnutý vliv protipandemických opatření a aplikujeme na ně výše zmíněnou metodu lokální spektrální analýzy.

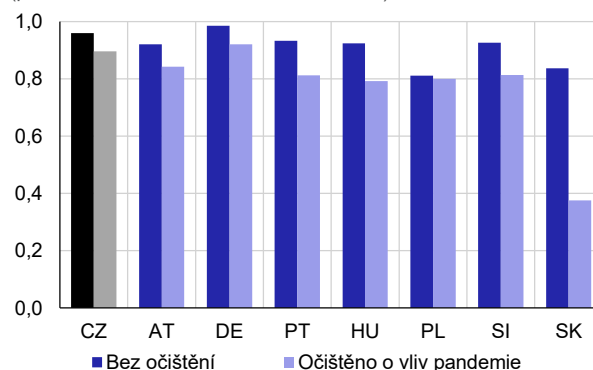
**Očištění o vliv pandemie skutečně vede ke snížení odhadované korelace cyklických složek HDP, avšak v případě České republiky je tento efekt jen mírný.** Podobně je tomu i u některých dalších zemí, například Německa či Rakouska. V jiných případech je však vliv výraznější, například na Slovensku korelace s eurozónou po očištění o vliv pandemie klesá na relativně nízké hodnoty (viz Graf 5, který ukazuje odhady průměrné korelace cyklických složek HDP za období 2020–2025, a to jak očištěné, tak i neočištěné o vliv pandemie). Obdobně lze zkoumat také relativní volatilitu hospodářských cyklů očištěnou o vliv pandemie. V případě ČR vedlo toto očištění ke zvýšení relativní volatility českého hospodářského cyklu lehce nad úroveň volatilitu eurozóny (Graf 6).

## Závěr

**Tato kapitola se zabývala cyklickou sladěností v Evropské unii, a to optikou dvou přístupů.** Přístup založený na metodě časově-proměnlivých spekter ukazuje na vysokou korelaci cyklických složek i na pokles relativní volatilitu v čase. Vysoká korelace v nedávné době odráží společný vliv pandemie, očištění o tento vliv však vede pouze k mírnému poklesu odhadované korelace. Přístup založený na odhadu mezer výstupu z dílny Evropské komise také ukazuje vysokou korelaci i pokles relativní volatilitu v čase, nicméně stále identifikuje přetrvávající významné rozdíly mezi mezerami výstupu. Náklady přijetí společné měny se tedy v čase snížily, avšak stále přetrvávají.

**Graf 5**  
**Korelace cyklických složek HDP vybraných zemí s cyklickou složkou HDP eurozóny – očištění o vliv pandemie**

(průměrné korelace za období 2020–2025)

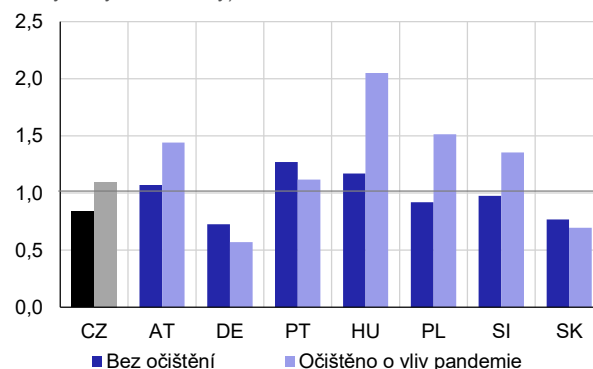


Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Graf 6**  
**Relativní volatilita hospodářských cyklů vybraných zemí oproti eurozóně – očištění o vliv pandemie**

(průměrné směrodatné odchylky cyklických složek reálného HDP za období 2020–2025 v poměru vůči průměrné směrodatné odchylce cyklu eurozóny)



Pozn.: Pokud je hodnota poměru v grafu větší než 1, vykazuje příslušná ekonomika více volatilitu cyklus oproti eurozóně, a naopak.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

<sup>25</sup> Je důležité poznamenat, že přístup založený na mezerách výstupu EUCAM neidentifikuje nárůst synchronizace v období pandemie. Důvodem je to, že při využití modelového přístupu lze zohlednit odlišnou reakci produkčních faktorů na šok typu pandemie, a proto se mohou výsledné mezery výstupu mezi zeměmi lišit, i když dojde k obdobnému propadu reálného HDP. Naopak empirický přístup „vidí“ pouze synchronizaci propadů v časových řadách růstů HDP, a má tak tendenci identifikovat nárůst synchronizace. Tyto rozdíly ukazují na výhodnost kombinace více přístupů k odhadu změny synchronizace v čase.

<sup>26</sup> Viz Hale et al. (2021)

## 2.3 EUROIZACE Z POHLEDU FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ

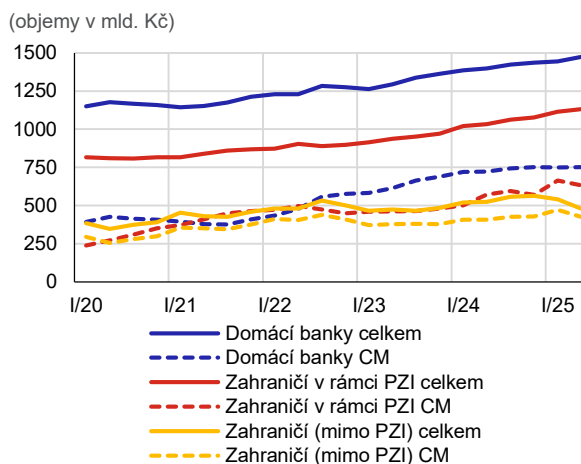
Renata Pašaličová

Tato kapitola se zabývá aktuálním vývojem euroizace z pohledu struktury financování podniků. Pokles úrokového diferenciálu domácích a zahraničních úrokových sazeb vedl v roce 2024 k mírnému snížení podílu cizoměnových úvěrů čerpaných českými podniky zejména v eurech u domácích bank. Na druhou stranu se však zvýšil podíl cizoměnového financování ze zahraničí, kde významnou roli sehrávaly zejména vnitropodnikové půjčky v rámci přímých investic. Podíl cizoměnového financování podniků se stabilizoval na vysoké úrovni a je relevantní z hlediska implikací pro měnovou politiku.

**Tuzemské podniky se nadále financují především úvěry, zvýšilo se však i dluhopisové financování.** Ve struktuře úvěrů nefinančních podniků mají nadále hlavní roli úvěry od domácích bank, následované mezipodnikovými půjčkami ze zahraničí v rámci přímých investic (PZI, zejména vztah matka–dcera, kdy je domácí podnik součástí nadnárodního koncernu) a ostatním zahraničním financováním například u zahraničních bank. Nefinanční podniky měly prostřednictvím úvěrů ve druhém čtvrtletí 2025 půjčeno u domácích bank celkově 1473 mld. Kč, v rámci přímých zahraničních investic 1132 mld. Kč a u ostatního zahraničního financování 481 mld. Kč (Graf 1). Objem emitovaných dluhopisů se pohyboval na úrovni 431 mld. Kč.

**Financování českých podniků v eurech zůstává na relativně vysoké úrovni, tato spontánní euroizace se nicméně po minulém výrazném nárůstu v posledním období do určité míry stabilizovala.** Podíl celkového úvěrového financování nefinančních podniků v cizí měně (včetně bankovních úvěrů a financování ze zahraničí) se od loňského roku již výrazněji neměnil, v případě eura se pohyboval ve druhém čtvrtletí 2025 na úrovni 53 %, u cizích měn celkem ve výši 59 % (Graf 2). Eurové financování českých podniků u domácích bank se po minulém výrazném nárůstu vlivem cyklických faktorů mírně snížilo, a naopak vzrostly zejména eurové půjčky ze zahraničí. V případě bankovních úvěrů a vnitropodnikových půjček ze zahraničí tvořily úvěry v cizí měně zhruba polovinu, u ostatního zahraničního financování čtyři pětiny. Co se týče dluhopisového financování, významná část celkové emise podnikových dluhopisů (64 %) byla ve druhém čtvrtletí 2025 umístěna na zahraničních trzích a financování probíhalo zejména v eurech, přičemž se jednalo především o velké firmy. Zbývající část dluhopisů (36 %) pak byla emitována na domácím trhu zejména v domácí měně. Podíl cizích měn na zadluženosti nefinančních podniků po zahrnutí emise dluhopisů se pohyboval jen na nepatrně vyšší úrovni oproti úvěrovému financování – v eurech dosáhl ve druhém čtvrtletí 54 %, u cizích měn celkem 60 %.

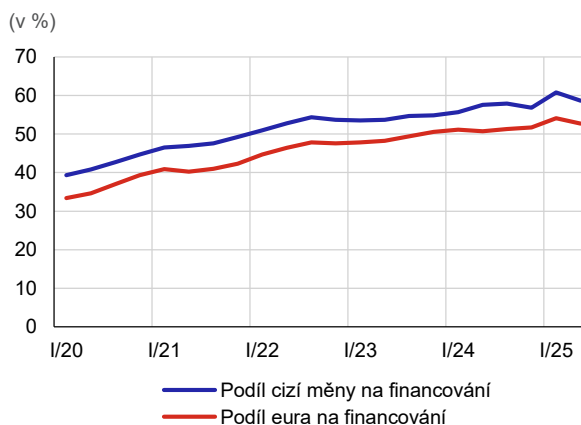
Graf 1  
Struktura úvěrového financování podniků



Pozn.: Zkratka CM značí cizí měny.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 2  
Celkové úvěrové financování podniků v cizí měně



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

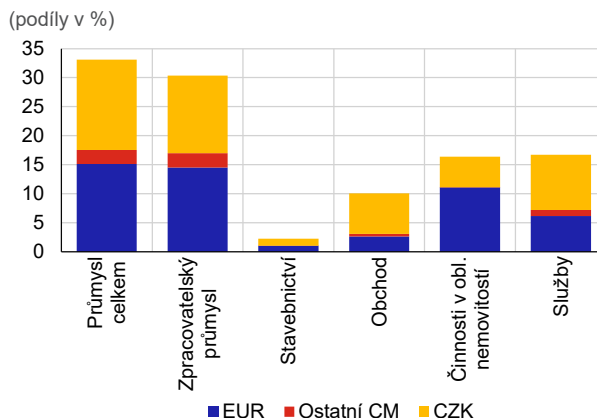
V posledním období se zvýšilo financování podniků ze zahraničí. Podíl úvěrového financování ze zahraničí od loňského roku mírně vzrostl na 52 %. V uvedeném vývoji se odrážel zejména nárůst vnitropodnikových půjček ale i ostatních forem zahraničního financování. V rámci vnitropodnikových půjček vzrostly především krátkodobé úvěry v cizí měně. To mohlo být v podmínkách zvýšených ekonomických nejistot ovlivněno mimo jiné i snahou o konsolidaci finančních prostředků v rámci skupiny a využitím nižších úrokových sazeb u zahraničního financování. Současně nelze vyloučit možné zapojení syndikovaných úvěrů za účasti domácích bank.

Vnitropodnikové půjčky v rámci přímých zahraničních investic nejvíce čerpají průmyslové podniky, což souvisí s jejich vlastnickým a obchodním propojením se zahraničím (Graf 3). Podíl průmyslu na vnitropodnikových půjčkách dosahuje 33 % a je tažen především zpracovatelským průmyslem (z toho automobilový průmysl se pohybuje na úrovni 7 %). Prostřednictvím svých matek v zahraničí se dále financují firmy zabývající se činnostmi v oblasti nemovitostí a ve službách, jejichž podíl na celkových vnitropodnikových půjčkách je mírně nad úrovní 15 % u každé z uvedených kategorií. Okolo 10 % z celkových mezipodnikových půjček připadá na odvětví obchodu a menší část na stavebnictví (zejména na výstavbu budov). Ostatní odvětví mají velmi nízký podíl na tomto typu financování.

Euroizace vnitropodnikových půjček v rámci přímých investic se zvýšila, v souhrnu je však zhruba polovina tohoto financování stále denominována v domácí měně a je ovlivněna nastavením měnové politiky ČNB. Oproti předcovidovému období se podíl eurových úvěrů v rámci PZI zvýšil především v průmyslu (zhruba na polovinu), u činnosti v oblasti nemovitostí (na téměř dvě třetiny) a ve službách (na více než dvě pětiny). Uvedené zvýšení euroizace bylo zaznamenáno zejména v letech 2020 a 2021, následně došlo k určité stabilizaci s výjimkou odvětví zaměřených na realitní trh (tj. činnosti v oblasti nemovitostí a stavebnictví).

V průmyslu představují vnitropodnikové půjčky ze zahraničí zhruba polovinu financování, zatímco ve většině ostatních odvětví mají významný podíl bankovní úvěry (Graf 4). Ve struktuře financování prostřednictvím dvou nejvýznamnějších zdrojů (tzn. zahrnující vnitropodnikové půjčky a bankovní úvěry) mají v průmyslu vnitropodnikové půjčky podíl 52 %, ve většině ostatních odvětvích je to pouze zhruba jedna třetina. To ukazuje na stále významný zdroj financování prostřednictvím úvěrů poskytovaných domácími bankami.

Graf 3  
Vnitropodnikové půjčky českých podniků v rámci PZI ve vybraných odvětvích

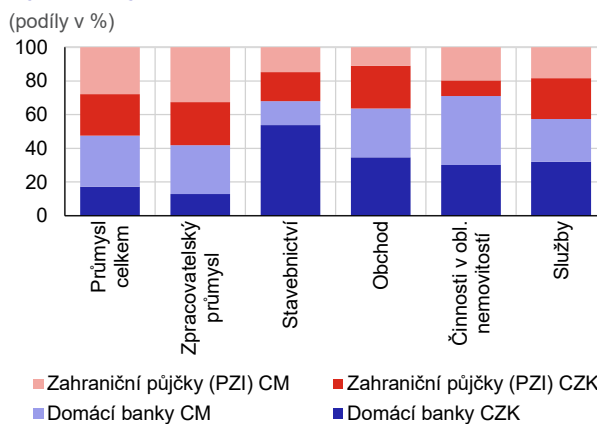


Pozn.: Poslední údaje o struktuře vnitropodnikových půjček jsou k dispozici za rok 2023.

Zbývající část podílu vnitropodnikových půjček ze zahraničí připadá především na finanční a pojišťovací činnosti, které souvisí s financováním finančních neměnových institucí.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 4  
Struktura financování prostřednictvím domácích bank a vnitropodnikových půjček v rámci PZI v jednotlivých odvětvích



Pozn.: Údaje jsou ke konci roku 2023.

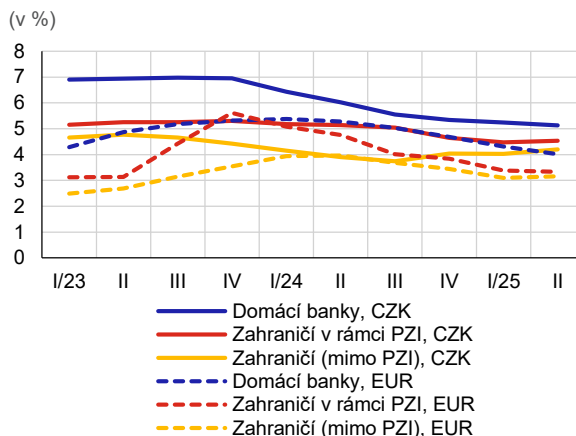
Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

**Úrokové sazby z podnikových úvěrů čerpaných v zahraničí se v posledních letech většinou nacházely na nižší úrovni než sazby z úvěrů od domácích bank, a to bez ohledu na měnu (Graf 5).** V tom se odráží mimo jiné i skutečnost, že přístup k zahraničnímu financování mají zpravidla větší podniky s nižší rizikovostí, vyšší vyjednávací silou, a tedy i nižší úrokovou marží. Sazba z korunových úvěrů poskytnutých domácími bankami se splatností nad jeden rok dosahovala v polovině roku 2025 zhruba 5 %, zatímco z korunových úvěrů čerpaných v zahraničí (v rámci přímých i ostatních investic) se úroková sazba pohybovala mírně nad 4 %. V případě eurových úvěrů byly uvedené úrokové sazby přibližně o 1 procentní bod nižší.

**Podíl úvěrů podniků poskytovaných tuzemskými bankami v eurech se po minulém výrazném nárůstu mírně snížil do blízkosti dlouhodobého trendu (Graf 6).** Tento podíl dosáhl v červnu 2025 49 %, u úvěrů ve všech cizích měnách se pohyboval ve výši 50 %. Ke snížení podílu eurových úvěrů přispěla cyklická složka, do jejíhož vývoje se promítal pokles a následná stabilizace úrokového diferenciálu domácích a eurových sazeb na úrovni zhruba 1 procentního bodu oproti svému vrcholu ve výši 6,7 procentních bodů v roce 2022. Od poloviny roku 2021 totiž pozorujeme poměrně silnou korelaci mezi úrokovým diferenciálem a podílem eurových úvěrů. Také v následujícím období pravděpodobně bude úrokový diferenciál eurového financování tlumit. Z hlediska podílu jednotlivých odvětví na eurových úvěrech od domácích bank se snížily zejména příspěvky obchodu a průmyslu, což v případě průmyslu mohlo souviset s uvedeným nárůstem vnitropodnikových půjček ze zahraničí, ale i s poklesem eurových úvěrů malých průmyslových podniků v důsledku splácení úvěrů především krátkodobého charakteru (Graf 7). Strukturální (trendová) složka podílu eurových úvěrů ovlivněná vysokou obchodní provázaností České republiky s eurozónou, snahou podniků o přirozené zajištění proti kurzovému riziku ale i legislativními změnami spojenými například s vedením účetnictví v eurech však bude nadále přispívat k dlouhodobě rostoucímu trendu eurového financování i v následujícím období.

**Působení nerovných podmínek při financování podniků se vlivem poklesu úrokové diferenciálu domácích a eurových sazeb snížilo.** Eurové úvěry čerpají zejména větší podniky. Tyto úvěry měly v minulém období výrazně nižší úrokové sazby oproti korunovým úvěrům, kterými se financují především malé podniky mající omezený přístup k eurovým úvěrům. To vytvářelo nerovné podmínky, které však vlivem poklesu diferenciálu domácích a eurových sazeb do určité míry odezněly. Úvěry malým a středním podnikům přitom nadále tvoří významnou část celkových bankovních úvěrů (65 %), přičemž 42 % nadále tvoří úvěry malým podnikům, které jsou značně závislé na financování v domácí měně. Snížení domácích úrokových sazeb se v posledním období přenášelo do sazeb z korunových úvěrů velkých podniků s o něco vyšší intenzitou než u menších firem. Sazba z korunových úvěrů malým a středním podnikům

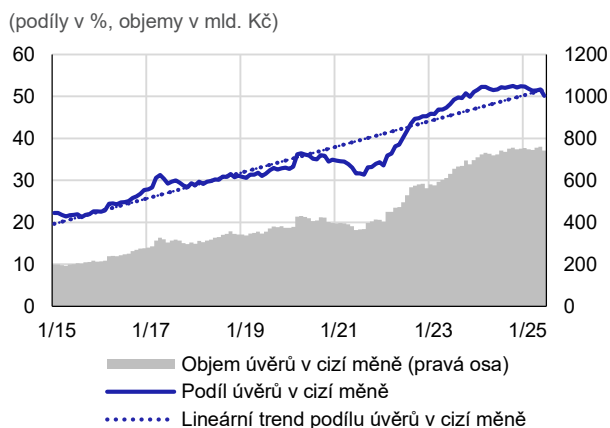
**Graf 5**  
**Úrokové sazby z úvěrů podnikům od tuzemských bank a ze zahraničí se splatností nad jeden rok**



Pozn.: Graf zachycuje úrokové sazby ze stavů úvěrů nefin. podnikům od tuzemských bank a ze zahraničí. Úrokové sazby z úvěrů ze zahraničí vycházejí z výběrového šetření v rámci externích statistik ČNB, které poskytuje informace o úvěrech od určité limitní hranice se splatností nad 1 rok a jejich úrokových sazbách. Obdobně byly propočteny úrokové sazby z úvěrů se splatností nad 1 rok poskytnuté tuzemskými bankami. Údaje o úrokových sazbách jsou ke konci daného období.

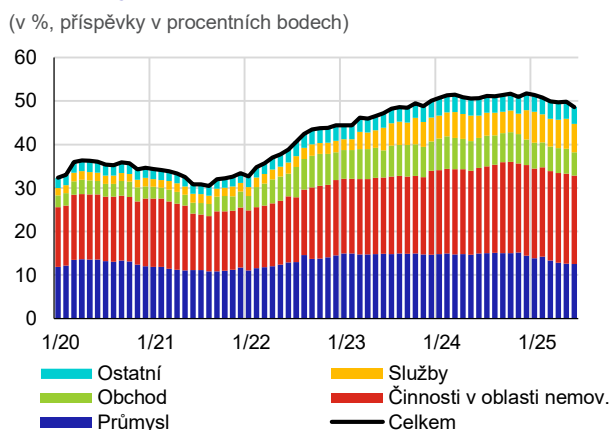
Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

**Graf 6**  
**Úvěry podniků v cizí měně od domácích bank**



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

**Graf 7**  
**Rozklad podílu eurových úvěrů od domácích bank na celkových úvěrech podniků dle odvětví**



Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

se v červnu 2025 pohybovala na úrovni 5,5 %, u velkých podniků dosáhla 4,4 %. Rozpětí mezi těmito sazbami se rozšířilo, je však v blízkosti předcovidových hodnot.

**Poměrně vysoký stupeň euroizace může za určitých okolností ovlivnit transmissi měnové politiky i citlivost ekonomiky na vnější šoky.** Nedávná empirická studie<sup>27</sup> ukázala, že podíl cizoměnových úvěrů ovlivňuje transmissi domácí měnové politiky v závislosti na typu šoku: v případě domácích inflačních šoků dochází při zvýšení úrokových sazeb k oslabení přenosu nárůstu úrokové sazby na náklady firem, což ovlivňuje účinnost domácí měnové politiky – inflačního cíle může být dosaženo s nižším nárůstem základních sazeb. V případě asymetrických zahraničních a kurzových šoků je účinnost měnové politiky oslabená a činí domácí ekonomiku zranitelnější vůči vnějším šokům. V podmínkách globálních nabídkových šoků (např. zdražení energií) cizoměnové úvěry zvyšují nákladovost firem a snižují účinnost domácí měnové politiky, což vyžaduje razantnější zvýšení sazeb, zatímco u globálních poptávkových šoků je situace opačná.

## Závěr

**Podíl eura ve financování podniků zůstává na relativně vysoké úrovni, spontánní euroizace se po minulém výrazném nárůstu v posledním období do určité míry stabilizovala.** Eurové úvěrové financování českých podniků u domácích bank se vlivem poklesu cyklických faktorů mírně snížilo, vzrostlo však cizoměnové financování podniků ze zahraničí. K růstu euroizace přispívají mimo jiné i strukturální faktory spojené s některými legislativními změnami. To má vliv na účinnost domácí měnové politiky v malé ekonomice s vlastní měnou a vysokým obchodním a vlastnickým propojením se zahraničím.

---

<sup>27</sup> Podrobněji viz Working Paper Series 10/2025, ČNB (autorů Audzei, Brůha, Sutóris): „[Does Firms' Financing in Foreign Currency Matter for Monetary Policy?](#)“

## 2.4 KURZ KORUNY A KONKURENCESCHOPNOST – PŘEKÁŽKA NEBO ARGUMENT PRO EURO?

Jan Brůha, Luboš Komárek a Martin Motl

Měnový kurz představuje jeden z klíčových stabilizačních prvků české ekonomiky, neboť umožňuje domácímu hospodářství vyrovnávat se s negativními dopady nepříznivého vývoje v zahraničí. V tomto článku analyzujeme vliv kurzu na konkurenceschopnost ekonomiky prostřednictvím metody lokálních projekcí.<sup>28</sup> Pokud by oslabení domácí měny (tzv. depreciační šok) zvyšovalo konkurenceschopnost tuzemských firem, mohlo by to být dodatečným argumentem pro zachování vlastní měny. Naše výsledky hypotézu o příznivém působení slabší koruny na tuzemskou konkurenceschopnost nepotvrzují. Ve velmi krátkém období však její oslabení vede k časově omezené úlevě ve formě poklesu jednotkových nákladů na práci. Je však potřebné zdůraznit, že se jedná pouze o dílčí zjištění, nikoliv o komplexní hodnocení ekonomických dopadů zavedení eura v České republice.

**Úspěšný vstup do eurozóny vyžaduje víc než splnění Maastrichtských kritérií.** Zkušenost ukazuje, že země by měla vstupovat do měnové unie ve stavu, který zajistí stabilní a efektivní fungování její ekonomiky v rámci unie. Tento požadavek vychází z teorie optimálních měnových oblastí a je také pragmatickým zájmem stávajících i budoucích členů eurozóny. Maastrichtská kritéria však představují pouze základní podmínky, ale sama o sobě nezaručují dlouhodobou připravenost na efektivní fungování země v měnové unii. Pro správné načasování vstupu do eurozóny je proto nutné sledovat širší soubor ukazatelů, mezi nimiž hraje klíčovou roli měnový kurz a s ním související cenová konvergence.

**Přijetí společné měny znamená ztrátu měnového kurzu jako stabilizačního nástroje.** Země s vlastní měnou může využívat kurz k částečnému zmírnění makroekonomických problémů, neboť jeho oslabení může dočasně zlepšit cenovou konkurenceschopnost. Podle Michla (2016) je proto v rámci hodnocení připravenosti země na vstup do měnové unie nezbytné zkoumat, mimo jiné, také vliv depreciační na konkurenceschopnost.

**Oslabení kurzu může zlepšit cenovou konkurenceschopnost pouze tehdy, pokud mzdy nereagují na oslabení kurzu výrazněji než ceny výrobců či vývozců.** Pokud mzdy rostou stejně rychle nebo rychleji než ceny, dochází k růstu jednotkových nákladů práce a konkurenční výhoda plynoucí z oslabení kurzu se

vytrácí. Cílem této empirické analýzy proto bylo zhodnotit reakci cen a mezd na kurzové šoky v české ekonomice.<sup>29</sup> Sledovala přitom vztah mezi kurzovými šoky a vývojem cen výrobců (PPI), cen vývozců, mezd a jednotkových nákladů práce (ULC).

**K analýze dopadů kurzových šoků jsme využili metodu lokálních projekcí.** Opírali jsme se přitom o přístup Jordy (2005) ve dvou variantách: jednak postup dle Barnichona a Brownleese (2019), který snižuje variabilitu odhadů, jednak o postup umožňující zachytit časově proměnlivou dynamiku impulzních odezev.<sup>30</sup> Nejprve jsme identifikovali strukturální kurzové šoky<sup>31</sup> na základě modelů rovnovážného reálného měnového kurzu. Konkrétně jsme odhadli rovnovážný kurz CZK/EUR jako průměr výsledků modelů BEER a FEER (Komárek a Motl, 2012), přičemž odchylka od této rovnovážné hodnoty umožnila odhadnout kurzové šoky. Tyto šoky pak vstupovaly do metody lokálních projekcí, jejímž cílem bylo zhodnotit impulzní odezvu vybraných makroekonomických veličin. Empirické odhady byly provedeny na čtvrtletních datech od roku 2000 po současnost.

**Výsledky provedené analýzy ukazují, že v reakci na depreciační kurzový šok dochází k dočasné změně inflace cen výrobců, vývozců i mzdové inflace.** Odhad impulzních odezev pro časově neproměnlivý model (Graf 1, modrá čára) naznačuje, že depreciační šok je následován růstem inflace cen výrobců, mírným růstem

<sup>28</sup> Tento článek navazuje na tematickou kapitolu 2 (autorů Brůha, Komárek, Motl) [Analýz sladění 2023](#): Měnový kurz jako dílčí indikátor pro (ne)přijetí eura. Oproti předchozí verzi autoři přinášejí přidanou hodnotu ve dvou aspektech: (i) rozšiřují data o dva pokrizové roky, (ii) pro robustnost používají i variantu metody s časově proměnlivými parametry, které umí zachytit potenciální změnu transmise v čase.

<sup>29</sup> Naše analýza se týká výhradně krátkého až středního horizontu, ve smyslu stabilizační funkce kurzu na cyklické šoky. V dlouhodobém horizontu pochopitelně devalvace kurzu prosperitu a vyšší podíl na mezinárodních trzích přinést nemůže.

<sup>30</sup> Zvolili jsme přístup aditivních hladkých koeficientů (additive smoothed coefficients, Li a Racine, 2007), který je založen na převážení dat: časově proměnlivé koeficienty jsou odvozeny od toho, jak se mění v čase váhy jednotlivých pozorování.

<sup>31</sup> Měnový kurz se totiž nemění jen vlivem aktuálních šoků a faktorů, ale odráží také to, co se v ekonomice dělo v minulosti. Kdybychom tedy modelovali odezvy na „změny kurzu“ místo na „čisté šoky“, smíchali bychom dohromady dopad šoků s dozvuky minulých makroekonomických vlivů. Výsledky by tedy nebyly konzistentní.

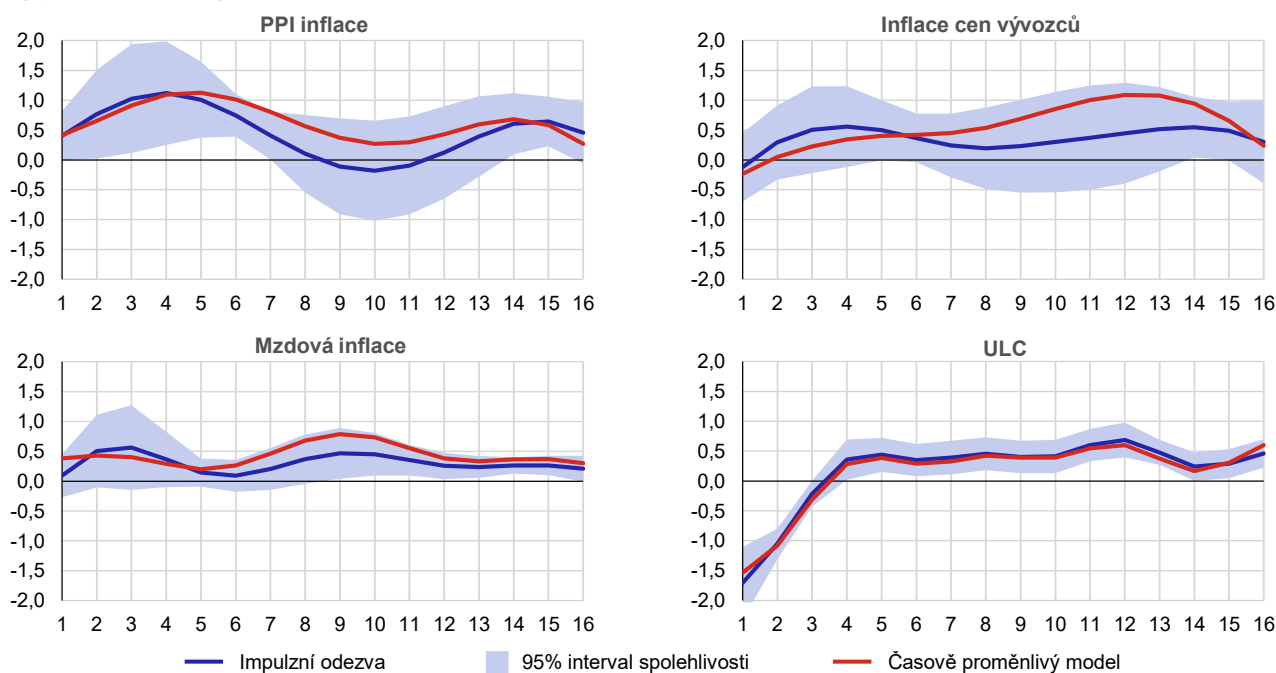
cen vývozců a mírně zvýšenou mzdovou inflací. To vede k tomu, že počáteční příznivý efekt do konkurenceschopnosti (měřené jako jednotkové náklady práce, ULC) se brzy převrátí na nepříznivou stranu a ULC začínají růst. Depreciační kurzový šok má tedy pouze dočasný pozitivní efekt na cenovou konkurenceschopnost.

**Podobné výsledky přináší i model s časově proměnlivými parametry, který dokáže lépe zachytit případné změny reakce ekonomiky na šoky.** Odhady impulzní

odezvy v situaci, kdy se nejnovějším datům přisuzuje nejvyšší váha a u historických pozorování váha postupně klesá s tím, jak daleko postupujeme do minulosti, ukazují mírně rychlejší růst cenové i mzdové inflace ve střednědobém horizontu oproti základnímu modelu (Graf 1, červená čára). Tyto rozdíly však nejsou výrazné ani statisticky významné, u jednotkových nákladů práce jsou rozdíly zanedbatelné. To znamená, že ani v souvislosti s krizovým vývojem posledních pěti let nedošlo k zásadní změně reakce ekonomiky na depreciační šok.

Graf 1  
Impulzní odezvy na depreciační kurzový šok

(v procentních bodech)



Pozn.: Jedná se o impulzní odezvy do analizovaných mezičtvrtletních růstů. Na ose x je doba od okamžiku šoku ve čtvrtletích.

Zdroj: Výpočet ČNB

**Uvedené závěry zůstávají v platnosti i po provedení řady citlivostních analýz.** V rámci nich jsme vyloučili období tzv. kurzového závazku a období, kdy ČNB byla aktivní na devizovém trhu v letech 2020 a 2022, a použili jinou identifikaci kurzových šoků.<sup>32</sup> Výsledky citlivostních analýz nejsou zásadně odlišné od hlavních závěrů, což zvyšuje důvěru ve spolehlivost provedené analýzy.

## Závěr

**Depreciační kurzový šok může ekonomice přinést krátkodobou úlevu ve formě poklesu jednotkových mzdových nákladů, tento efekt je však pouze dočasný.**<sup>33</sup> V reakci na depreciační kurzový šok přechodně dochází ke změně inflace cen výrobců, vývozců i mzdové inflace, ale vzhledem k širokým intervalům

spolehlivosti není možné jednoznačně určit, zda dochází k rychlejšímu růstu cen výrobců nebo mezd. Impulzní odezva jednotkových nákladů práce nicméně ukazuje, že úleva v podobě jejich poklesu je po depreciačním šoku jen krátkodobá. V delším období tak oslabení koruny nezajistí vyšší konkurenceschopnost či prosperitu.

**Na závěr je potřeba upozornit, že jsme zkoumali pouze jeden specifický aspekt nákladů přijetí eura – zda kurzový šok přinese konkurenční výhodu.** Makroekonomické náklady a přínosy eura jsou problematika, která má mnoho rozměrů a není možné ji redukovat pouze na jedno, byť významné, kritérium. Tato analýza tedy přináší jeden z mnoha pohledů na posouzení nákladů a přínosů přijetí eura, bez ambice poskytnout konečné doporučení, které je komplexnějším problémem.

<sup>32</sup> Konkrétně jsme použili „řídový“ filtr navržený Andriem a Brúhou (2023).

<sup>33</sup> K tomuto závěru dospěla také předešlá analýza publikovaná v [Analýzách sladění 2023](#).

## 2.5 INFLAČNÍ VLNA V EVROPSKÝCH ZEMÍCH: JAKÝ JE VLIV EURA VE SROVNÁNÍ S OSTATNÍMI FAKTORY?

Jan Brůha

Inflační vlna pozorovaná po pandemii koronaviru a během energetické krize zasáhla evropské země rozdílnou silou. V tomto článku představená analýza ukazuje, že klíčovým faktorem byly před-pandemické charakteristiky ekonomik, zejména míra jejich přehřátí, relativní vyspělost a energetická náročnost. Nejprudší nárůst cen zaznamenaly méně vyspělé přehřívající se ekonomiky s relativně vyšší energetickou intenzitou. Země platící eurem vykázaly *ceteris paribus* nižší inflaci, tento vliv je ale ve srovnání s ostatními faktory relativně malý.

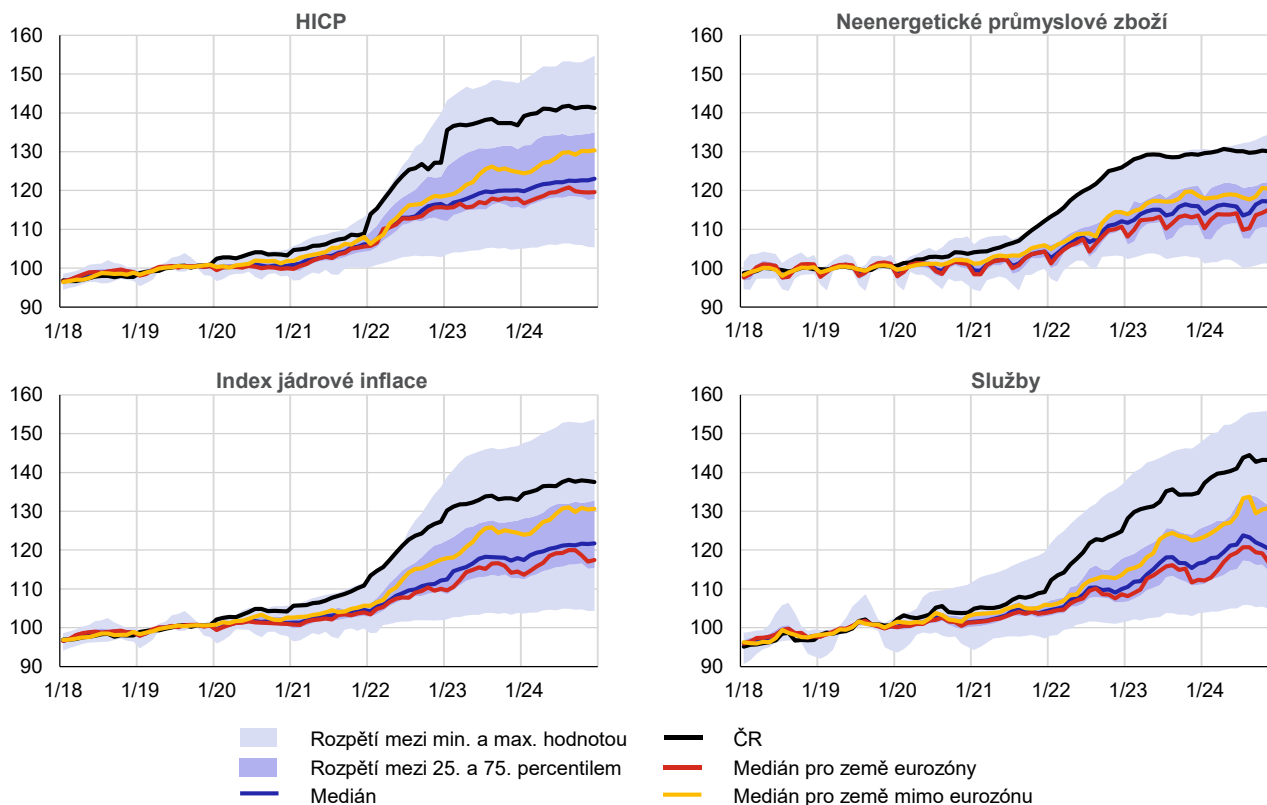
**V důsledku dvou nedávných šoků – pandemie covidu-19 a energetické krize – zaznamenala Česká republika jeden z nejvyšších nárůstů cenové hladiny mezi evropskými zeměmi.** Pohled na distribuci vybraných cenových indexů ve vyspělých zemích Evropy ukazuje, že nárůst těchto indexů v České republice se v průběhu krizových let nacházel nad 75. percentilem (tedy nad horní hranicí mezikvartilového rozpětí, viz Graf 1). Podobně dramatický nárůst zaznamenaly země

jako je Maďarsko, Polsko a pobaltské země. Naopak nejnižší nárůsty indexů byly zaznamenány ve Švýcarsku, Dánsku nebo Finsku. Ačkoliv jsou v obou skupinách zemí (tj. s nejnižšími i nejvyššími nárůsty cenových indexů) jak země platící eurem, tak země s vlastní měnovou politikou, byl mediánový nárůst cenových indexů nižší u zemí eurozóny – například u jádrové inflace byl průměrný roční nárůst indexu v eurozóně 3,4 %, kdežto v zemích mimo eurozónu 6 %. Podobné rozdíly jsou i u ostatních indexů.

Graf 1

### Inflační vlna v evropských zemích

(indexy, 2019 = 100)



Pozn.: V grafu je znázorněná distribuce indexů ve 30 vyspělých evropských zemích: všechny země EU a dále Švýcarsko, Norsko a Island. Spojené království bylo vynecháno z důvodu nemožnosti získat všechna data ve srovnatelné metodologii.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

### Rozdílná velikost inflační vlny po pandemii a energetické krizi ukazuje, že šoky stejného původu se v jednotlivých zemích přenáší do inflace odlišně.

Pro porozumění těmto rozdílům je důležité identifikovat hlavní faktory, které heterogenitu mezi zeměmi vysvětlují. Taková analýza je klíčová jak pro tvorbu hospodářské politiky, tak pro nastavení koordinace v rámci EU a eurozóny. Z hlediska této publikace je pak relevantní zejména otázka, zda – při zohlednění dalších faktorů – byla inflační vlna v ekonomikách platících eurem systematicky odlišná od zemí mimo eurozónu.

**Pro analýzu jsme zvolili empirický přístup, který umožňuje zkoumat vliv jednotlivých faktorů na velikost inflační vlny.** Naproti tomu neokkeynesiánské strukturální modely by v tomto kontextu přinesly jen triviální závěr, že pokud by centrální banky zvýšily sazby více a dříve, inflace by byla nižší – což odpovídá standardnímu transmisnímu mechanismu.<sup>34</sup> Vliv eura by se pak mechanicky dopočítal jako rozdíl měnověpolitických sazeb v domácí ekonomice a sazeb v eurozóně a vynásobil by se příslušnou impulzní odezvou. Takový mechanický přístup je však v časech mimořádných šoků, kdy může být Phillipsova křivka nelineární a cenové tlaky nebývaly silné, jen málo informativní. Empirický přístup naopak umožňuje zkoumat, které předpandemické charakteristiky ekonomik skutečně vysvětlují rozdíly ve velikosti inflační vlny, a tedy i to, zda země platící eurem měly systematicky odlišnou inflaci i při zohlednění jiných faktorů.

**V empirické analýze jsme se zaměřili zejména na předpandemické charakteristiky ekonomik, abychom mohli identifikovat faktory, které země nasměrovaly k vyšší, či nižší inflaci.** Uvažovali jsme také některé proměnné, jejichž dynamika může být do značné míry ovlivněna exogenními faktory. Naopak proměnné, které samy mohly být zásadně ovlivněny průběhem inflační vlny (např. dynamika nominálních mezd nebo růst peněžní zásoby), jsme vědomě vynechali, protože by vedly k obtížné interpretaci příčin a následků.<sup>35</sup> Analýza tedy nepostihuje všechny faktory inflace, ale ukazuje, jak se předchozí stav ekonomik promítl do rozdílů v inflaci. Nemá tak za cíl detailně vysvětlit dynamiku inflace v rámci konkrétní země, ale spíše může sloužit k identifikaci „inflačního podhoubí“, které v průběhu dramatických šoků může přispět k inflaci v různých zemích s různou intenzitou.

### Byly uvažovány následující determinanty:

- Předkrizové přehřátí ekonomiky**  
 Teorie nelineární Phillipsovy křivky říká, že cenový šok, který postihne přehřátou ekonomiku, má větší dopad do inflace.<sup>36</sup> Přehřátí se také může promítnout ve vyšších inflačních očekáváních, což může efekt šoků dále zvyšovat. Míru přehřátí ekonomiky měříme pomocí odchylky inflace od 2 % (tj. hodnoty obvykle chápané jako cenová stabilita)<sup>37</sup> v posledním předpandemickém roce 2019.
- Relativní vyspělost, resp. konvergence**  
 V zemích, kde dosud plně neproběhla nominální konvergence, mohli producenti využít inflační vlnu k dohánění cen. Relativní vyspělost měříme jako logaritmus podílů HDP v roce 2019 v paritě kupní síly dané země vůči mediánu uvažovaných zemí.<sup>38</sup>
- Energetická intenzita**  
 V ekonomikách, které na jednotku HDP potřebují více energie, může mít šok do cen energií větší dopad. Energetickou intenzitu měříme podílem spotřeby energie v kilogramech ropného ekvivalentu na 1 000 euro HDP v paritě kupní síly.
- Nárůst cen energií**  
 Mezi evropskými zeměmi se vývoj cen energií lišil mimo jiné v závislosti na energetickém mixu a podpůrných politikách. Do analýzy vstupují ceny energií ve formě růstu indexu cen energií mezi roky 2019 a 2024.
- Fiskální expanze**  
 Prováděná ad hoc fiskální opatření na podporu ekonomiky se mezi zeměmi značně lišila. Fiskální expanze může působit na inflaci skrze růst domácí poptávky.<sup>39</sup> Pro účely této analýzy ji měříme jako odchylku růstu poměru vládních výdajů k HDP od předpandemického trendu.
- Měnový kurz**  
 Depreciace měnového kurzu se promítá do dovozních cen, je tedy jedním z inflačních faktorů.<sup>40</sup> Jedná se o kumulovanou změnu mezi lety 2024 a 2019.
- Členství v eurozóně**  
 Pokud se v dané zemi platí eurem, spotřebitelé mají snazší možnost mezinárodního srovnání cen, producenti proto čelí větší konkurenci a menšímu prostoru pro razantní zvyšování cen.

<sup>34</sup> Propočít pro českou ekonomiku v období pandemie covidu-19 je obsažen např. v blogovém článku na webu ČNB (autorů Král, Musil, Tvrz): [Měnová politika posledních dvou let ve zpětném zrcátku aneb čemu se podařilo zabránit](#).

<sup>35</sup> V ekonometrii se mluví o tzv. „bad controls“, viz např. Angrist a Pischke (2014).

<sup>36</sup> Harding et al. (2023).

<sup>37</sup> Alternativně jsme zvažovali také mezeru v nezaměstnanosti pro rok 2019. Výsledky jsou kvalitativně podobné.

<sup>38</sup> Pro analýzu byla uvažována také relativní cenová hladina. Relativní vyspělost a relativní cenová hladina jsou však na daném vzorku zemí silně zkorelované veličiny a použitá empirická metoda tak umí vybrat pouze jednu z nich. Pokud bychom pro analýzu použili relativní cenovou hladinu místo relativní vyspělosti, výsledky i jejich interpretace by zůstaly velmi podobné.

<sup>39</sup> Fiskální expanze může být skrze působení automatických fiskálních multiplikátorů do určité míry také endogenní. Nicméně vzhledem k zavádění ad hoc fiskálních opatření, která se mezi zeměmi lišila, ji také zařazujeme mezi možné prediktory.

<sup>40</sup> V klidných dobách je změna měnového kurzu endogenní veličina odrážející jeden z důležitých transmisních kanálů měnové politiky. V turbulentních dobách však bývá kurz pod vlivem nefundamentálních šoků a je ho tedy možné do určité míry považovat za neendogenní.

**Na základě těchto determinantů vysvětlujeme kumulativní nárůst čtyř cenových indexů během pěti krizových let (2020–2024):** celkový harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP), index cen neenergetického průmyslového zboží, index jádrové inflace a index cen služeb.<sup>41</sup> Data byla shromážděna pro 30 vyspělých evropských zemí, tj. všechny země EU, Švýcarsko, Norsko a Island.<sup>42</sup> Zdrojem většiny dat byl Eurostat, v několika málo případech byla chybějící data doplněna z webových stránek individuálních centrálních bank.

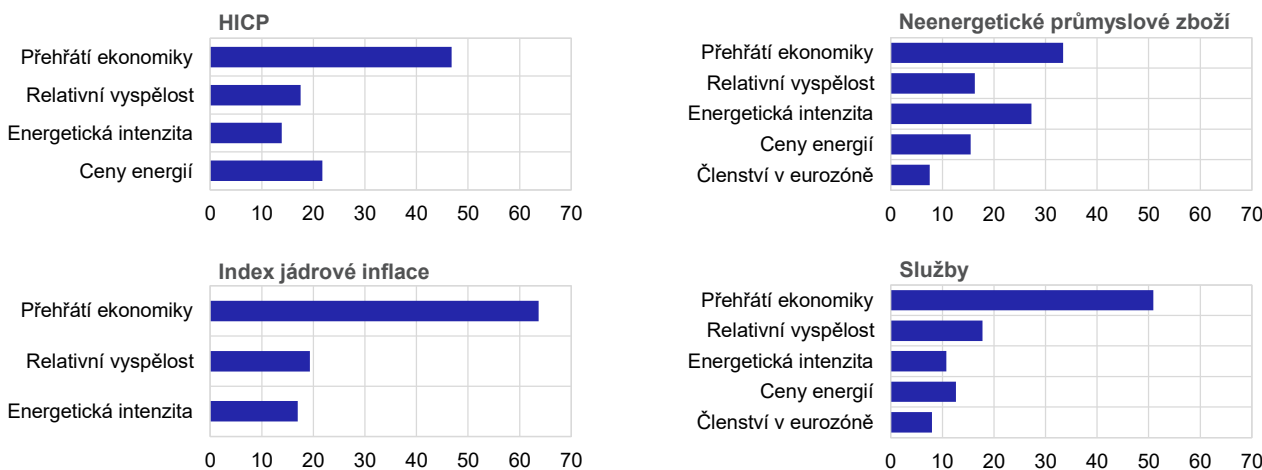
**Pro výběr klíčových determinantů jsme využili metodu strojového učení LASSO.** Tento postup umožňuje z množiny potenciálně důležitých proměnných vybrat pouze ty, které mají skutečně významnou vypovídací schopnost. Díky penalizaci příliš složitých modelů LASSO

omezuje riziko přeučení a zvyšuje tak robustnost výsledků.<sup>43</sup> Metoda tedy poskytuje transparentní a statisticky ukotvený způsob, jak z mnoha potenciálních faktorů vymezit několik nejdůležitějších.

**Dále jsme měřili význam jednotlivých faktorů k vysvětlení variability inflační vlny mezi zeměmi.** Po výběru proměnných metodou LASSO jsme odhadli model klasickou regresí.<sup>44</sup> Relativní důležitost vybraných faktorů jsme změřili pomocí Shapleyho dekompozice koeficientu determinace ( $R^2$ ), která spravedlivě rozděluje modelem vysvětlenou variabilitu mezi jednotlivé vysvětlující proměnné, přičemž zohledňuje jejich vzájemné korelace. Shapleyho hodnotu, tj. příspěvek jednotlivých determinantů identifikovaných metodou LASSO k vysvětlení vývoje zkoumaných cenových indexů, ukazuje Graf 2.

Graf 2  
Shapleyho dekompozice významnosti jednotlivých faktorů

(podíly v %)



Zdroj: Výpočet ČNB

**Nejvýznamnějším faktorem vysvětlující rozdíl inflačních vln mezi zeměmi je z hlediska statistických i ekonomických kritérií míra přehřátí jejich ekonomik v období před příchodem krizí.** U celkové inflace, jádrové inflace a inflace cen služeb přidává každý procentní bod předkrizového přehřátí zhruba 5 procentních bodů do celkového nárůstu indexu během pětiletého sledovaného období (tedy 1 procentního bodu ročně). U indexu cen průmyslového neenergetického zboží se jedná o menší (nicméně stále silný) vliv ve výši zhruba 3 procentních bodů. Skutečnost, že inflační šok působil silněji v přehřáté ekonomice, naznačuje, že i dočasná

odchylka od plnění inflačního cíle může mít dlouhodobé důsledky, a pokud se projeví výrazné nepříznivé faktory, může vést k výrazně vyšší inflaci, než by odpovídalo původnímu šoku.

**Dalšími významnými determinanty jsou relativní vyspělost ekonomik, nárůst cen energií a energetická náročnost.**<sup>45</sup> Vyšší nárůst cen energií i energetická náročnost vedly k rychlejšímu růstu všech sledovaných indexů, což je vzhledem k promítání cen energií do cen zboží a sužeb očekávatelné. Zvýšení cen energií o 1 procentní bod se promítlo do zvýšení celkové inflace

<sup>41</sup> Jedná se o analytické skupiny HICP publikované Eurostatem.

<sup>42</sup> Spojené království bylo vynecháno z důvodu nemožnosti získat všechna data ve srovnatelné metodologii.

<sup>43</sup> Parametr penalizace jsme nastavili pomocí křížové validace, která zajišťuje, že model není přizpůsoben pouze konkrétním datům, ale je použitelný obecně.

<sup>44</sup> Viz Belloni, Chernozhukov (2013).

<sup>45</sup> Tyto dva faktory byly identifikovány jako významné i v dalších analýzách ČNB, viz např. blogový článek na webu ČNB (autorů Adam, Schwarz): [Inflace v Evropě: vysvětlení rozdílů pomocí různých cenových hladin a energetické náročnosti](#).

přibližně o 0,3 procentního bodu, do zrychlení růstu cen neenergetického průmyslového zboží o 0,2 procentního bodu a cen služeb o 0,1 procentního bodu. Naopak vyšší relativní vyspělost ekonomik snižovala očekávaný růst cenových indexů, jinými slovy, inflace byla *ceteris paribus* vyšší v konvergujících zemích.

**Vliv členství v eurozóně na rozdíly v růstu cenových indexů mezi zeměmi je poměrně malý, avšak u neenergetického průmyslového zboží a služeb je již statisticky významný.** Kumulativní nárůst cenové hladiny byl – po zohlednění ostatních proměnných – v zemích platících eurem v průměru o 0,5 procentního bodu ročně nižší než v zemích mimo eurozónu. Ze všech identifikovaných determinantů se však jedná o faktor nejméně významný.

### Závěr













**Skutečnost, zda je země členem eurozóny, či nikoli, nehrála ve vysvětlení různého průběhu inflační vlny napříč evropskými zeměmi výraznou roli.** Mezi hlavními faktory byly identifikovány zejména předpandemické přehřátí ekonomiky, energetická intenzita a nárůst cen energií. Ve všech těchto faktorech se česká ekonomika nacházela v nevýhodné pozici a tyto determinanty tak ve zkoumaném období přispívaly k nadprůměrnému růstu cenových indexů v porovnání s ostatními evropskými zeměmi.

**Závěry této kapitoly se vztahují výhradně ke srovnání inflační vlny mezi evropskými zeměmi během konkrétních dvou mimořádných šoků.** Neměly by být chápány jako obecné tvrzení o dynamice inflace. Například fiskální expanze je obecně proinflační, avšak v naší empirické analýze se neprojevila jako významný faktor, což může souviset s relativně malými rozdíly ve fiskálních politikách mezi jednotlivými zeměmi. V období mimořádných šoků se navíc mohou projevit mechanismy odlišné od běžného fungování ekonomiky, zatímco v normálních dobách lze vycházet ze standardního transmisního mechanismu popsaného ve strukturálních makroekonomických modelech.

## 3 CHARTBOOK

### 3.1 CYKLICKÁ A STRUKTURÁLNÍ SLADĚNOST ČR S EUROZÓNOU

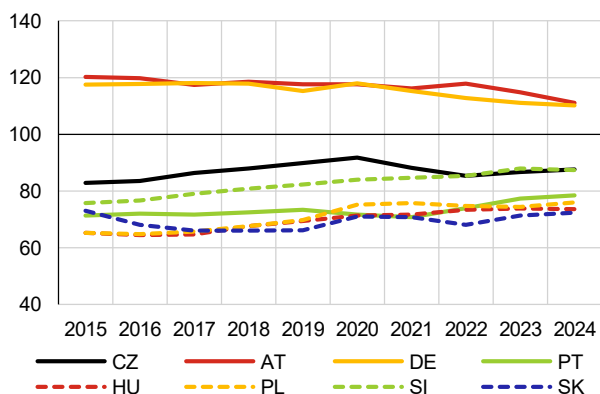
#### 3.1.1 PŘÍMÉ UKAZATELE SLADĚNOSTI

-  Reálná ekonomická konvergence<sup>46</sup>
-  Konvergence cenových hladin a mezd
-  Sladěnost cyklického vývoje ekonomické aktivity ČR a eurozóny
-  Strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou
-  Obchodní provázanost s eurozónou
-  Intenzita vnitrodvětvového obchodu s eurozónou
-  Vlastnická provázanost s eurozónou
-  Sladěnost finančního cyklu ČR a eurozóny
-  Konvergence úrokových sazeb k eurozóně
-  Volatilita kurzu české měny vůči euru
-  Sladěnost vývoje české koruny s eurem
-  Sladěnost finančních trhů

#### EKONOMICKÁ KONVERGENCE

**Konvergence českého HDP na hlavu v paritě kupní síly k průměru eurozóny od roku 2020 prakticky neprobíhala. Odstup od nejvyspělejších zemí eurozóny tak zůstává zřetelný.**

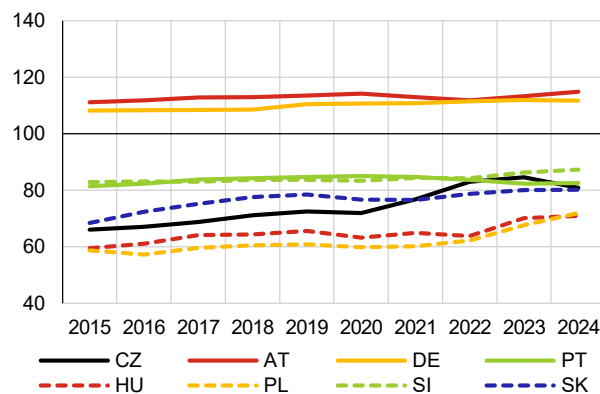
HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPS)  
(EA20=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Cenová hladina českého HDP se v roce 2024 od průměru eurozóny vzdálila.**

Cenová hladina HDP  
(EA20=100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

<sup>46</sup> Vysvětlení barvy a směru šipek je popsáno v [Úvodu](#) tohoto dokumentu.

**Reálný kurz koruny vůči euru v roce 2024 výrazně korigoval své předchozí posílení. Průměrné roční tempo zhodnocování reálného kurzu koruny za posledních deset let dosahuje 2,8 %.**

#### Reálný kurz vůči euru na bázi HICP

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	93,2	94,4	97,8	100,6	101,9	100,7	105,9	117,0	127,2	121,9
<b>AT</b>	103,3	104,1	104,8	105,2	105,5	105,4	106,8	107,1	109,4	110,0
<b>DE</b>	100,5	100,6	100,8	101,0	101,1	100,1	101,8	102,1	102,8	102,9
<b>PT</b>	99,9	100,3	100,3	99,7	98,9	97,4	96,9	96,7	96,5	96,8
<b>HU</b>	92,5	92,3	93,7	91,9	92,1	86,9	88,3	86,1	97,9	95,8
<b>PL</b>	96,0	91,6	94,0	93,4	93,4	92,3	93,3	94,9	103,0	110,0
<b>SI</b>	99,2	98,8	98,9	99,0	99,5	97,9	98,5	99,3	101,0	100,6
<b>SK</b>	101,6	100,9	100,7	101,5	103,1	103,7	105,1	108,7	114,5	115,4

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby v ČR se po osmi letech překlápily do kladných hodnot. K obratu ze záporných do kladných čísel došlo i v ostatních sledovaných zemích.**

#### Reálné tříměsíční úrokové sazby

(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	0,0	-0,4	-2,0	-0,7	-0,5	-2,4	-2,4	-7,4	-4,3	2,2
<b>AT</b>	-0,8	-1,2	-2,5	-2,4	-1,8	-1,8	-3,2	-7,6	-4,0	0,6
<b>DE</b>	-0,7	-0,6	-2,0	-2,2	-1,7	-0,8	-3,6	-7,7	-2,5	1,1
<b>PT</b>	-0,5	-0,9	-1,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	-7,2	-1,7	0,9
<b>HU</b>	1,5	0,5	-2,2	-2,7	-3,1	-2,6	-4,1	-4,6	-2,9	3,3
<b>PL</b>	2,5	1,9	0,1	0,5	-0,4	-2,8	-4,7	-6,4	-3,9	2,2
<b>SI</b>	0,7	-0,1	-1,9	-2,2	-2,0	-0,1	-2,5	-8,2	-3,5	1,6
<b>SK</b>	0,3	0,2	-1,7	-2,8	-3,0	-2,4	-3,2	-10,5	-6,8	0,4

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**České mzdy vyjádřené v eurech se v roce 2024 vzdálily od průměru eurozóny.**

#### Průměrná mzda na zaměstnance v EUR

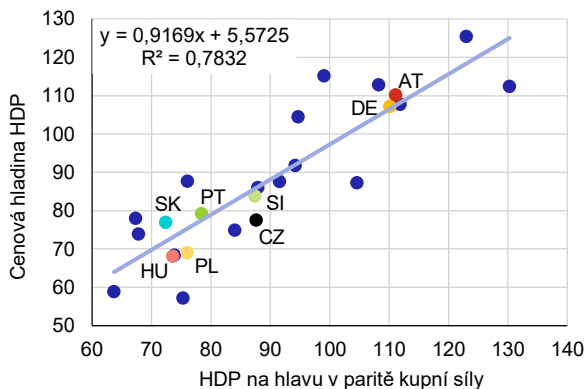
(EA=100)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	40,3	42,1	45,6	49,7	52,3	53,0	55,6	59,3	61,6	59,6
<b>AT</b>	112,6	113,8	113,6	114,3	114,9	117,4	115,9	116,2	117,9	122,3
<b>DE</b>	106,0	107,2	108,2	109,3	110,4	111,2	109,9	109,8	110,3	111,1
<b>PT</b>	52,4	52,3	52,4	53,6	55,1	56,3	57,2	57,7	59,3	61,3
<b>HU</b>	30,4	30,8	32,6	33,2	34,7	33,3	34,0	34,9	39,0	40,6
<b>PL</b>	33,2	32,9	35,0	36,8	37,7	38,4	37,5	39,3	44,0	49,9
<b>SI</b>	63,6	64,8	65,6	66,8	68,8	71,7	74,2	74,5	77,5	78,8
<b>SK</b>	40,4	40,7	42,1	43,7	45,6	47,5	48,7	49,3	51,7	53,1

Zdroj: AMECO, výpočet ČNB

**Česká cenová hladina se nachází pod úrovní, která by v rámci zemí EU odpovídala výši tuzemského HDP na hlavu.**

**HDP na hlavu v paritě kupní síly vs. cenová hladina**  
(2024, EA20=100)



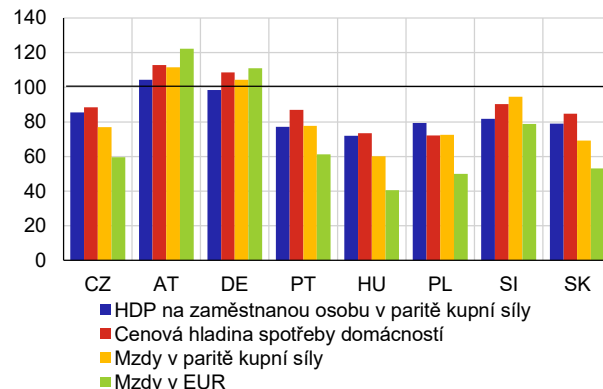
Pozn.: V grafu nejsou zahrnuty Lucembursko a Irsko z důvodů mnoha specifických tamních ekonomik, která vedou k mimořádně vysokým hodnotám HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Mzdy v paritě kupní síly v ČR dosahují 77 % průměru eurozóny. Při vyjádření v eurech činí pouze necelých 60 %.**

**Další ukazatele dlouhodobé konvergence**

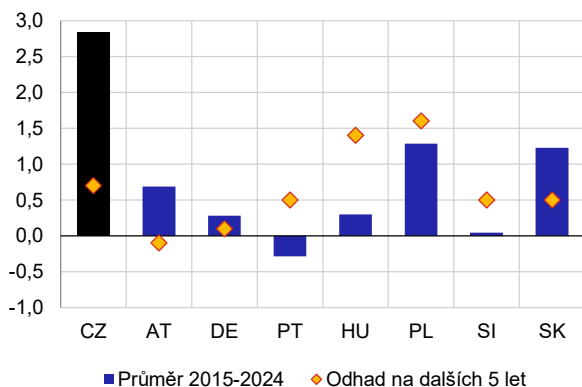
(2024, EA20=100 pro cenovou hladinu spotřeby domácností, EA=100 pro ostatní ukazatele)



Zdroj: Eurostat, EK, výpočet ČNB

**Reálný kurz koruny v posledním desetiletí v průměru posílil o 2,8 % za rok. Do budoucna je odhadované roční tempo jeho rovnovážného posilování 0,7 %.**

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

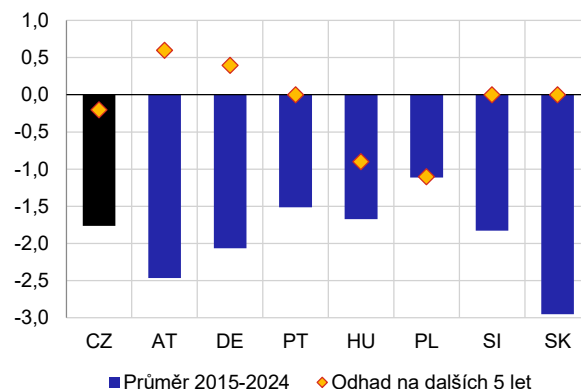


Pozn.: Graf znázorňuje geometrický průměr za roky 2015–2024. Odhad průměrného tempa rovnovážného reálného posilování kurzu na následujících pět let je spočítán na základě panelové regrese vztahující cenovou hladinu konečné spotřeby domácností ve srovnání s průměrem eurozóny k HDP v paritě kupní síly na hlavu.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Reálné úrokové sazby v ČR by se po přijetí eura pravděpodobně pohybovaly kolem nuly. Za posledních deset let se v průměru pohybovaly na úrovni -1,8 %.**

**Reálné 3M úrokové sazby:**  
průměr za poslední desetiletí a odhad na dalších 5 let při hypotetickém přijetí eura  
(v %, ex-post pojetí, deflováno HICP)



Pozn.: Údaj za období 2015–2024 je prostý aritmetický průměr. Odhad průměrné rovnovážné reálné úrokové sazby na dalších pět let při hypotetickém přijetí eura je odvozen z odhadu tempa rovnovážného reálného posilování kurzu při nulové rizikové prémii na peněžním trhu a předpokládané rovnovážné reálné úrokové sazby v eurozóně ve výši 0,5 %.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

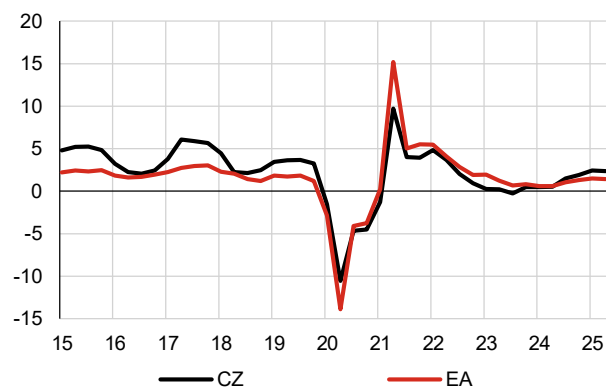
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## SLADĚNOST CYKLICKÉHO VÝVOJE EKONOMICKÉ AKTIVITY

**Tempo růstu české ekonomiky v posledním roce předstihlo tempo růstu ekonomiky eurozóny.**

#### Reálný HDP

(mzr. v %)



Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA

Zdroj: Eurostat

**Růst průmyslové produkce se od počátku roku 2025 opět pohybuje v kladných hodnotách.**

#### Index průmyslové produkce

(mzr. v %)

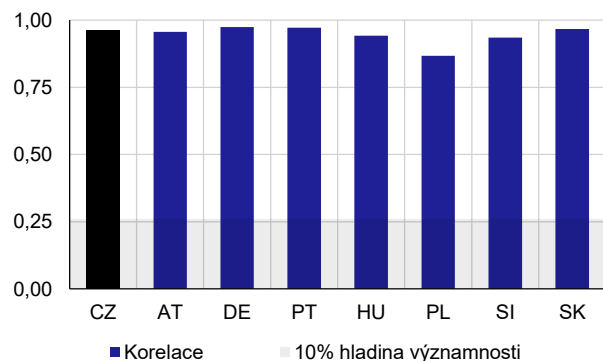


Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA

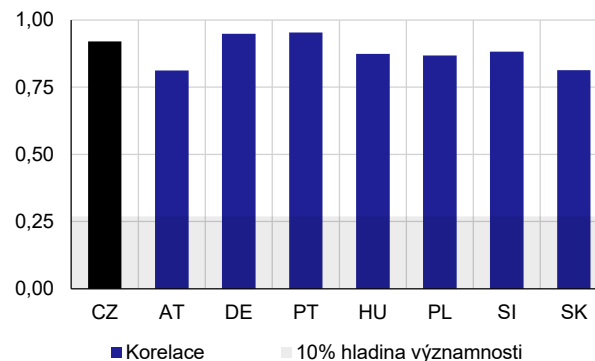
Zdroj: Eurostat

**Sladěnost ekonomické aktivity České republiky s eurozónou patří ve sledovaném vzorku zemí dlouhodobě mezi nejvyšší.**

#### Korelační koeficienty HDP s eurozónou



#### Korelační koeficienty vývozu do eurozóny s HDP eurozóny



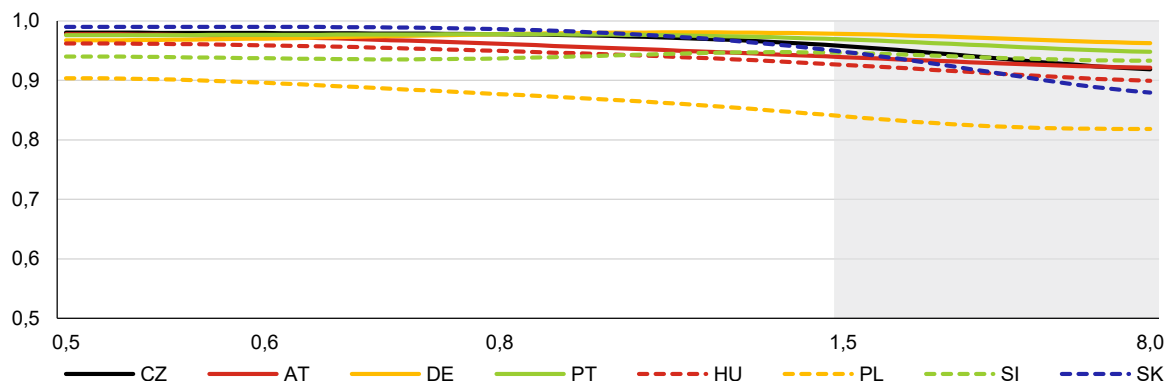
Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezonně očištěných dat z období 2015Q1–2025Q1. Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 10% hladině významnosti leží v šedé oblasti grafu (tj. hodnoty v šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti).

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## Vysokou míru sladěnosti hospodářské odezvy na šoky indikují i hodnoty dynamických korelací ekonomických cyklů ve sledovaném pásmu 1,5 až 8 let.

### Dynamické korelace ekonomické aktivity s eurozónou

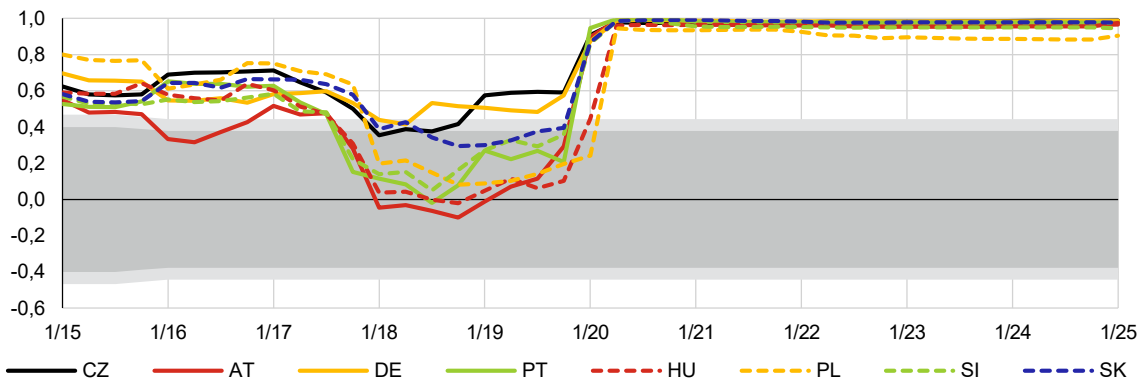


Pozn.: Základem pro výpočet jsou mezičtvrtletní diference logaritmu sezónně očištěných dat. Osa x je délka cyklu v letech. Šedá plocha vyznačuje sledované pásmo 1,5 až 8 let, kam svou časovou délkou zpravidla spadá typický hospodářský cyklus. Pro eurozónu byl použit agregát EA.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

## Z vývoje pětiletých klouzavých korelací ekonomické aktivity sledovaných zemí a eurozóny je zřejmé, že výrazný nárůst korelací v posledním období nastal v důsledku synchronizované reakce na společné externí šoky v podobě pandemie covidu-19, války na Ukrajině a energetické krize.

### 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 logaritmu sezónně očištěných dat.

Statistická významnost korelačních koeficientů je vyznačena podkladem v grafu: hodnoty statisticky významné na 5% hladině leží v bílé oblasti grafu, hodnoty statisticky významné na 10% hladině leží v bílé a světle šedé části grafu. Hodnoty v tmavě šedé části grafu nejsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

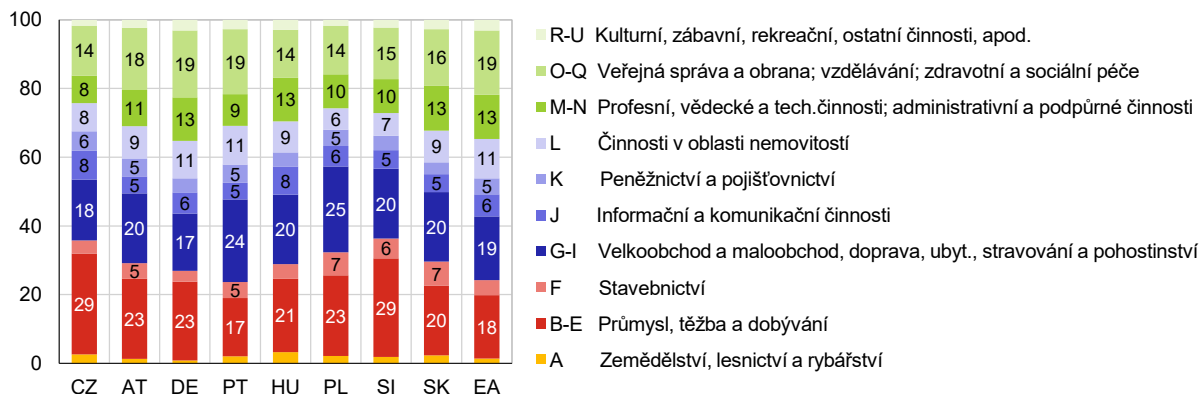
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## STRUKTURÁLNÍ PODOBNOST EKONOMIK

**Česká republika dlouhodobě vykazuje vyšší podíl průmyslu na HDP oproti eurozóně, v posledních letech dokonce nejvyšší ze všech sledovaných zemí.**

### Podíly ekonomických odvětví na HDP

(2024, v %)

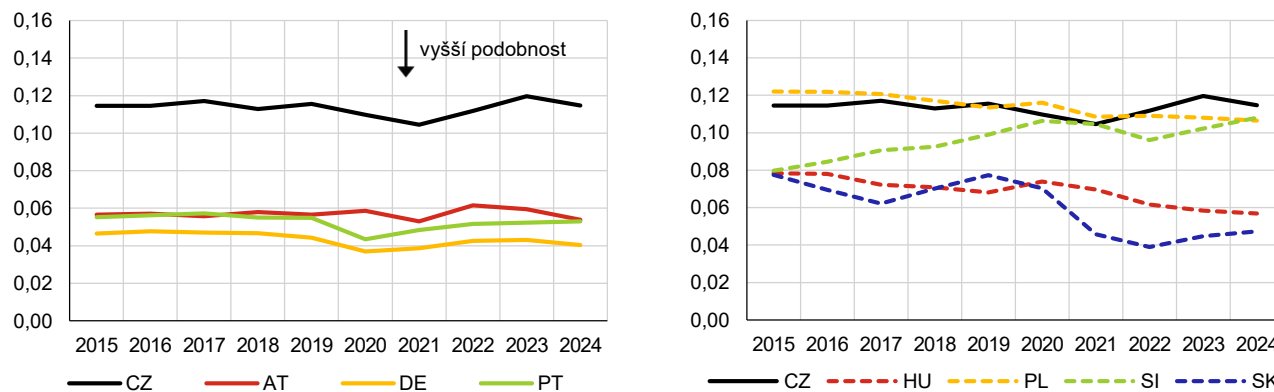


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Odišná struktura tvorby přidané hodnoty podle jednotlivých odvětví se promítá i do dlouhodobě relativně vysokých hodnot Landesmannova indexu, které značí menší podobnost českého hospodářství s ekonomikou eurozóny.**

### Strukturální podobnost ve vztahu k eurozóně

(Landesmannův index)



Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných ekonomik podobnější. Hodnoty indexu se liší od hodnot z dřívějších vydání této publikace z důvodu provedených datových revizí.

Pro eurozónu byl použit agregát EA.

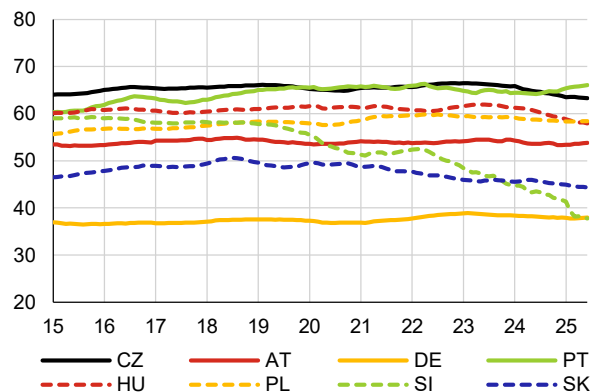
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## OBCHODNÍ A VLASTNICKÁ PROVÁZANOST EKONOMIK

**Česká republika vyvází do zemí eurozóny větší část svého zboží než většina sledovaných zemí, v poslední době však podíl vývozu do eurozóny na celkovém českém vývozu mírně poklesl.**

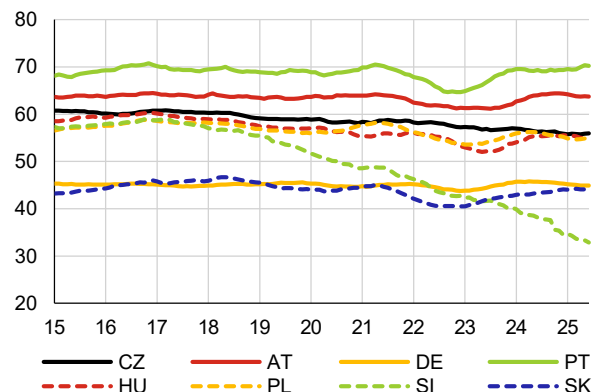
**Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu**  
(v %)



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.  
Pro eurozónu byl použit agregát EA20.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Podobný vývoj lze pozorovat i na straně dovozu: podíl zboží z eurozóny na celkovém českém dovozu se v posledních letech snižoval.**

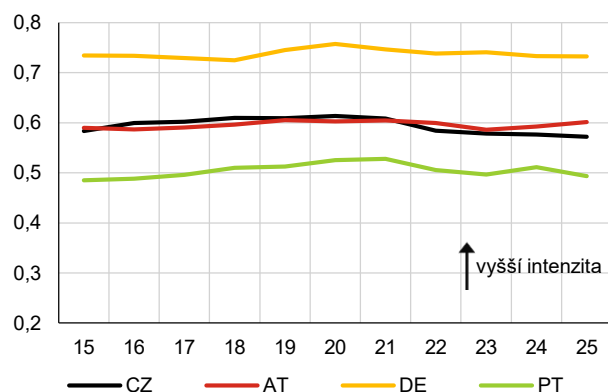
**Podíl dovozu z eurozóny na celkovém dovozu**  
(v %)



Pozn.: Roční klouzavý úhrn měsíčních dat.  
Pro eurozónu byl použit agregát EA20.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Pro Českou republiku je zároveň typická vysoká vzájemná provázanost obchodu s eurozónou v rámci stejných odvětví. Tato provázanost přispívá k podobné reakci ekonomik na případné hospodářské otřesy. V poslední době ale i tento ukazatel mírně oslabil.**

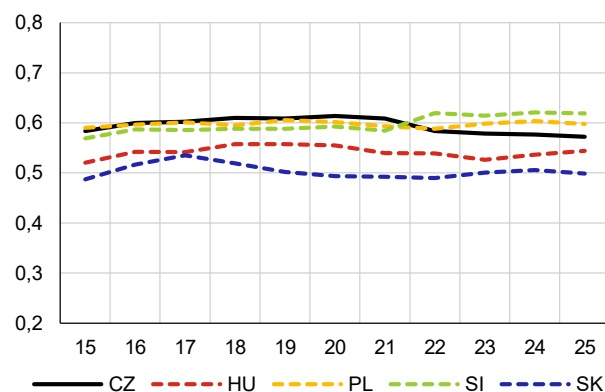
**Intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou**  
(podle klasifikace SITC5)



Pozn.: Prezentované výsledky byly spočítány pomocí pětimístné klasifikace SITC. Pro analýzu vnitroodvětvového obchodu byl použit Grubelův-Lloydův index, který udává podíl absolutní hodnoty vnitroodvětvového obchodu na obratu zahraničního obchodu s eurozónou. Hodnota za rok 2025 odpovídá prvním šesti měsícům roku.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB



**Sladěnost české ekonomiky s eurozónou posiluje také vysoká míra vlastnického propojení. Přímé investice z eurozóny do ČR jsou ve vztahu k velikosti české ekonomiky výrazné.**

**Poměr stavu přímých zahraničních investic z eurozóny k HDP**

(v %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	61,7	62,5	63,6	62,6	61,3	64,9	65,1	58,7	55,4	57,1
<b>AT</b>	44,8	35,3	39,6	40,0	34,3	36,3	35,9	36,8	37,8	39,2
<b>DE</b>	25,8	26,1	26,2	28,3	28,5	30,6	29,8	29,7	28,4	28,3
<b>PT</b>	63,4	63,3	65,2	61,2	63,2	65,7	64,8	62,5	59,9	57,7
<b>HU</b>	59,1	52,0	47,1	45,5	41,3	41,6	40,2	39,7	36,4	35,1
<b>PL</b>	36,8	39,3	39,5	37,4	37,0	37,1	38,5	35,7	37,2	35,0
<b>SI</b>	23,9	25,9	26,3	27,3	27,3	29,1	27,7	30,7	29,1	29,6
<b>SK</b>	44,7	50,8	48,9	48,1	47,2	46,9	43,5	43,2	38,0	37,2

Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

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

**Naopak přímé investice ze střední a východní Evropy do eurozóny zůstávají obecně nízké. Česká republika si však v tomto ohledu vede lépe než většina ostatních států regionu.**

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

(v %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	18,4	17,9	21,1	20,1	20,2	20,9	20,3	19,2	19,3	20,9
<b>AT</b>	26,3	30,5	31,4	30,5	31,7	26,0	26,3	29,0	28,9	32,0
<b>DE</b>	28,1	28,7	30,1	32,7	34,7	38,1	37,8	37,6	37,1	36,9
<b>PT</b>	28,7	29,3	28,0	25,6	27,0	27,6	25,6	25,4	24,2	23,2
<b>HU</b>	12,1	12,9	11,5	10,8	10,5	13,2	13,7	13,9	13,2	12,4
<b>PL</b>	8,7	8,6	7,2	7,0	6,5	6,9	6,9	6,7	7,0	6,7
<b>SI</b>	4,4	4,8	5,3	5,7	6,5	6,4	6,1	11,2	10,4	11,1
<b>SK</b>	7,8	11,4	8,8	8,4	8,3	10,4	10,2	10,3	8,5	9,1

Pozn.: Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

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

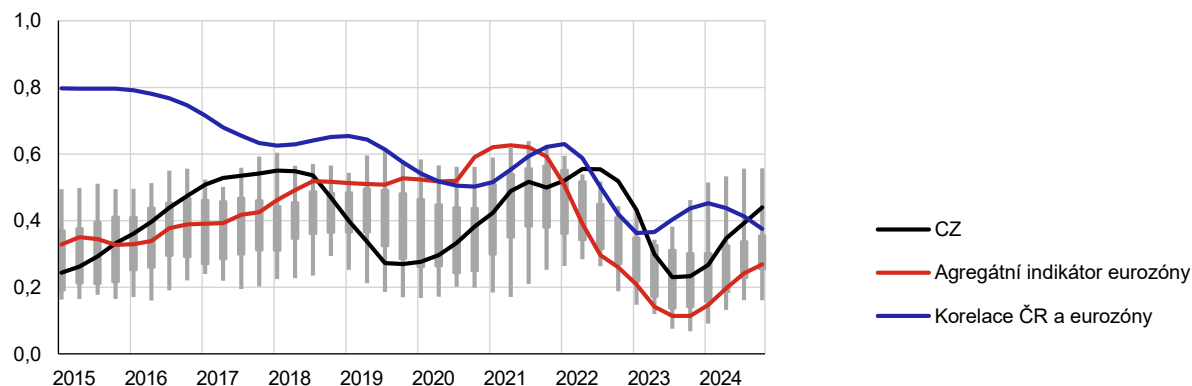
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## SLADĚNOST FINANČNÍHO CYKLU ČR A EUROZÓNY

**Pozice eurozóny ve finančním cyklu se během roku 2024 zvyšovala pomaleji, než tomu bylo v případě ČR, a na rozdíl od ČR zatím nepřesáhla historický průměr. Synchronizace pozic i korelace vývoje v ČR a eurozóně tudíž poklesla.**

**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 růstové fázi finančního cyklu. Krabicový graf znázorňuje pro každé období minimální hodnotu, 25% kvantil (dolní hrana obdélníku), 75% kvantil (horní hrana obdélníku) a maximální dosaženou hodnotu zjednodušeného indikátoru finančního cyklu v zemích eurozóny.

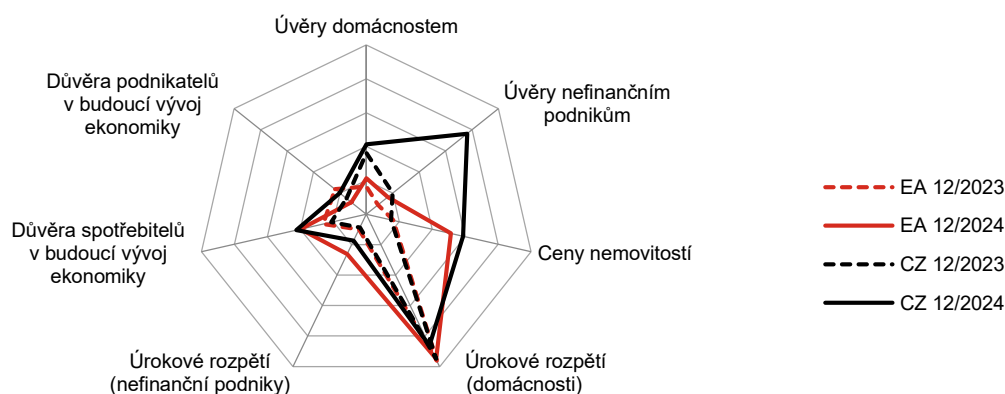
Hodnoty indikátorů se liší od hodnot z dřívějších vydání této publikace z důvodu provedených datových revizí.

Konstrukce i skladba zjednodušeného indikátoru se liší od oficiálního Indikátoru finančního cyklu (IFC) používaného ve Zprávě o finanční stabilitě zejména z důvodu nedostupnosti obdobných dat pro všechny analyzované země. Výsledky pro ČR se proto mohou od oficiálního ukazatele IFC lišit.

Zdroj: ECB, Eurostat, BIS, ČNB, výpočet ČNB

**Jednotlivé proměnné vstupující do indikátoru finančního cyklu ukazují pozvolnější opouštění dna finančního cyklu v eurozóně oproti ČR a v důsledku toho pokles sladěnosti finančních cyklů ČR a eurozóny.**

**Jednotlivé příspěvky zjednodušeného indikátoru finančního cyklu**



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

Úvěry zahrnují všechny zdroje financování, tj. všechny protistrany a včetně dluhopisů.

Zdroj: ECB, Eurostat, BIS, ČNB, výpočet ČNB

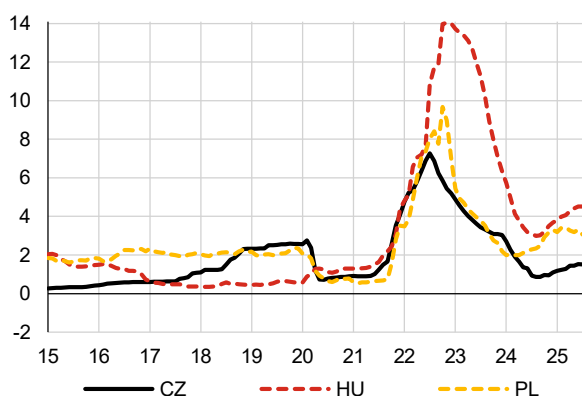
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## KONVERGENCE ÚROKOVÝCH SAZEB K EUROZÓNĚ

Diferenciál mezi krátkodobými sazbami v ČR a eurozóně poklesl mezi polovinou roku 2022 a polovinou roku 2024 na úroveň lehce pod 1 procentním bodem. Následně vlivem postupného snižování sazeb v eurozóně diferenciál narostl na současnou hodnotu okolo 1,5 procentního bodu. Podobný vývoj zaznamenalo také rozpětí maďarských a polských sazeb, jejich aktuální hodnota je však oproti českým sazbám výrazně vyšší.

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

(v procentních bodech)

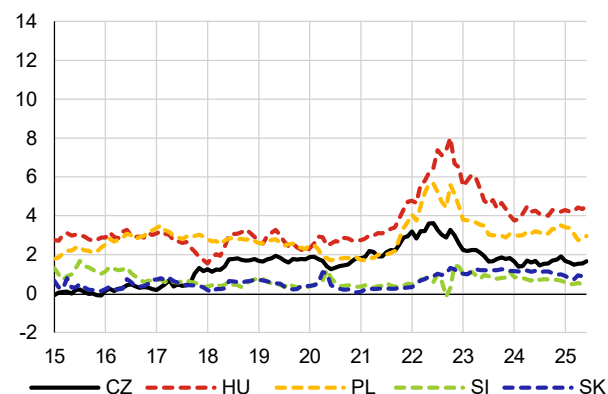


Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Rozpětí u dlouhodobých sazeb se v případě ČR drží poslední rok okolo 1,7 procentního bodu. Mezi třemi středoevropskými ekonomikami s vlastní měnou má ČR nejnižší dlouhodobý diferenciál vůči eurozóně.

### Rozdíly v desetiletých úrokových sazbách vůči Německu

(diferenciál výnosu desetiletého vládního dluhopisu v procentních bodech)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

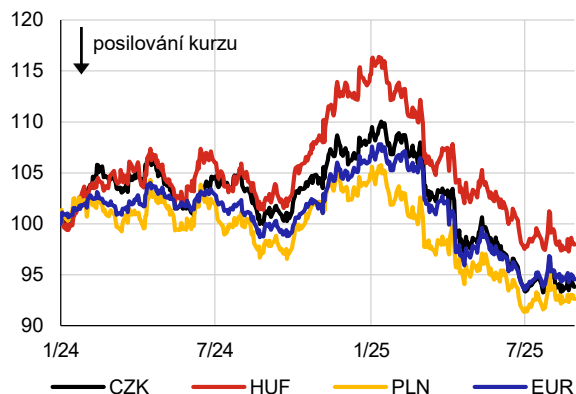
## VOLATILITA A SLADĚNOST VÝVOJE MĚNOVÝCH KURZŮ

V průběhu letošního roku byl pohyb středoevropských měn opět do velké míry sladěný, pravděpodobně vlivem globálních faktorů.

Česká koruna se opět vrátila k vysokým hodnotám korelace kurzu k dolaru s kurzem eura vůči dolaru.

### Vývoj kurzů k americkému dolaru

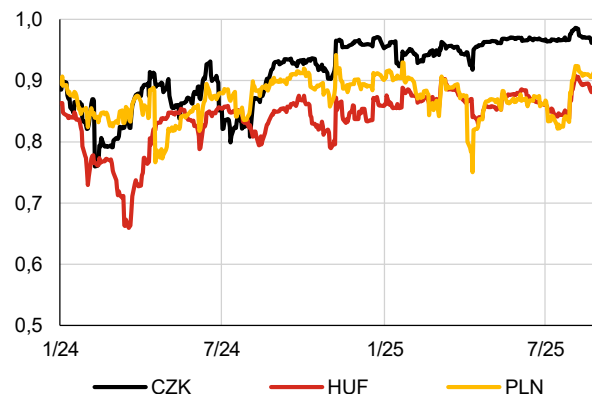
(index, 1. ledna 2024 = 100)



Zdroj: Refinitiv

### Korelace měnových kurzů k americkému dolaru

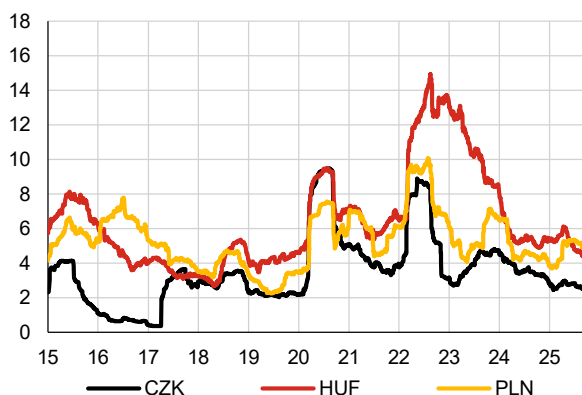
(korelace: národní měna/USD a EUR/USD)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

### Historická volatilita české koruny se snížila téměř k hodnotám, kterých dosahovala před pandemií.

Historická volatilita měnových kurzů k euru  
(v %)



Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

### Implikovaná volatilita české koruny je na podobné úrovni jako před rokem 2020.

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



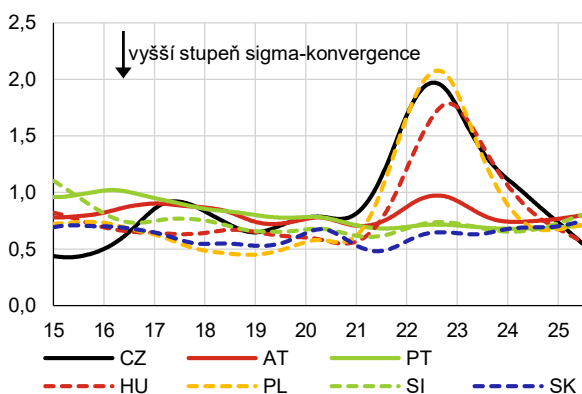
Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## SLADĚNOST FINANČNÍCH TRHŮ

Sladěnost českého trhu vládních dluhopisů s benchmarkovým německým trhem se po zhoršení v letech 2021–2023 navrátila na úroveň minulé dekády, kde zůstala i na konci sledovaného období.

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

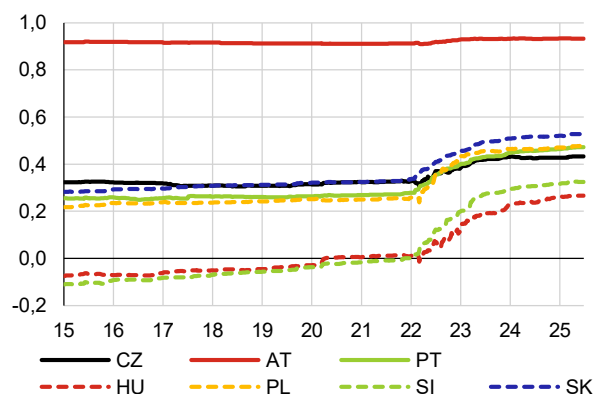


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

Míra přenosu globálních zpráv na trh vládních dluhopisů zůstává v ČR ve srovnání s Německem zvýšená a podobně jako v ostatních sledovaných zemích se od roku 2024 dále mírně zvýšila, což podtrhuje přetrvávající silný vliv globálních šoků.

Citlivost cen aktiv na globální zprávy ve srovnání s Německem  
(gamma-konvergence)

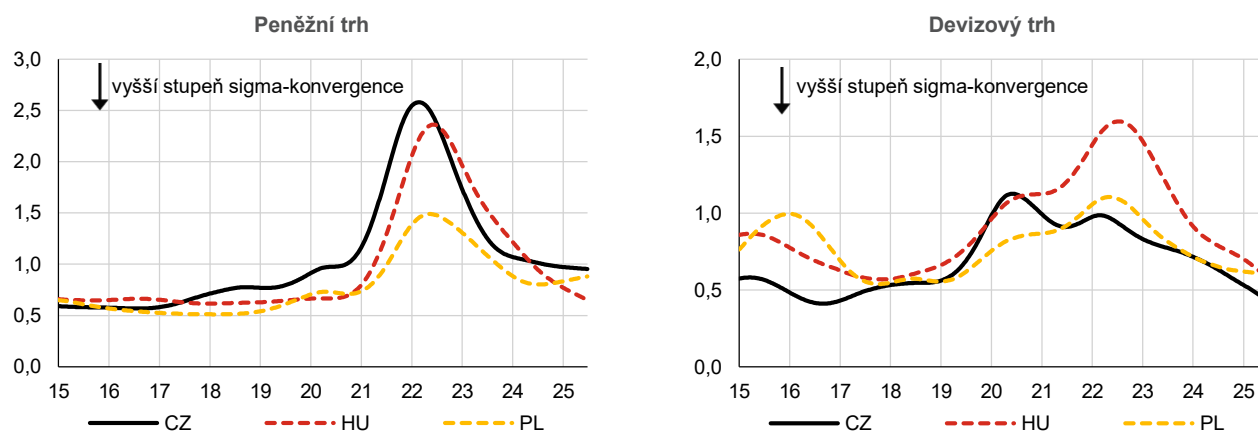


Pozn.: Kladné (záporné) hodnoty parametru gamma blížící se k jedné vyjadřují stejnosměrnou (protisměrnou) a podobně silnou citlivost na zprávy, a tedy vyšší míru integrace; hodnoty blízké nule pak nízkou míru integrace.

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

## Stupeň konvergence českého peněžního a devizového trhu s benchmarkovým eurovým trhem se v posledním roce dále mírně zvýšil.

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

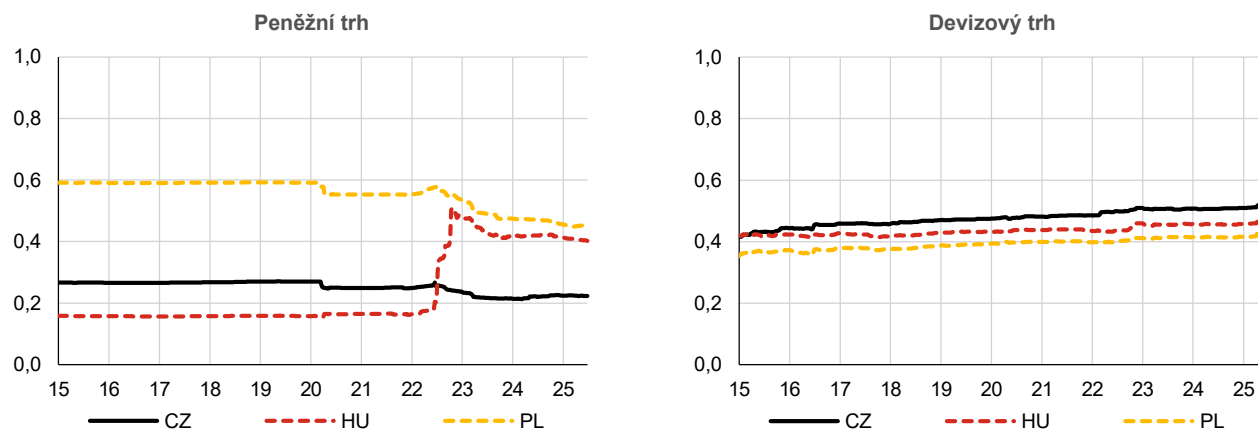


Pozn.: Nižší hodnoty směrodatné odchylky (vertikální osa) odpovídají vyššímu stupni konvergence.

Zdroj: Refinitiv, výpočet ČNB

## Míra přenosu globálních zpráv na peněžní i devizový trh v ČR se při srovnání s eurozónou po předchozím mírném zvýšení stabilizovala.

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



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

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

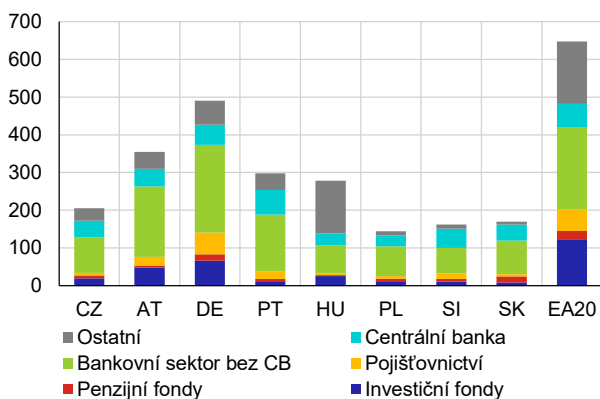
### 3.1.2 PODOBNOST TRANSMISE MĚNOVÉ POLITIKY

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

## FINANČNÍ SYSTÉM

**Hloubka finančního zprostředkování v ČR patří mezi srovnávanými zeměmi spíše k těm menším.**

**Hloubka finančního zprostředkování**  
(2024, aktiva finančních institucí v % HDP)

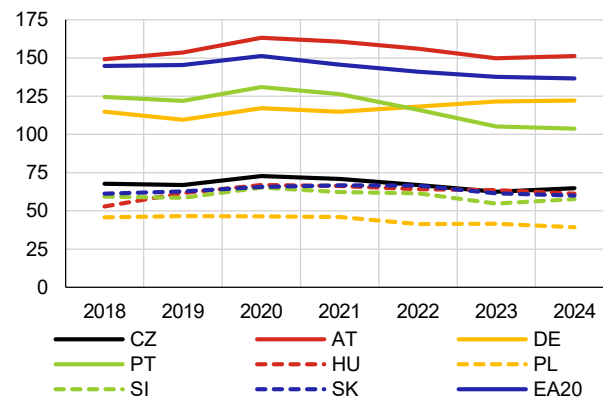


Pozn.: Aktiva bankovního sektoru kromě centrální banky jsou očištěna o expozice vůči centrální bance. Hodnota eurozóny převyšuje ostatní země v grafu vzhledem k významnému objemu aktiv finančních institucí Francie, Irska, Lucemburska a Nizozemí jak ve vztahu k jejich HDP, tak v porovnání s celkovými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

Zdroj: ČNB, ECB, Eurostat, národní centrální banky

**Zadlužení soukromého sektoru je v ČR oproti průměru eurozóny významně nižší. Jeho předchozí tříletý pokles vystřídalo v roce 2024 lehké zvýšení. Podobný vývoj je patrný i v některých sledovaných zemích eurozóny (Rakousko a Slovinsko).**

**Zadlužení soukromého sektoru**  
(v % HDP)



Pozn.: Jde o úvěry poskytnuté místními bankami soukromému sektoru a dluhové cenné papíry emitované soukromým sektorem v držbě místních bank.

Zdroj: ECB DWS, Eurostat

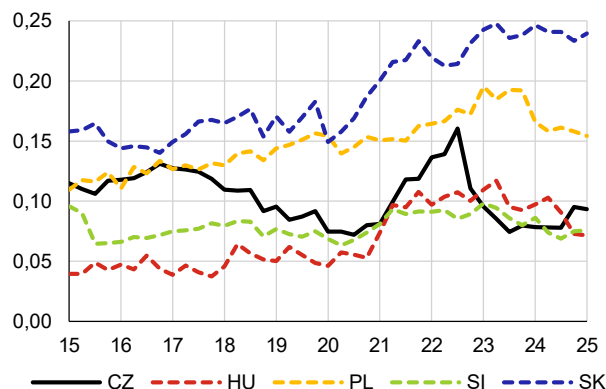
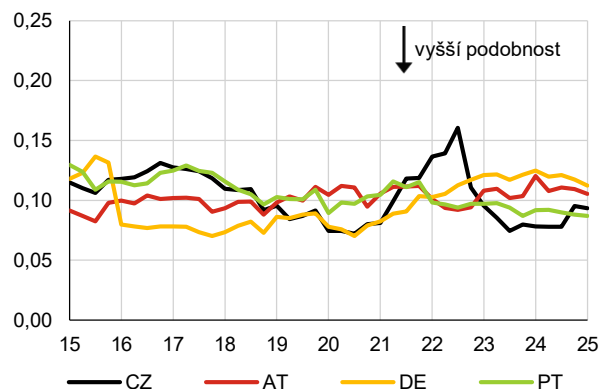
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## STRUKTURA FINANČNÍCH PASIV PODNIKŮ

**Podobnost struktury finančních pasiv českých podniků s podniky v eurozóně je ve srovnání se sledovanými zeměmi vysoká. Výrazný výkyv finančních derivátů nakupovaných energetickými společnostmi vedl k přechodnému snížení podobnosti struktury pasiv v letech 2021–2022, neměl na ni však stálý vliv.**

**Podobnost struktury finančních pasiv nefinančních podniků s podniky v eurozóně**

(Landesmannův index)



Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1]. Čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro nefinanční podniky byly použity podíly jednotlivých kategorií pasiv na celkových pasivech. Finanční účty napříč EU prošly v září 2024 rozsáhlou revizí dat zpětně až do roku 2016. To platí zejména u Německa a Rakouska, ale i u ostatních zemí. Hodnoty Landesmannova indexu jsou tak oproti předchozímu vydání této publikace odlišné. Revize totiž vedla k významným změnám jak na straně pasiv (půjčky, dluhopisy), tak aktiv (kapitálové účasti, deriváty) a zvýraznila strukturální zadlužení sektoru nefinančních podniků.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

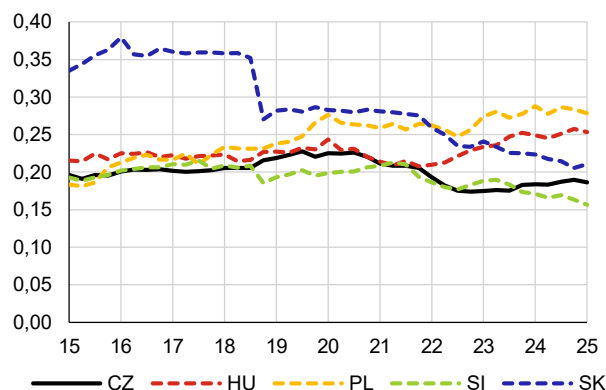
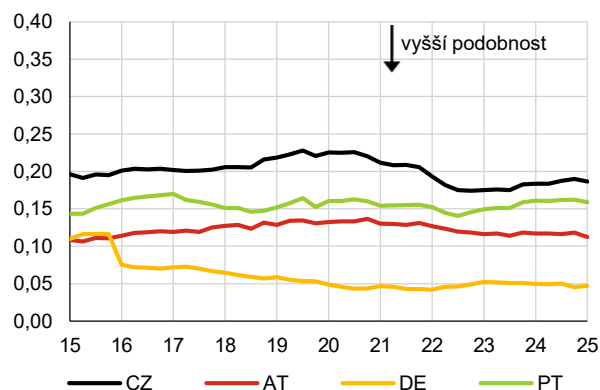
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

**Podobnost struktury finančních aktiv českých domácností s domácnostmi eurozóny zůstává nadále relativně nízká. Nesoulad spočívá zejména v tom, že české domácnosti preferují držbu podílových listů a akcií spolu s držbou hotovosti a vkladů, zatímco domácnosti v eurozóně drží významnou část rozvahy i v pojistných a penzijních programech.**

**Podobnost struktury finančních aktiv domácností s domácnostmi eurozóny**

(Landesmannův index)



Pozn.: Landesmannův index nabývá hodnoty z intervalu [0;1], přičemž platí, že čím je hodnota indexu blíže k nule, tím je struktura srovnávaných bilancí podobnější. Pro domácnosti byly použity podíly jednotlivých kategorií aktiv na celkových aktivech. Hodnoty indexu se liší od hodnot z dřívějších vydání této publikace z důvodu provedených datových revizí, zejména z důvodu poslední rozsáhlé revize provedené zpětně do roku 2016. Skok u Slovenska je způsoben metodickou změnou a zpětnou revizí pouze do roku 2019. Skok u Německa je způsoben zpětnou revizí pouze do roku 2016.

Pro eurozónu byl použit agregát EA20.

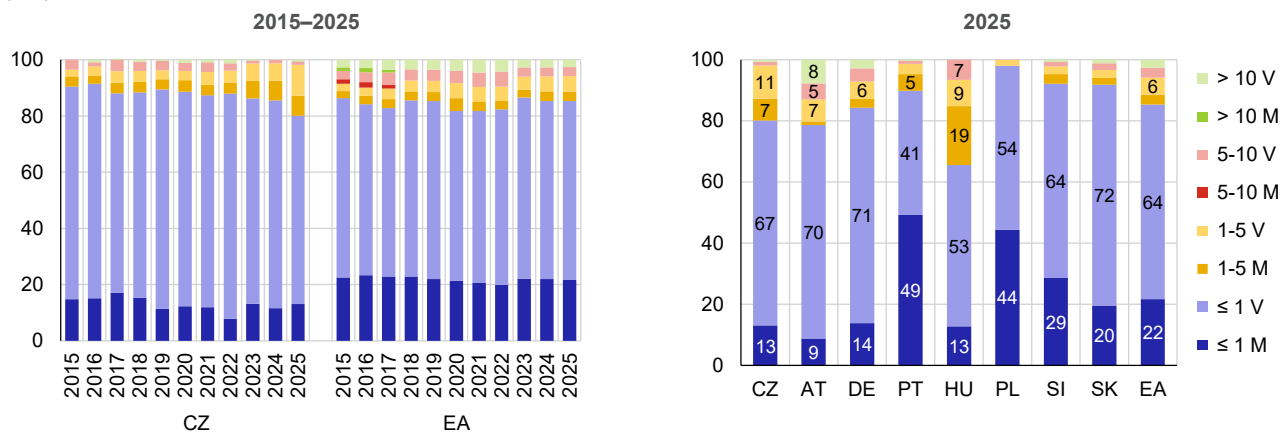
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## ÚROKOVÉ SAZBY ÚVĚŘŮ NEFINANČNÍM PODNIKŮM

**Struktura úvěrů nefinančním podnikům dle délky fixace úrokové sazby v ČR a v eurozóně zůstává obdobná. V ČR i většině sledovaných zemí eurozóny je více než 80 % objemu úvěrů nefinančním podnikům čerpáno s pohyblivými sazbami či se sazbami s fixací do jednoho roku, což přináší rychlou transmisí změn měnověpolitických a následně tržních sazeb do úročení úvěrů nefinančním podnikům.**

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



Pozn.: Číslo v legendě označuje délku fixace v letech, kategorie ≤1 zahrnuje i úvěry s pohyblivou úrokovou sazbou. M, resp. V, představuje označení pro malé (do 1 mil. EUR), resp. velké (nad 1 mil. EUR) úvěry.

Data jsou průměry za kalendářní rok, údaje za rok 2025 jsou k červnu.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

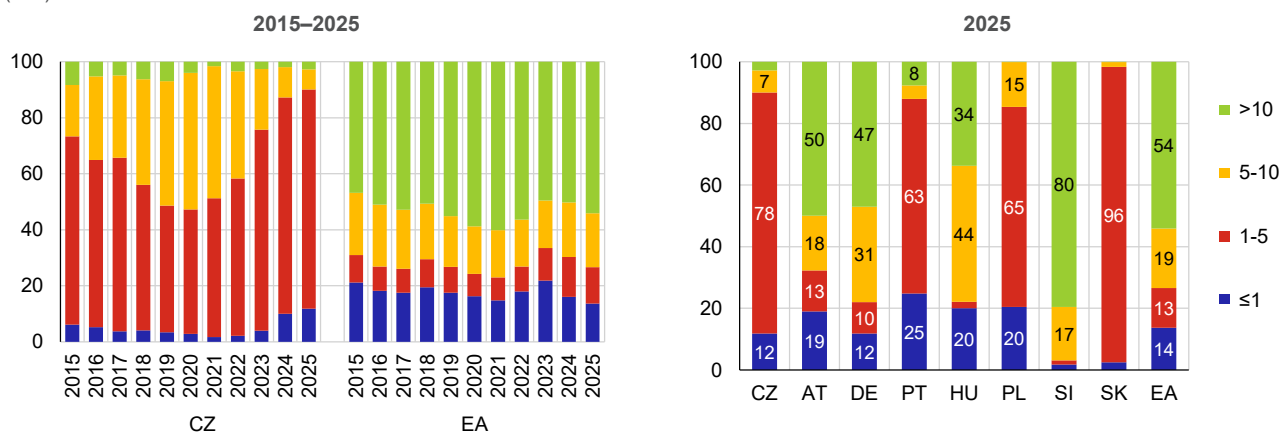
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## ÚROKOVÉ SAZBY ÚVĚŘŮ NA BYDLENÍ

**U úvěrů na bydlení pokračovalo snižování průměrné fixace u českých domácností, k čemuž přispěl zejména pokračující příklon ke tříletým fixacím na úkor pětiletých.**

**Hlavní rozdíl mezi ČR a eurozónou ve struktuře fixací dlouhodobě spočívá v podílu fixací nad 10 let, který je v ČR velmi nízký, zatímco v eurozóně tvoří více než polovinu objemu. Tyto úvěry s dlouhými fixacemi přitom mohou snižovat citlivost domácností na změnu tržních sazeb v eurozóně.**

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



Pozn.: Číslo v legendě označuje délku fixace v letech, kategorie ≤1 zahrnuje i úvěry s pohyblivou úrokovou sazbou

Data jsou průměry za kalendářní rok, údaje za rok 2025 jsou k červnu.

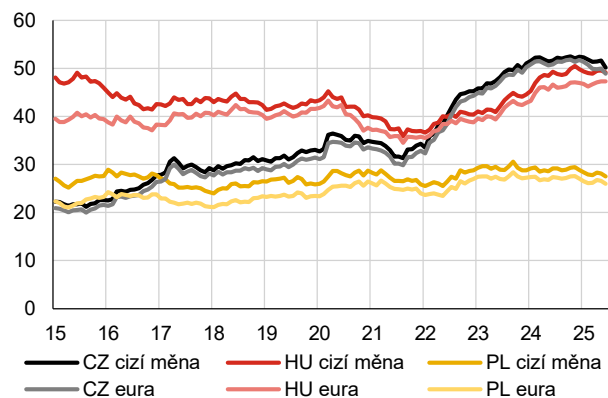
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## SPONTÁNNÍ EUROIZACE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Podíl úvěrů v cizí měně českých podniků od domácích bank se mírně snížil k 50 %. Pohybuje se na obdobné úrovni jako v Maďarsku, oproti Polsku je značně vyšší.**

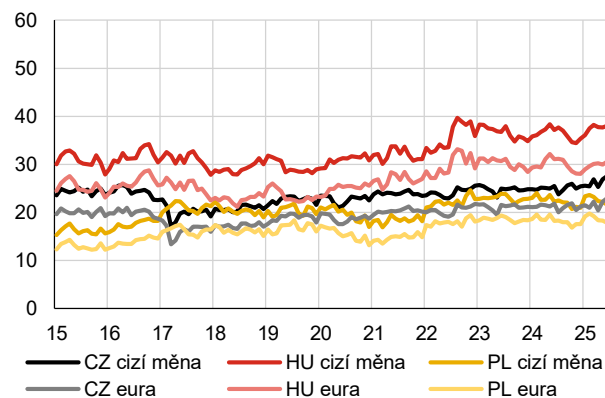
**Úvěry nefinančních podniků v cizí měně**  
(podíly na celkových úvěrech podniků u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**Podíl vkladů českých podniků v cizí měně v posledním období mírně vzrostl, zůstává však výrazně nižší než v případě bankovních úvěrů (28 % v červnu 2025).**

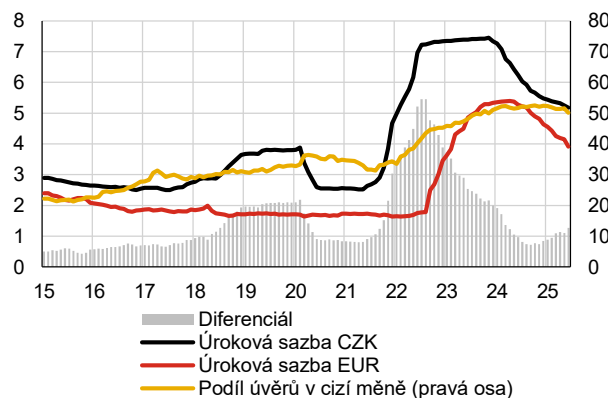
**Vklady nefinančních podniků v cizí měně**  
(podíly na celkových vkladech podniků u domácích bank, v %)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

**K mírnému snížení podílu cizoměnových bankovních úvěrů českých podniků (čerpaných především v eurech) přispěl pokles úrokového diferenciálu domácích a eurových úrokových sazeb.**

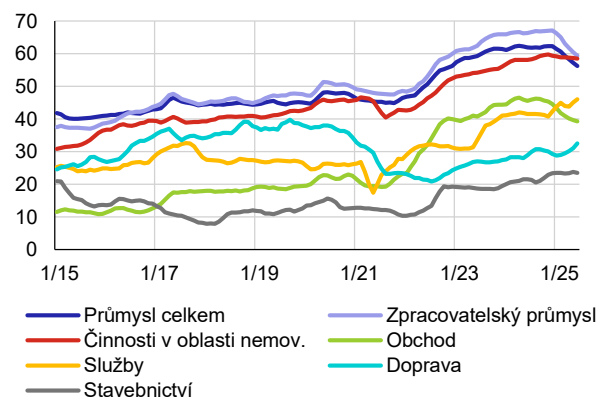
**Úrokové sazby korunových a eurových úvěrů českých podniků u domácích bank**  
(v %)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

**Podíl úvěrů v eurech se snížil zejména v odvětvích průmyslu a obchodu. Nicméně v průmyslu, stejně jako u činností v oblasti nemovitostí, tento podíl zůstává i nadále vysoký (okolo 60 %).**

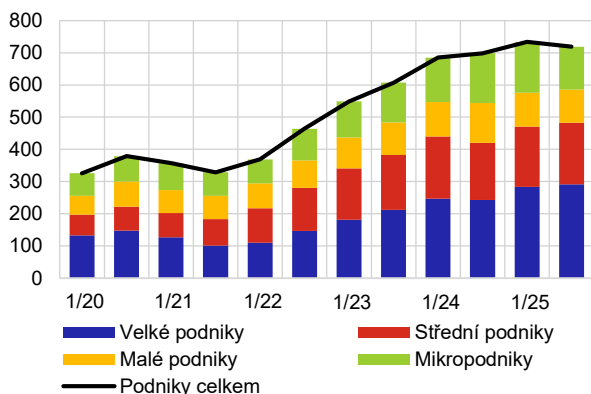
**Úvěry v eurech ve vybraných odvětvích**  
(podíly na celkových úvěrech v daném odvětví u domácích bank, v %, 3M klouzavé průměry)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

**Eurové úvěry čerpají zejména větší podniky, u malých podniků převažuje financování v domácí měně. U velkých podniků dosáhl podíl eurových úvěrů 56 %, u středních podniků 55 %, zatímco u malých podniků byl uvedený podíl na menší úrovni 39 %.**

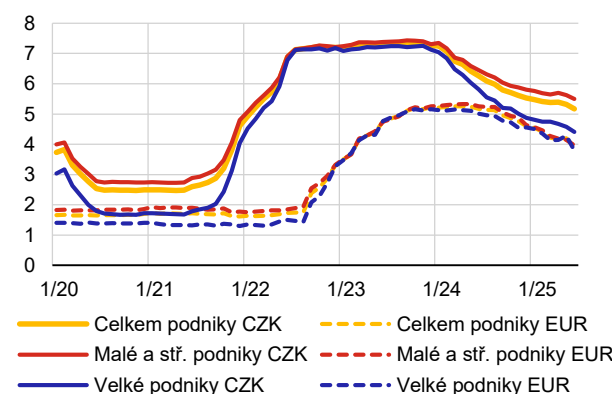
**Eurové úvěry podniků podle velikosti podniků**  
(objemy v mld. Kč)



Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

**Úrokové sazby z eurových a korunových úvěrů jsou u velkých podniků v posledním období na obdobných úrovních, zatímco u malých a středních podniků jsou sazby z korunových úvěrů i nadále vyšší.**

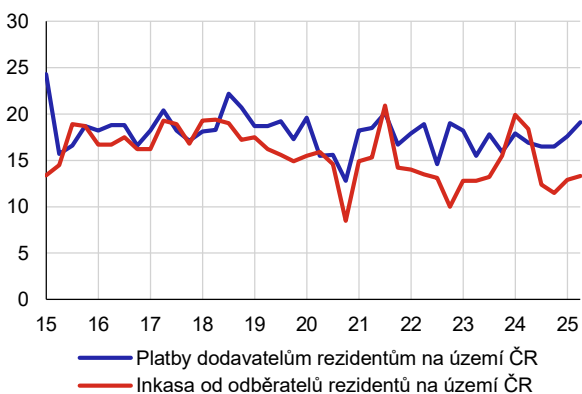
**Úroková sazba z korunových a eurových úvěrů podniků podle velikosti podniků**  
(v %)



Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

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

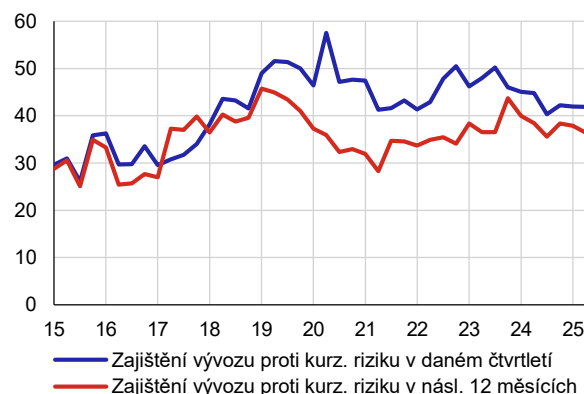
**Podíly eurových plateb mezi českými podniky**  
(v %)



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

**Zajištění vývozu proti kurzovému riziku na finančním trhu se za poslední rok významněji nezměnilo. V ročním horizontu je zajištěno 36 % vývozu a v daném čtvrtletí 42 %.**

**Podíly zajištění vývozu proti kurzovému riziku prostřednictvím finančních derivátů**  
(v %)



Zdroj: Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích

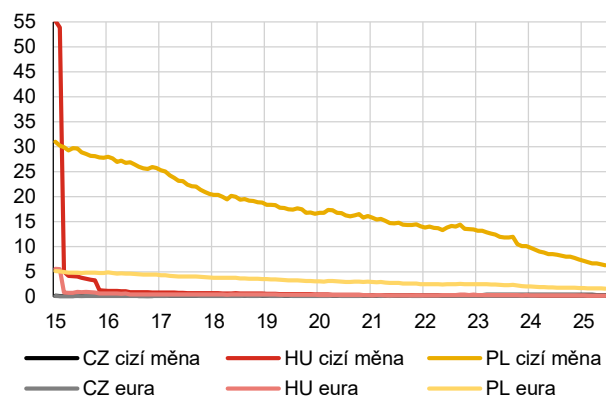
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## SPONTÁNNÍ EUROIZACE DOMÁCNOSTÍ

**Euroizace domácností je v ČR velmi nízká – podíl eurových úvěrů zůstává na úrovni 0,3 % a u eurových vkladů ve výši 3 %. Stupeň euroizace je u domácností výrazně nižší než v Maďarsku a Polsku.**

## Úvěry domácností v cizí měně

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

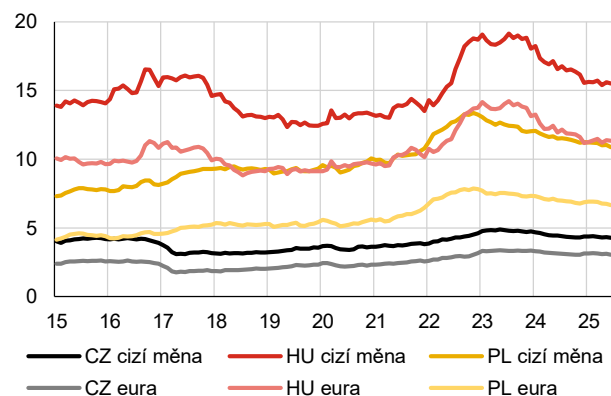


Pozn.: V Maďarsku se v roce 2015 propadl podíl cizoměnových úvěrů až k nulové úrovni v důsledku zavedených administrativních opatření.

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

## Vklady domácností v cizí měně

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



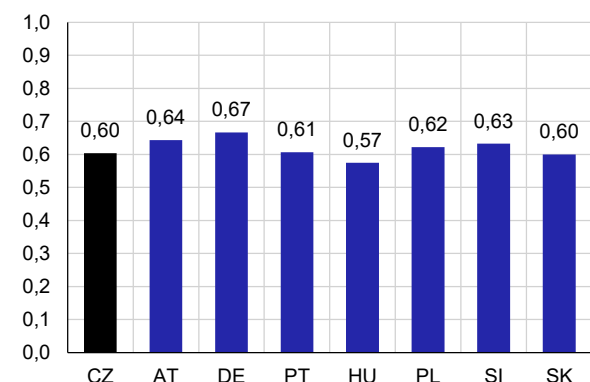
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## INFLAČNÍ PERZISTENCE

**Perzistence inflace v ČR patří k nejnižším ze sledovaných zemí. Rozdíl oproti zemím eurozóny však není výrazný, společná měnová politika by tak měla v tomto ohledu obdobné dopady na inflaci.**

## Odhady perzistence inflace



Pozn.: Výpočet za období 2015Q1–2025Q2.





Inflační perzistence je měřena jako suma autoregresních koeficientů. Čím jsou hodnoty blíže k jedné, tím je inflace strnulejší.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## 3.2 PŘÍZPŮSOBOVACÍ MECHANISMY ČESKÉ EKONOMIKY

### 3.2.1 FISKÁLNÍ POLITIKA

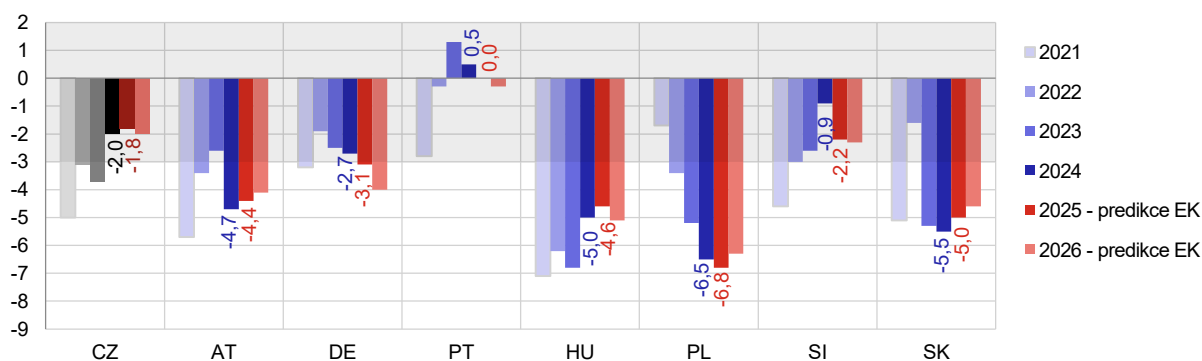
-  Saldo sektoru vládních institucí
-  Dluh sektoru vládních institucí
-  Prostor pro proticyklické působení fiskální politiky
-  Dlouhodobá udržitelnost veřejných financí

Po odeznění energetické krize se ČR v roce 2024 podařilo snížit schodek sektoru vládních institucí o více než 1,5 procentní bod a splnit tak 3% referenční hodnotu mastrichtského kritéria.

Příznivý fiskální vývoj však nepanoval ve všech zemích EU. Především kvůli výraznému překročení 3% referenční hodnoty zahájila Evropská komise v letech 2024 a 2025 postup při nadměrném schodku s devíti členskými státy EU. Ze zde sledovaných zemí se jedná o Rakousko, Maďarsko, Polsko a Slovensko.

#### Saldo sektoru vládních institucí

(v % HDP, 2021–2024 skutečnost, 2025–2026 predikce Evropské komise – červeně)



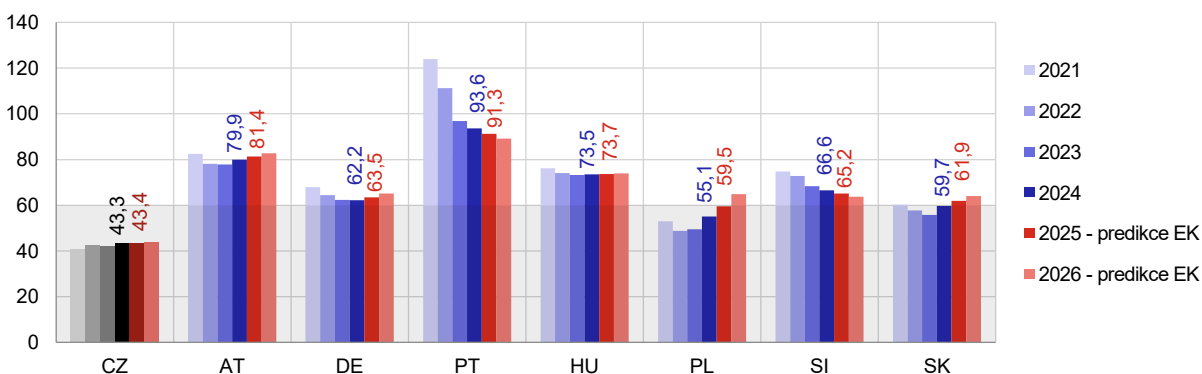
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování mastrichtského kritéria (resp. Paktu o stabilitě a růstu).

Zdroj: Eurostat, predikce Evropské komise – podzim 2025

Dluh sektoru vládních institucí v ČR v posledních letech pozvolna roste, v rámci EU se však ČR nadále řadí mezi státy s nižší úrovní dluhu (pod hranicí 60 % HDP plynoucí z mastrichtského kritéria).

#### Dluh sektoru vládních institucí

(v % HDP, 2021–2024 skutečnost, 2025–2026 predikce Evropské komise – červeně)



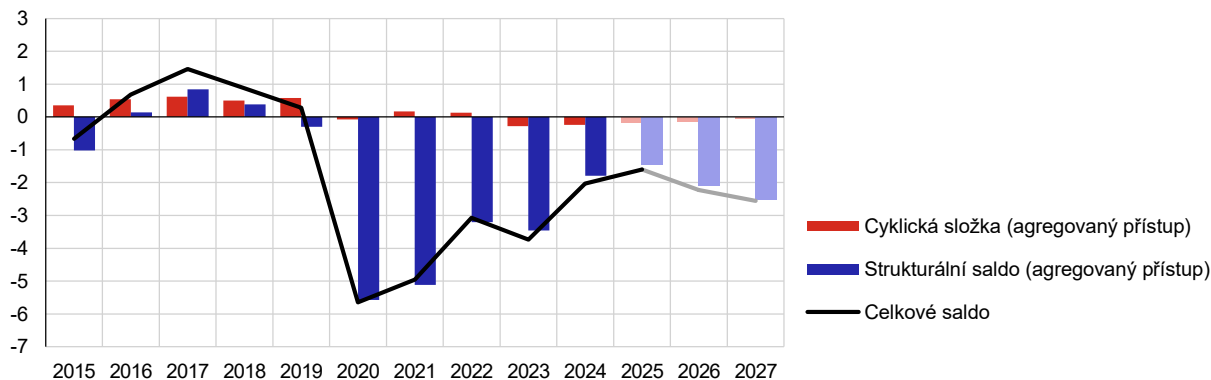
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování mastrichtského kritéria (resp. Paktu o stabilitě a růstu).

Zdroj: Eurostat, predikce Evropské komise – podzim 2025

Díky konsolidačnímu úsilí se sice v roce 2024 podařilo snížit deficit vládních institucí pod referenční hranici 3 % HDP, ale v následujících letech se již pokles deficitů nepředpokládá především kvůli poměrně vysoké úrovni mandatorních výdajů. Další pokles deficitu vládních institucí by vyžadoval přijetí dalších konsolidačních opatření.

#### Saldo sektoru vládních institucí ČR a jeho cyklická a strukturální část

(v % HDP a v procentních bodech)



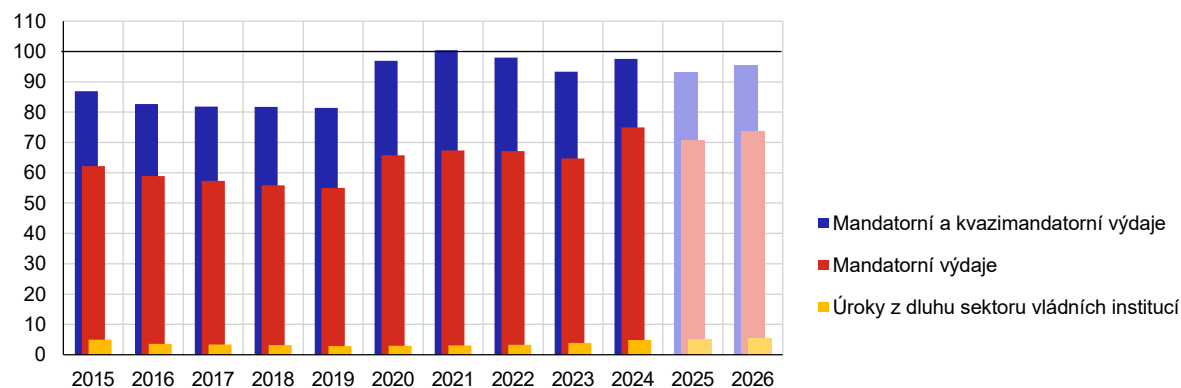
Pozn.: Strukturální saldo je saldo sektoru vládních institucí očištěné o vliv ekonomického cyklu v podobě cyklické komponenty a upravené o tzv. mimořádné jednorázové operace.

Zdroj: ČSÚ (2015–2024), výpočet ČNB (prognóza 2025–2027, rozklad na cyklickou a strukturální část na celém časovém horizontu)

V období koronavirové krize mandatorní a kvazimandatorní výdaje dané zákonem skokově vzrostly a pohybovaly se blízko 100 % v poměru k příjmům státního rozpočtu bez vlivu fondů EU. I nadále se drží na zvýšených hodnotách přesahujících 90 %. Fiskální politika tak má při dodržení domácích fiskálních pravidel jen velmi malý manévrovací prostor pro reakci na mimořádné události.

#### Podíl mandatorních a kvazimandatorních výdajů v ČR na příjmech státního rozpočtu po vyloučení unijních příjmů

(v %)



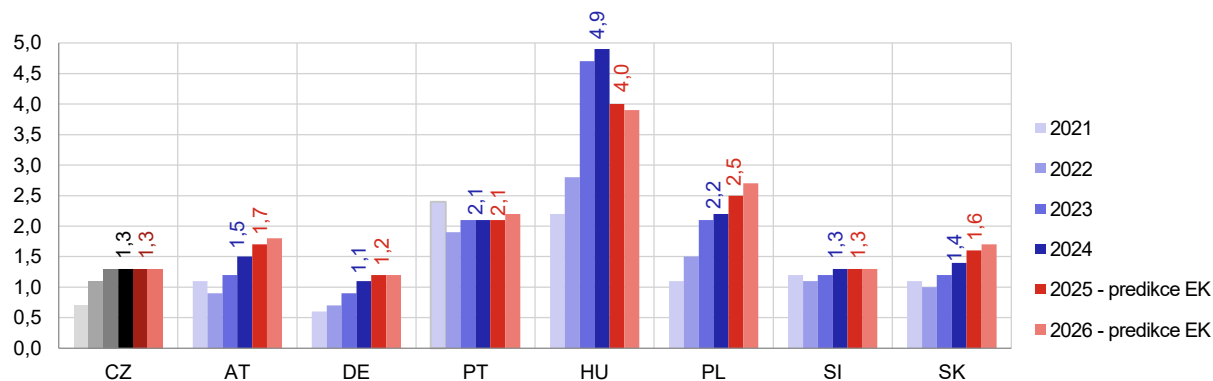
Pozn.: Největší objem mandatorních výdajů představují dávky důchodového pojištění, platby státu do zdravotního pojištění za státní pojištěnce (důchodci, studenti), povinné výdaje na obranu dané členstvím ČR v NATO a úroky z dluhu sektoru vládních institucí. Kvazimandatorní výdaje zahrnují výdaje na platy organizačních složek státu, příspěvkových organizací, příspěvek ČR do rozpočtu EU a výdaje na soukromé a církevní školství.

Zdroj: Návrh státního rozpočtu na rok 2026

**Výdaje na úroky z dluhu vládních institucí v poměru k HDP v ČR v období koronavirové a energetické krize vzrostly o 0,5 procentního bodu a přestávají tak v rámci EU patřit do skupiny těch nejnižších. Podle fiskální predikce Evropské komise z podzimu 2025 se výdaje na úroky v relativním vyjádření mají stabilizovat na úrovni 1,3 % HDP.**

#### Úroky z dluhu vládních institucí

(v % HDP, 2021–2024 skutečnost, 2025–2026 predikce Evropské komise – červeně)

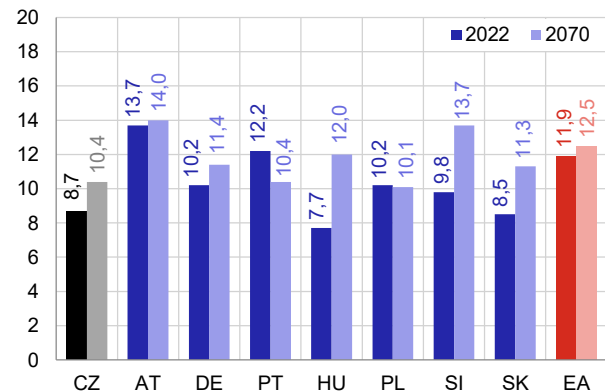


Zdroj: Eurostat, predikce Evropské komise – podzim 2025

**V současné době ČR spadá do skupiny států s relativně nízkými výdaji na dávky důchodového pojištění pohybujícími se okolo 9 % HDP. Dlouhodobý výhled pro ČR neočekává jejich výrazný nárůst.**

#### Dávky důchodového pojištění

(v % HDP)



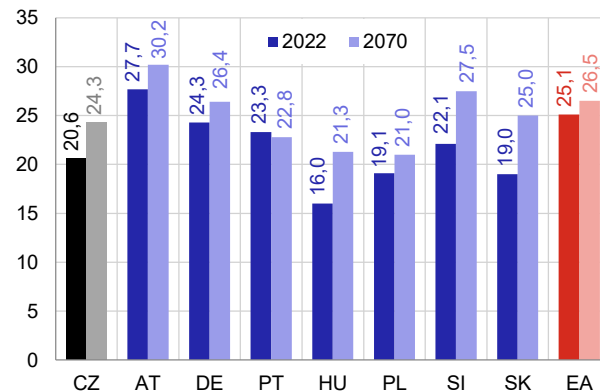
Pozn.: V grafu ČR není zachycena důchodová reforma průběžného důchodového systému, která byla schválena na konci roku 2024, s odhadovaným snížením výdajů na dávky důchodového pojištění o 1,7 procentního bodu v roce 2070. Důchodová reforma především zvyšuje zákonný věk odchodu do důchodu na 67 let ze současných 65 let, zpomaluje růst nově přiznaných důchodů a zpřísňuje podmínky pro nárok na předčasný odchod do důchodu.

Zdroj: Evropská komise (2024)

**Celkové výdaje související se stárnutím populace, které zohledňují i dodatečné výdaje ve zdravotnictví a dlouhodobou péči, však porostou výrazněji.**

#### Vládní výdaje související se stárnutím populace

(v % HDP)









Pozn.: Výdaje na stárnutí populace zahrnují dávky důchodového pojištění (především starobní důchod), výdaje na zdravotní a dlouhodobou péči.

Zdroj: Evropská komise (2024)

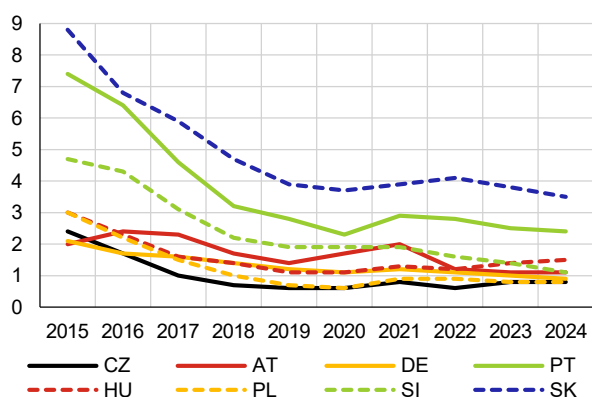
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## 3.2.2 TRH PRÁCE A PRODUKTŮ

-  Míra dlouhodobé nezaměstnanosti
-  Podíl kratších úvazků na zaměstnanosti
-  Míra ekonomické aktivity obyvatelstva
-  Mobilita práce
-  Zdanění práce
-  Konkurenceschopnost české ekonomiky

**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v ČR zůstává i přes nepatrný nárůst v posledních dvou letech v rámci sledovaných zemí nejnižší. (Stejně míry dosáhlo v roce 2024 Polsko.)**

**Míra dlouhodobé nezaměstnanosti**  
(v %)



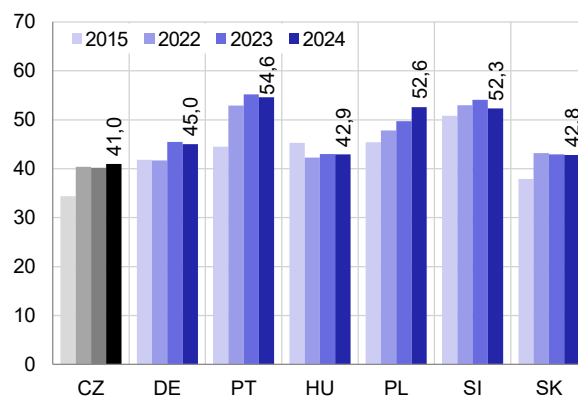
Pozn.: Podíl osob bez práce dvanáct a více měsíců a pracovní síly (dle metodiky ILO).

Zdroj: Eurostat

**Poměr minimální mzdy vůči průměrné mzdě se v ČR v posledních letech pohybuje lehce nad 40 %. V důsledku mechanismu automatické valorizace zavedené loňskou novelou zákoníku práce by měla minimální mzda v příštích letech postupně vzrůst na 47 % průměrné mzdy v roce 2029.**

**Minimální mzda**

(v % průměrné mzdy)



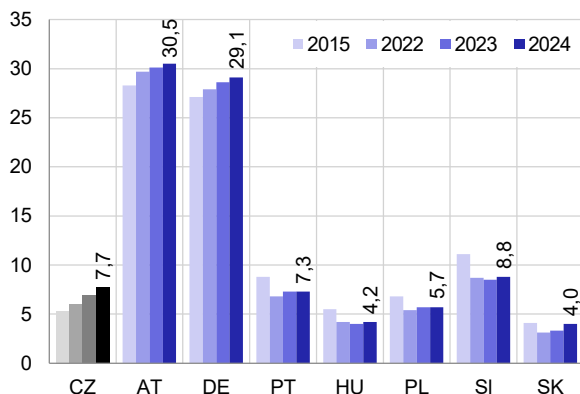
Pozn.: V Rakousku není stanovena minimální mzda na celostátní úrovni. Úroveň minimálních mezd a platů v jednotlivých sektorech a profesích definují kolektivní smlouvy, které v souhrnu pokrývají významnou většinu zaměstnanců.

Zdroj: Eurostat

**Podíl zaměstnanosti na kratší pracovní dobu v ČR v posledních letech pozvolna roste, za hodnotami Rakouska či Německa nicméně ČR nadále výrazně zaostává.**

#### Zaměstnané osoby pracující na zkrácený úvazek

(v % zaměstnanosti, věková skupina 15–64 let)

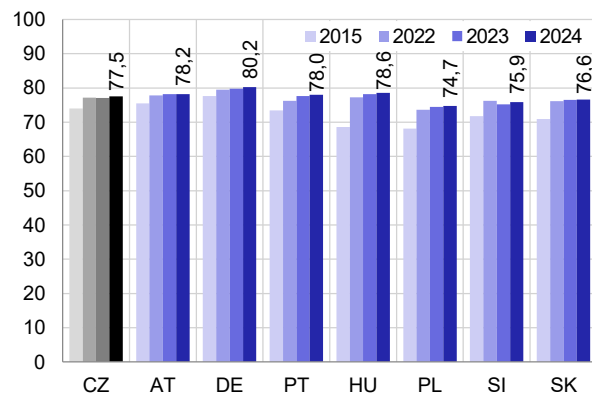


Zdroj: Eurostat

**Míra ekonomické aktivity populace se v ČR nachází na obdobných hodnotách jako v ostatních sledovaných zemích, v loňském roce v důsledku mírného růstu dosáhla historicky nejvyšších hodnot.**

#### Míra ekonomické aktivity

(v %, věková skupina 15–64 let)



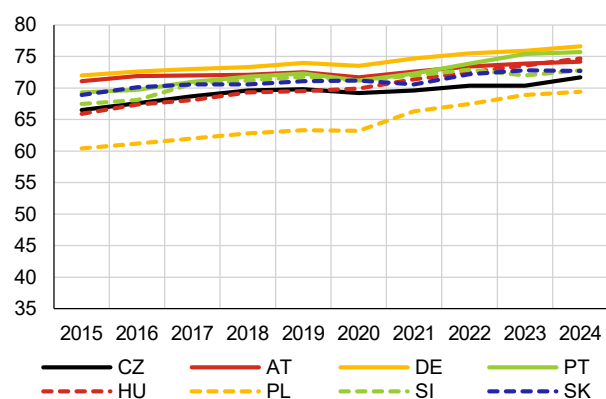
Pozn.: Míra ekonomické aktivity je podíl ekonomicky aktivních osob (zaměstnaných a nezaměstnaných) na populaci v dané věkové kategorii.

Zdroj: Eurostat (LFS)

**Zapojení žen na trhu práce v ČR v loňském roce mírně vzrostlo, nadále však patří ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi k nejnižším.**

#### Míra participace žen

(v % populace žen 15–64 let)

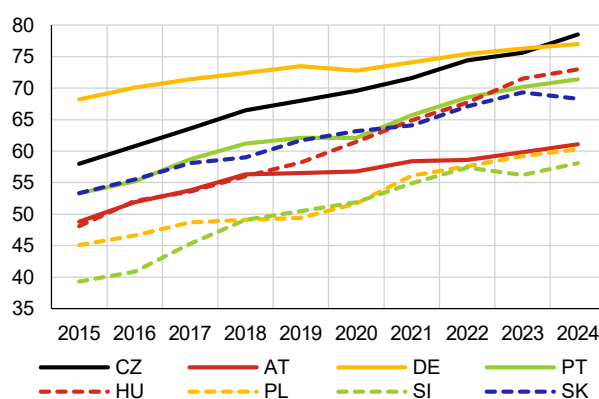


Zdroj: Eurostat (LFS)

**Zapojení populace v předdůchodovém věku v minulém roce pokračovalo v dlouhodobém stabilním růstu a mezi sledovanými zeměmi dosáhlo nejvyšší hodnoty.**

#### Míra participace populace v předdůchodovém věku

(v % populace 55–64 let)



Zdroj: Eurostat (LFS)

### Rozdíly v regionálních mírách nezaměstnanosti v ČR dlouhodobě patří mezi sledovanými zeměmi ke středně velkým. I přes určité výkyvy v předchozích letech jsou trendově zhruba stabilní.

#### Variační koeficient míry nezaměstnanosti

(v %)

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

Pozn.: Variační koeficient je podíl směrodatné odchylky vážené podle velikosti regionů a průměrné míry nezaměstnanosti v %. Vyšší hodnota variačního koeficientu představuje větší regionální rozdíly v nezaměstnanosti. NUTS II (regiony soudržnosti) a NUTS III (v ČR odpovídající krajům) je klasifikace vytvořená EU za statistickými účely a také např. pro rozdělení podpory z rozvojových fondů EU na úrovni NUTS II.

Některé údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat (LFS)

### Ochota domácího obyvatelstva stěhovat se v rámci ČR byla v minulosti zhruba stabilní, v posledních dvou letech však došlo k jejímu mírnému zvýšení.

#### Objem vnitřního stěhování

(na 1000 obyvatel)

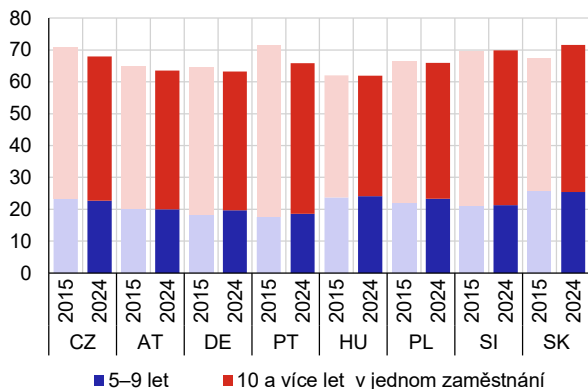
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	23	24	23	23	23	22	24	23	26	27
<b>AT</b>	43	44	42	41	40	40	41	44	42	39
<b>DE</b>	53	54	48	48	47	45	46	-	-	-
<b>HU</b>	22	26	27	29	29	27	32	30	23	25
<b>PL</b>	10	10	11	12	12	11	12	12	11	11
<b>SI</b>	53	54	54	50	47	67	53	62	52	52
<b>SK</b>	17	18	18	18	18	16	17	19	17	16

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

Zdroj: Statistické úřady jednotlivých zemí, výpočet ČNB

Podíl zaměstnanců pracujících delší dobu ve stejném zaměstnání je v ČR v mezinárodním srovnání dlouhodobě relativně vysoký, což značí poměrně nízkou ochotu zaměstnanců měnit práci.

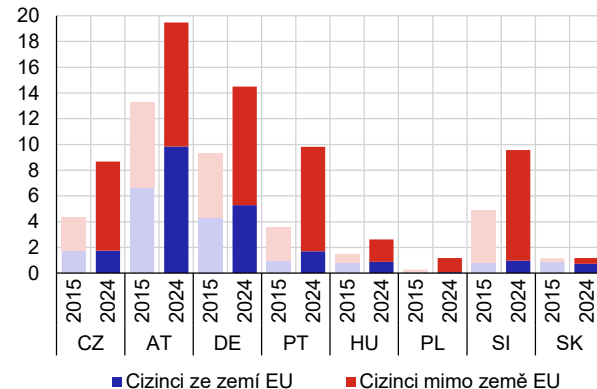
Podíl osob pracujících ve stejném zaměstnání 5 a více let  
(v % z celkového počtu zaměstnanců)



Pozn.: Uvedená data se vztahují k zaměstnancům starším 25 let.  
Zdroj: Eurostat

Podíl cizinců ze zemí EU na populaci se v ČR dlouhodobě příliš nemění, přičemž převyšuje většinu sledovaných zemí, nicméně za hodnotami Rakouska či Německa výrazně zaostává. Podíl cizinců ze zemí mimo EU v ČR vzrostl v roce 2023 vlivem započtení ukrajinských válečných uprchlíků, v loňském roce vzrostl již jen nepatrně.

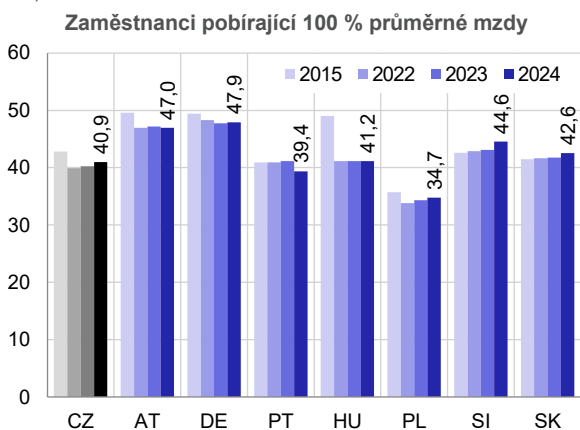
Zastoupení cizích státních příslušníků v populaci  
(v %)



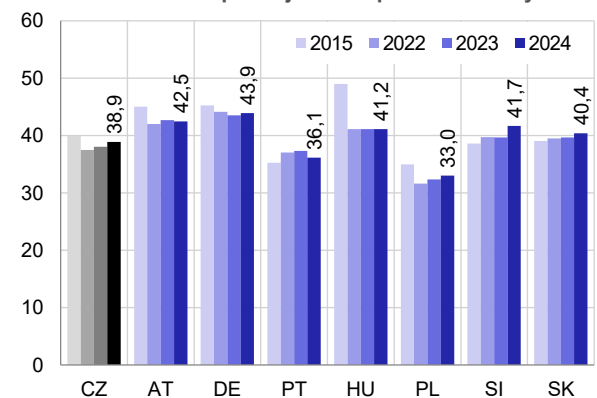
Pozn.: Pro výpočet jsou použita data obsahující stav populace k 1. lednu daného roku.  
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Celkové zdanění práce v ČR se v minulém roce mírně zvýšilo, mezi sledovanými zeměmi patří jeho hodnota ke středně velkým.

Celkové zdanění práce  
(v %)



Zaměstnanci pobírající 67 % průměrné mzdy

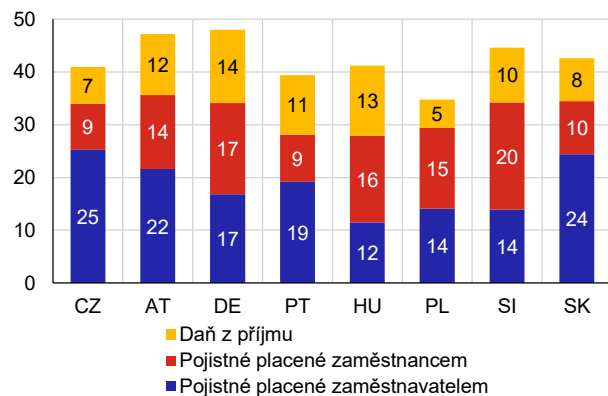


Pozn.: Daň z příjmu a odvody placené zaměstnanci a zaměstnavateli jako podíl na celkových nákladech práce v %. Údaje za zaměstnance (jednotlivci bez dětí) pobírající 100 % a 67 % průměrné mzdy.

Zdroj: OECD

**Ke zdanění práce v ČR dlouhodobě přispívá zejména pojistné placené zaměstnavatelem. Naopak příspěvek daně z příjmu patří v ČR od zrušení tzv. superhrubé mzdy k nejnižším mezi sledovanými zeměmi.**

**Složky zdanění práce**  
(2024, v % z průměrné mzdy)

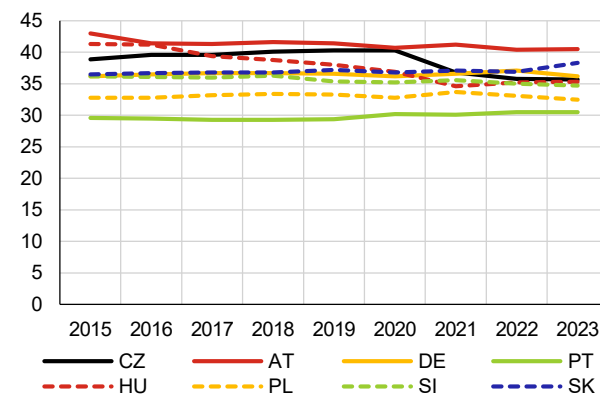


Pozn.: Údaje za zaměstnance (jednotlivce bez dětí) pobírajícího průměrnou mzdu.

Zdroj: OECD

**Celková implicitní míra zdanění práce v ČR po svém poklesu v důsledku zrušení tzv. superhrubé mzdy v posledních letech zhruba stagnuje a v rámci sledovaných zemí patří ke středně velkým.**

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



Pozn.: Implicitní míra zdanění práce je definována jako součet všech přímých a nepřímých daní a sociálních příspěvků zaměstnanců a zaměstnavatelů ze mzdy vydělený celkovými náhradami zaměstnancům zvýšenými o daň z příjmu.

Novější údaje nejsou k dispozici.

Zdroj: Eurostat

**Nastavení českého daňového a sociálního systému v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi dlouhodobě vede k relativně slabší motivaci osob pobírajících podporu v nezaměstnanosti k návratu z nezaměstnanosti do zaměstnání.**

**Past nezaměstnanosti**  
(v %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	81,7	81,8	82,0	82,1	82,3	82,3	81,1	81,0	79,7	80,0
<b>AT</b>	73,9	72,0	72,1	71,7	71,2	70,5	70,2	69,0	67,5	67,2
<b>DE</b>	73,1	73,3	73,3	73,2	73,2	73,0	72,8	73,0	73,0	73,3
<b>PT</b>	78,9	78,9	78,9	78,9	79,0	79,1	79,2	79,4	79,5	98,1
<b>HU</b>	78,4	78,1	78,5	78,5	77,1	76,4	73,3	76,3	76,2	76,9
<b>PL</b>	78,0	77,2	75,6	74,6	73,5	70,0	75,0	73,7	72,7	73,9
<b>SI</b>	89,7	89,7	91,0	91,7	91,6	90,0	86,9	83,3	79,9	80,0
<b>SK</b>	70,0	70,3	70,7	71,1	70,2	70,5	71,0	71,6	71,8	71,2

Pozn.: Past nezaměstnanosti měří podíl dodatečného hrubého příjmu souvisejícího s nalezením zaměstnání, který je odveden do veřejných rozpočtů v momentě, kdy nezaměstnaná osoba pobírající podporu v nezaměstnanosti 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, jehož mzda v předchozím (před vstupem do nezaměstnanosti) i v nově nalezeném zaměstnání odpovídá úrovni 67 % průměrné mzdy.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

**Při zvýšení mzdy ze 67 % na 100 % průměru je v ČR do veřejných rozpočtů vlivem nastavení daňového a sociálního systému odvedena přibližně čtvrtina dodatečného hrubého výdělku, což je (i přes mírné zvýšení v posledních dvou letech) výrazně méně než před rokem 2021. Mezi sledovanými zeměmi patří tato hodnota k nejnižším.**

#### Past nízké mzdy

(v %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	37,6	39,0	29,6	47,3	46,2	45,8	34,6	21,3	23,9	26,6
<b>AT</b>	55,7	48,8	48,4	46,9	44,5	44,7	45,1	42,7	42,9	44,0
<b>DE</b>	46,6	55,1	53,8	51,3	48,4	57,8	55,6	51,5	70,1	66,1
<b>PT</b>	21,9	11,6	12,2	13,1	14,4	14,7	16,4	19,2	23,5	22,3
<b>HU</b>	34,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
<b>PL</b>	53,4	54,6	54,4	86,6	91,5	58,2	57,5	40,9	44,5	47,3
<b>SI</b>	36,7	33,2	35,4	38,7	67,8	65,6	55,3	45,2	42,9	48,4
<b>SK</b>	23,4	24,5	26,0	27,9	28,2	27,0	28,8	29,9	18,3	22,2

Pozn.: Past nízké mzdy měří finanční motivaci nízkopříjmových pracovníků zvýšit své výdělky odpracováním většího počtu hodin a je definována jako podíl dodatečných hrubých příjmů, který je v takové situaci odveden do veřejných rozpočtů v důsledku kombinovaného dopadu daní z příjmu, příspěvků na sociální zabezpečení a odnětí dávek. Hodnoty v tabulce odpovídají modelovému příkladu osob žijících v páru a se dvěma dětmi, přičemž pouze jedna osoba je výdělečně činná a její hrubé příjmy se zvýší z 67 % na 100 % průměrné mzdy.

Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

**Při přechodu z neaktivity do zaměstnání se mzdou na úrovni 67 % průměru je – díky loňskému poklesu – pouze mírně přes čtvrtinu dodatečného hrubého výdělku odvedeno do veřejných rozpočtů, což je v rámci sledovaných zemí spíše nižší hodnota.**

#### Past neaktivity

(v %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CZ</b>	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	25,0	33,1	34,0	27,4
<b>AT</b>	31,4	28,4	28,7	29,1	20,5	19,7	20,4	19,3	19,3	19,4
<b>DE</b>	46,1	46,1	46,1	46,1	45,2	45,0	43,8	44,0	43,8	43,9
<b>PT</b>	20,5	32,2	32,6	30,8	31,5	30,7	32,2	31,3	34,5	34,2
<b>HU</b>	34,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
<b>PL</b>	37,1	55,9	54,7	37,2	33,4	32,0	32,0	34,8	34,9	34,9
<b>SI</b>	57,1	57,6	57,6	55,2	52,4	51,6	50,9	52,3	50,7	53,4
<b>SK</b>	29,9	29,9	29,9	29,9	28,7	29,1	29,1	29,1	29,2	29,1

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

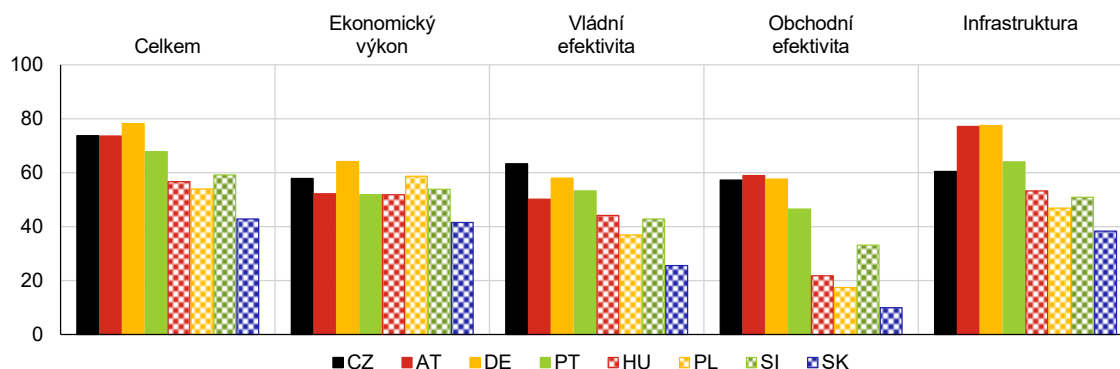
Zdroj: Evropská komise (Tax and benefits)

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## KONKURENCESCHOPNOST ČESKÉ EKONOMIKY

**Konkurenceschopnost české ekonomiky se v mezinárodním srovnání podle ukazatele IMD World Competitiveness oproti minulému roku zlepšila a spolu s Německem a Rakouskem patří mezi sledovanými zeměmi k nejvyšším. Sledované země však podle tohoto ukazatele dosahují ve srovnání s jinými vyspělými zeměmi světa spíše nižších úrovní konkurenceschopnosti.**

IMD World Competitiveness – celkový index a hlavní oblasti hodnocení konkurenceschopnosti (2025)

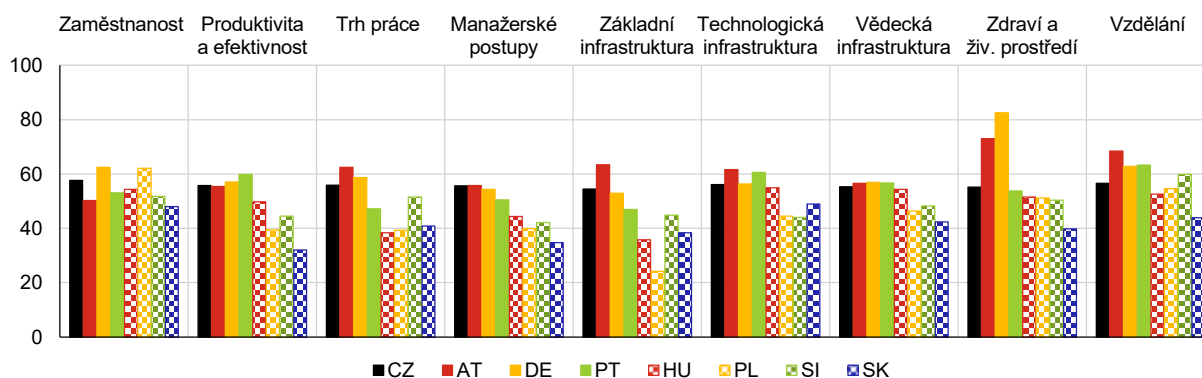


Pozn.: Vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané oblasti. Zobrazeny jsou hodnoty oficiálního skóre od vydavatele, přičemž celkový index je normován na škálu 0–100 (je tedy vyšší než průměrné skóre jednotlivých čtyř oblastí).

Zdroj: Mezinárodní institut pro rozvoj managementu / International Institute for Management Development, IMD, (2025)

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

IMD World Competitiveness – vybrané podoblasti (2025)







Pozn.: Index pro každou podoblast nabývá hodnot 0–100, přičemž vyšší hodnota znamená vyšší konkurenceschopnost v dané podoblasti.

Zdroj: Mezinárodní institut pro rozvoj managementu / International Institute for Management Development, IMD (2025)

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

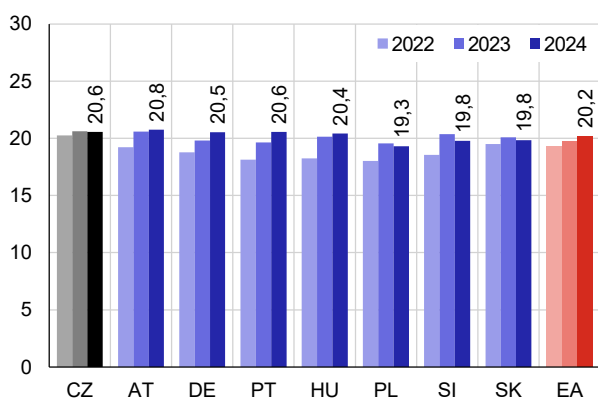
### 3.2.3 BANKOVNÍ SEKTOR

-  Kapitálová pozice
-  Ziskovost
-  Likviditní pozice
-  Úvěrové riziko

**Celkový kapitálový poměr bankovního sektoru ČR značí vysokou odolnost.**

**Celkový kapitálový poměr**

(v %)



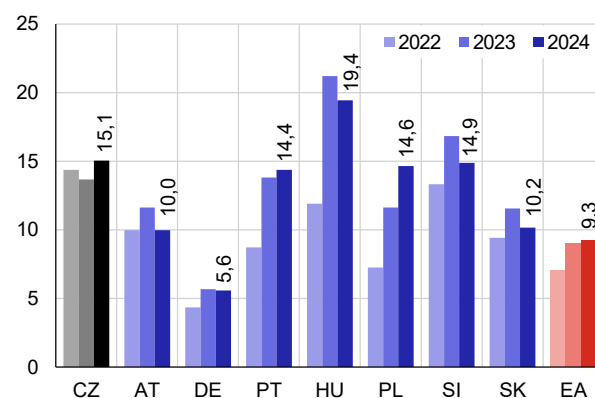
Pozn.: Jedná se o poměr kapitálu bank k jejich rizikově váženým aktivům.

Zdroj: ECB

**Rentabilita kapitálu v roce 2024 vzrostla a nadále výrazně převyšuje průměr eurozóny.**

**Rentabilita kapitálu (RoE)**

(v %)

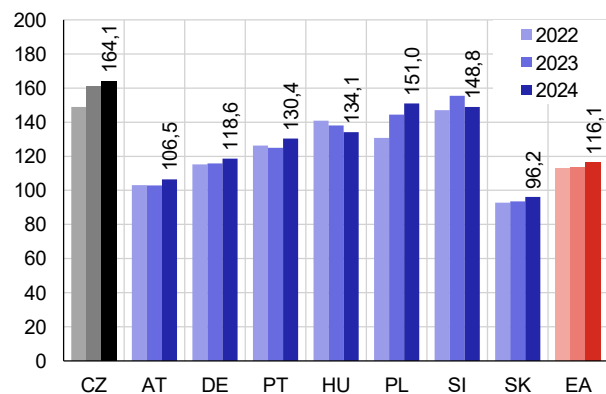


Zdroj: ECB

**Likviditní pozice domácího bankovního sektoru zůstává díky vysokému podílu likvidních aktiv a stabilních zdrojů financování robustní.**

**Poměr vkladů k poskytnutým úvěrům**

(v %)



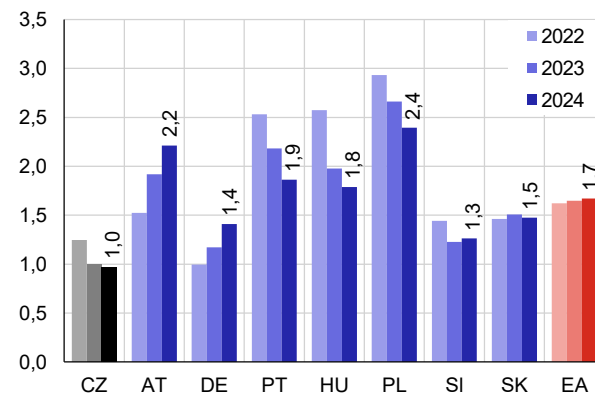
Pozn.: Vklady/úvěry rezidentům.

Zdroj: ECB

**Podíl úvěrů se selháním je i nadále v ČR ze sledovaných zemí nejnižší. Průměr eurozóny mírně vzrostl.**

**Úvěry se selháním**







(v % z celkových bankovních úvěrů)



Zdroj: ECB

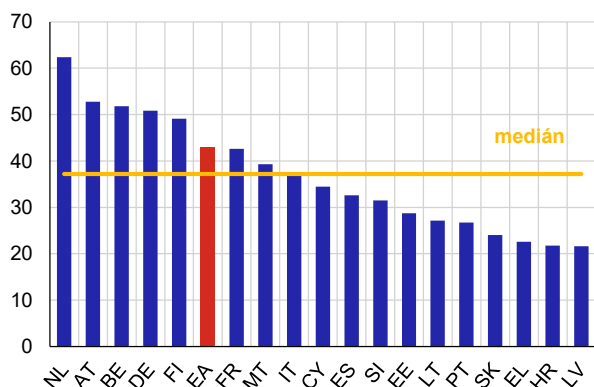
Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## 3.3 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

**Rozdíly v ekonomické úrovni zemí eurozóny zůstávají nadále výrazné.**

**HDP na obyvatele v zemích eurozóny**  
(2024, HDP v běžných cenách v tis. EUR)

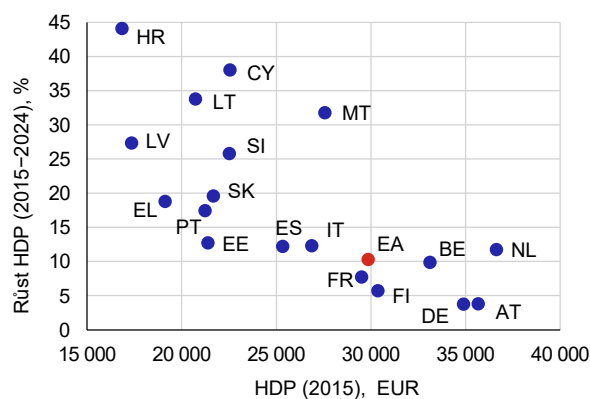


Pozn.: Lucembursko a Irsko nejsou ani v jednom z grafů uvedeny z důvodů mnoha specifik tamních ekonomik, která vedou k mimořádně vysoké hodnotě HDP na obyvatele.

Zdroj: Eurostat

**Proces reálné konvergence stále pokračuje zejména u států, které se k eurozóně připojily později.**

**Beta-konvergence reálného HDP v zemích eurozóny**

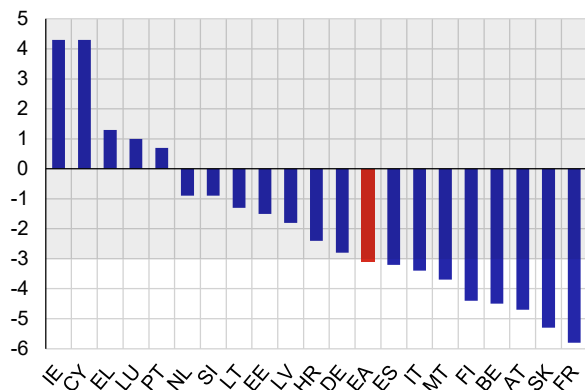


Pozn.: Graf zobrazuje vztah mezi růstem HDP na obyvatele v dané zemi a jeho výchozí úrovní (tzv. beta-konvergencí). Na vodorovné ose je HDP na obyvatele v paritě kupní síly (PPS) a na svislé růst reálného HDP.

Zdroj: Eurostat

V loňském roce pokračoval trend postupného zlepšování fiskální situace, když se deficit v eurozóně snížil k 3% hranici dané Paktem stability a růstu, mimo jiné v důsledku postupného ukončování vládních opatření z předchozích let. Čtvrtina členských států eurozóny dokonce vykázala přebytek veřejných financí.

Saldo sektoru vládních institucí v zemích eurozóny (2024, v % HDP)

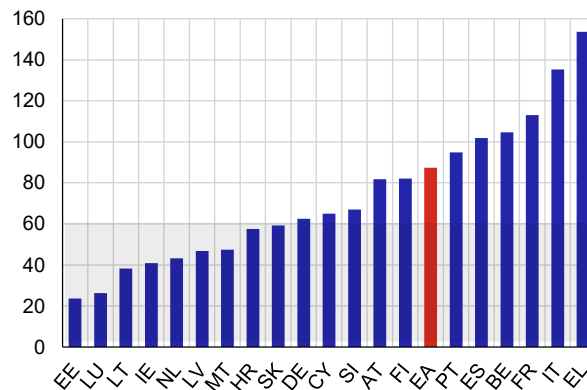


Pozn.: Země, které se nacházejí v šedé oblasti, dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu. Ten předepisuje limity deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP).

Zdroj: Eurostat

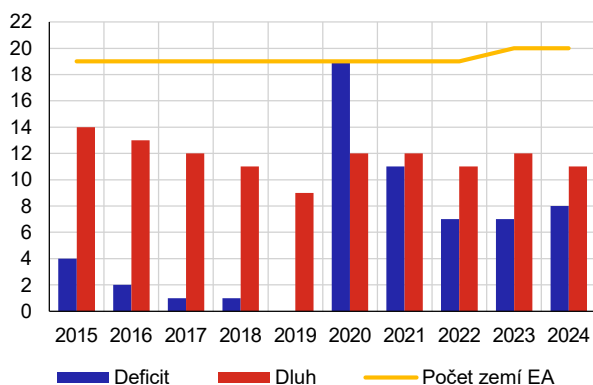
Poměr vládního dluhu k HDP zemí eurozóny se oproti roku 2023 příliš nezměnil a zůstal výrazně nad 60% limitem daným Paktem stability a růstu, ale též nad úrovní před koronavirovou krizí. Tento fiskální stav se týká více jak poloviny členských států eurozóny, již tradičně v čele se zeměmi jižního křídla.

Dluh sektoru vládních institucí v zemích eurozóny (2024, v % HDP)



V eurozóně stále přetrvává nižší fiskální disciplína, zejména pokud jde o veřejný dluh. Problémem ale zůstává i dodržování kritéria pro deficit.

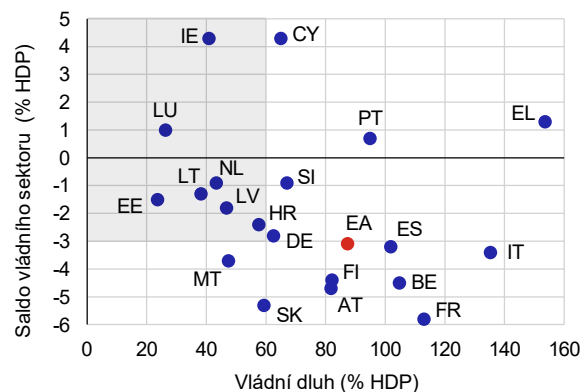
Nedodržování fiskálních kritérií (počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Počet zemí eurozóny splňujících zároveň kritérium dluhu i deficitu se v roce 2024 zvýšil na 7 (oproti 5 zemím z roku 2023), což nelze považovat za obrát k výraznému zlepšení fiskální situace.

Fiskální pozice zemí eurozóny (2024)



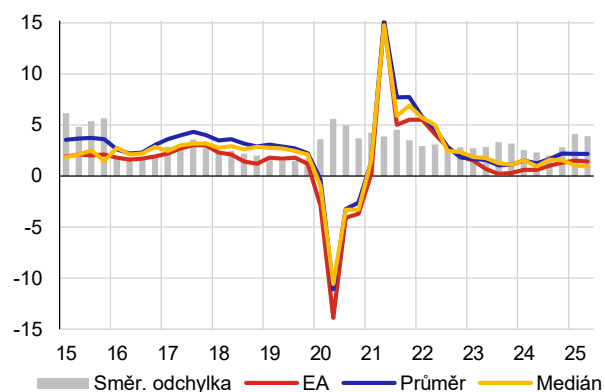
Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování Paktu o stabilitě a růstu.

Zdroj: Eurostat

**Ekonomická aktivita v eurozóně se – i přes přetrvávající nepříznivé podmínky – začala zotavovat. V roce 2024 růst odrážel především pozitivní příspěvek spotřeby a čistého vývozu. Letos růst pokračuje a dále by mohl být podpořen opatřeními ohledně výdajů na obranu.**

#### Růst reálného HDP zemí eurozóny

(mzr. v %)



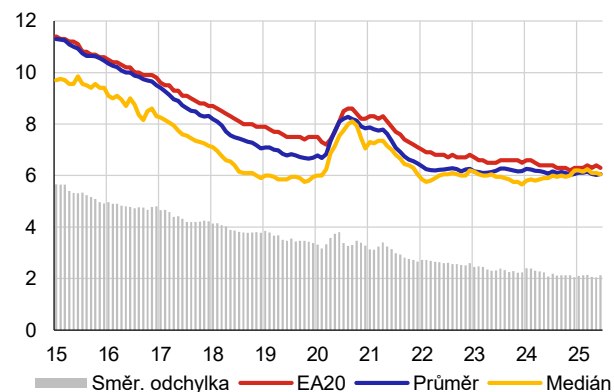
Pozn.: Čtvrtletní řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr růstu HDP v daném čtvrtletí napříč zeměmi eurozóny. Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Trh práce v eurozóně zůstal v loňském roce celkově odolný. Míra nezaměstnanosti se již na přelomu loňského roku mírně snížila ze zhruba 6,5 % o něco blíže k 6% hranici, tedy na jednu z nejnižších hodnot zaznamenaných od vzniku eurozóny.**

#### Nezaměstnanost v zemích eurozóny

(v %)



Pozn.: Měsíční řada „průměr“ zobrazuje nevážený aritmetický průměr nezaměstnanosti v daném měsíci napříč zeměmi eurozóny.

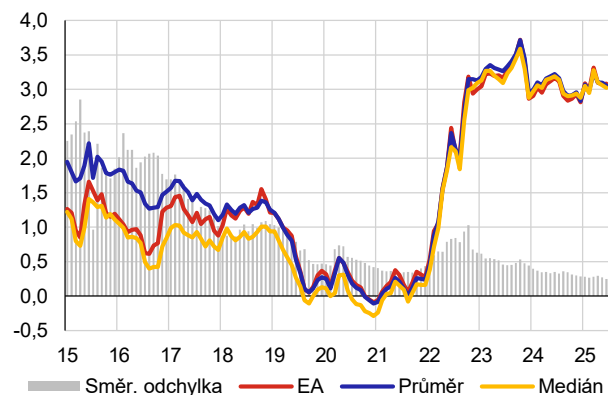
Zdrojové řady jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Dlouhodobé výnosy vládních dluhopisů v eurozóně se již více jak dva roky pohybují na zvýšené 3% úrovni. Za jejich mírným zvýšením na počátku roku 2025 stojí vyšší emise vládního dluhu, ale též ústup podpory ECB definitivním ukončením reinvestic v programu PEPP.**

#### Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů v zemích eurozóny

(v %)



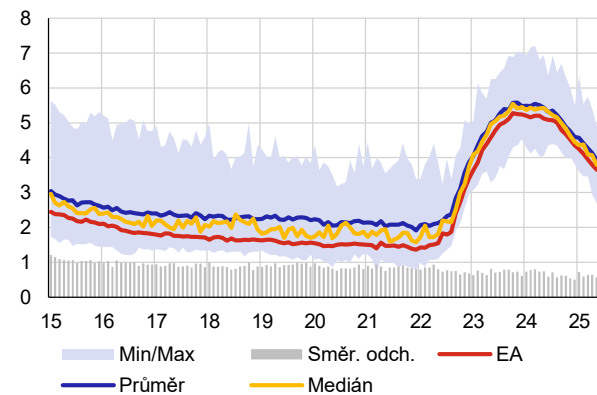
Pozn.: Výnosy dluhopisů pro konvergenční kritéria. Doba splatnosti dluhopisů je kolem deseti let. Estonsko není z důvodu nedostupnosti časové řady v grafu zahrnuto. Měsíční řada EA zobrazuje vývoj váženého průměru desetiletých vládních dluhopisů zemí eurozóny.

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

**Po výrazném růstu sazeb klientských úvěrů v předešlých letech přinesl loňský, ale prozatím též i letošní rok, značné zvolnění jejich dynamiky. Sazby poklesly z vrcholných více jak 5 % k úrovni 3,5 %, což odráží zejména snižování úrokových sazeb ECB.**

#### Náklady nefinančních podniků na získávání finančních prostředků

(v %)



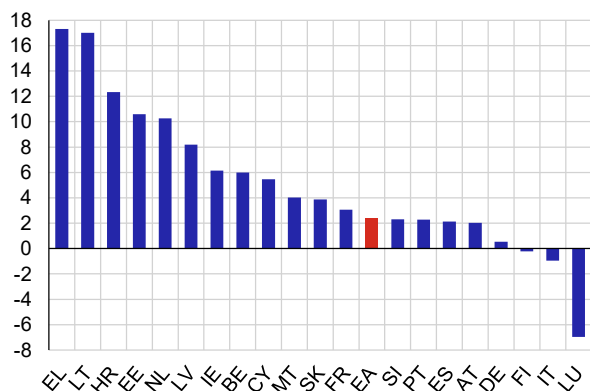
Pozn.: Kompozitní indikátor zahrnuje vážený průměr nákladů nefinančních podniků na získání krátkodobých i dlouhodobých úvěrů. Jedná se o měsíční časové řady.

Zdroj: ECB (MIR databáze), výpočet ČNB

**Objem bankovních úvěrů nefinančním podnikům roste ve většině zemí eurozóny, přičemž tempo jeho růstu se mírně zvýšilo. Navzdory snižování úrokových sazeb jsou však firmy stále relativně opatrné vzhledem k nejisté ekonomické situaci ve světě.**

#### Růst bankovních úvěrů domácím nefinančním podnikům

(1. pololetí 2025, mzr., v %)



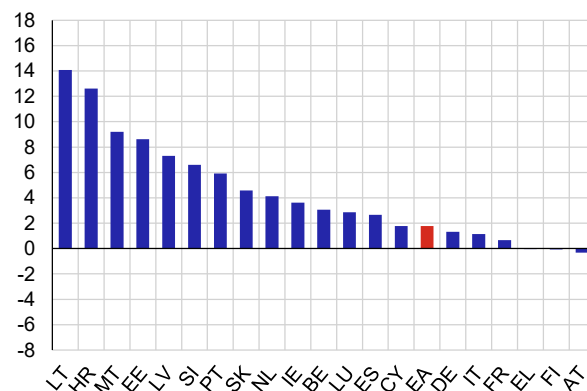
Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2025.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**Uvolněnější nastavení měnové politiky a větší spotřebitelská důvěra napomohly zrychlení růstu bankovních úvěrů domácnostem. V první polovině roku 2025 již zaznamenala jejich růst dokonce většina zemí eurozóny. Zásadní roli zde hraje výrazná dynamika růstu úvěrů na bydlení.**

#### Růst bankovních úvěrů domácnostem

(1. pololetí 2025, mzr., v %)



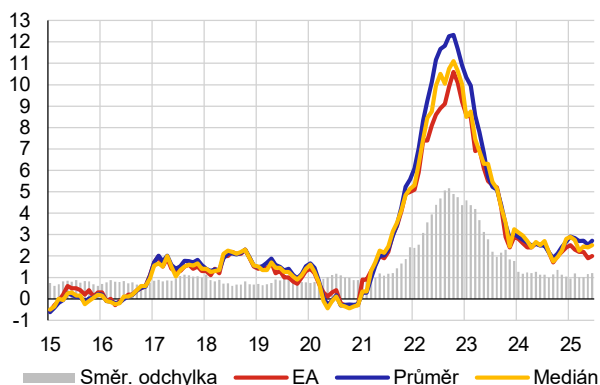
Pozn.: Průměrný meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi za prvních šest měsíců r. 2025.

Zdroj: ECB (BSI databáze), výpočet ČNB

**Celková inflace v eurozóně v roce 2024 navázala na předešlou dezinflační trajektorii. Její výkyvy, včetně mírného zvýšení na konci roku, byly způsobeny především cenami energií, přičemž inflace ve službách byla stále zvýšená, a táhla tak celkovou inflaci nahoru. Letos se již inflace pohybuje poblíž cíle ECB.**

#### Celková inflace v zemích eurozóny

(mzr., v %)



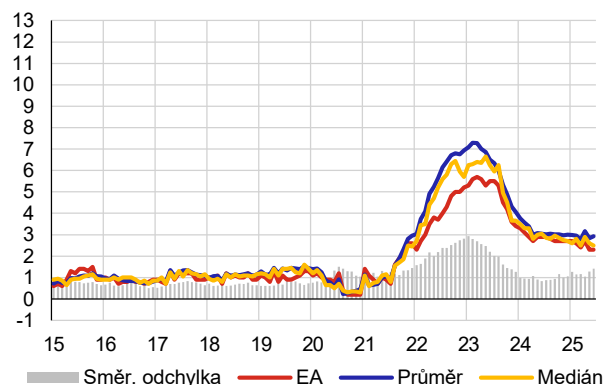
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném období napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Jádrová inflace v první polovině loňského roku dále zpomalila, následně však stagnovala na hodnotách kolem 2,7 %. K tomu přispěla mimo jiné zvýšená dynamika cen služeb. Letos se dezinflační proces obnovil, mimo jiné díky ochlazení tlaků na mzdy, a jádrová inflace se přiblížila 2% hranici.**

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

(mzr., v %)



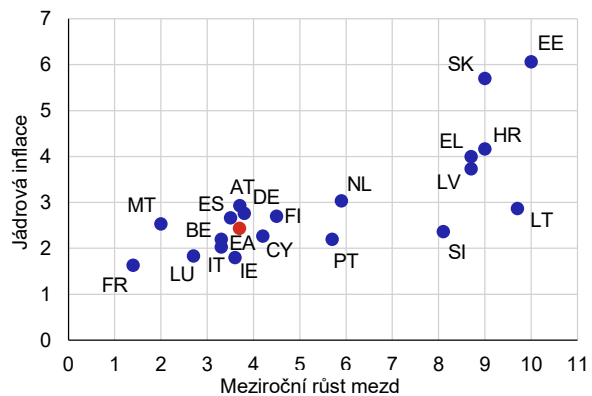
Pozn.: Řada průměr zobrazuje nevážený aritmetický průměr inflace v daném období napříč zeměmi eurozóny.

Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

**Přetrvávající rozdíly v míře jádrové inflace jsou napříč zeměmi eurozóny stále patrné, navíc jsou nadále doprovázeny rozdílným vývojem mezd.**

#### Růst mzdových nákladů a jádrová inflace

(mzr. růsty ve 2. čtvrtletí 2025 v %)



Pozn.: Řady růstu mezd jsou sezónně očištěné.

Zdroj: Eurostat

Viz [Celkové vyznění analýz](#)

## 4 TEORETICKÁ VÝCHODISKA ANALÝZ

Základním teoretickým východiskem pro vyhodnocení, zda jsou země dobrými kandidáty pro zavedení společné měny, je teorie optimálních měnových zón.<sup>47</sup> V souvislosti se vznikem jednotné evropské měny jsou poznatky této teorie často používány k vyhodnocení vhodnosti přijetí eura stávajícími zeměmi eurozóny a racionality stejného kroku pro nové členské země Evropské unie.<sup>48</sup> Faktory, které přispívají k výhodám společné měny oproti volnému nominálnímu měnovému kurzu, pak tvoří soubor tzv. charakteristik optimální měnové zóny.

**Na základních přínosech a nákladech přijetí společné měny se ekonomové shodují, význam jednotlivých argumentů se však může měnit v čase nebo podle charakteristik příslušných ekonomik.** Mezi přínosy patří pokles nákladů mezinárodního obchodu, zejména eliminace kurzového rizika a nákladů na jeho zajištění, snížení transakčních nákladů a snadnější srovnatelnost cen. Náklady pramení jednorázově z vlastní změny zákonného platidla, dlouhodobě pak z rizika vyššího kolísání ekonomické aktivity a spotřeby v důsledku ztráty samostatné měnové politiky a ze snížení akceschopnosti domácí makroekonomické politiky.

**Klíčové charakteristiky určující vhodnost účasti země v měnové zóně jsou podobnost transmisních mechanismů a vysoká míra ekonomického propojení.** Podobnost transmisních mechanismů zajišťuje, že společná měnová politika nepovede k rozdílným makroekonomickým dopadům v různých částech měnové unie. Vysoká míra ekonomické integrace zvyšuje přínosy společné měny z důvodu eliminace obchodních a investičních bariér. Nejnovější empirické studie skutečně potvrzují pozitivní přínos zavedení jednotné měny pro mezinárodní obchod.

**Původní literatura byla, co se týče efektů společné měny na obchod, poměrně optimistická.**<sup>49</sup> Pozdější studie (např. Baldwin, 2006) byly skeptičtější a Havránek (2010) v přehledové studii dokonce zjišťuje, že vliv zavedení eura na obchod mezi zeměmi eurozóny není statisticky významný a je s vysokou pravděpodobností menší než 5 %. Novější studie se vrací k pozitivním, avšak nižším odhadům.<sup>50</sup>

**Nejnovější empirická literatura odhalila značnou heterogenitu efektů zavedení společné měny na obchod.**<sup>51</sup> Tato heterogenita se týká jak dopadů mezi zeměmi, tak mezi sektory. Efekty společné měny na vzájemný obchod jsou typicky nižší, pokud je sektor nebo země již před vstupem do měnové unie výrazně zapojena do mezinárodního obchodu, rovněž jsou nižší pro velké ekonomiky a jsou nízké nebo žádné, pokud země měla pevný kurz již před zavedením společné měny.<sup>52</sup> Heterogenita efektů napříč zeměmi a sektory může přispět k vysvětlení konfliktních výsledků předchozích studií.

**Sladěnost hospodářských cyklů a podobnost šoků snižuje náklady na vzdání se některých přizpůsobovacích mechanismů po vstupu do měnové unie.** Sladěné hospodářské i finanční cykly totiž vedou k tomu, že společná měnová politika je adekvátní pro všechny členy měnové unie. Pandemie covidu-19 vedla k nárůstu cyklického sladění ekonomik EU, ten byl však spíše odrazem společného mimoekonomického šoku než trvalé strukturální konvergence, přičemž intenzita sladění se mezi jednotlivými zeměmi výrazně lišila.<sup>53</sup> Teprve budoucí data ukáží, zda se tato vyšší míra synchronizace ukáže jako trvalá.

**Vzájemný obchod a strukturální podobnost ekonomické cykly sladuje, zatímco rozdíly v regulaci trhu práce a rozdíly ve fiskálních a strukturálních politikách jejich sladěnost snižují.**<sup>54</sup> Pro zvýšení sladěnosti hospodářských cyklů v eurozóně je proto důležité, aby docházelo k dalšímu prohloubení koordinace strukturálních politik mezi jednotlivými zeměmi.<sup>55</sup>

<sup>47</sup> Za základní články této teorie jsou považovány práce Mundell (1961), McKinnon (1963) a Kenen (1969). Novější přehled vývoje literatury lze najít např. v knize De Grauwe (2013).

<sup>48</sup> Rozhodnutí zavést společnou měnu je mimo ekonomické argumenty motivováno také politickou a společenskou poptávkou, jak rozebírá např. Eichengreen (2008) a Spolaore (2013).

<sup>49</sup> Např. Rose (2000) našel efekty v řádu stovek procent.

<sup>50</sup> Glick a Rose (2016), Rose (2016).

<sup>51</sup> Chen a Novy (2018), Vicquery (2021).

<sup>52</sup> Lalinský a Meriküll (2021).

<sup>53</sup> De Haan et al. (2024); Arčabić et al. (2024).

<sup>54</sup> Duran a Ferreira-Lopes (2015), Inklaar a kol. (2008).

<sup>55</sup> Lukmanova a Tondl (2017).

**Náklady na vstup do měnové unie závisí také na schopnosti ekonomiky využít ostatních přizpůsobovacích mechanismů.** Mezi tyto mechanismy patří pružnost trhu práce i trhu produktů nebo proticyklicky působící fiskální politika. Flexibilní trh práce a mobilní pracovní síla mohou alespoň částečně kompenzovat přetrvávající asymetrické šoky v rámci měnové unie. Ztráta samostatné měnové politiky pak může být do jisté míry kompenzována možností použít fiskální politiku. Proticyklické působení fiskální politiky je ovšem kriticky závislé na kondici veřejných financí, tj. na tom, zda má fiskální politika k dispozici potřebný manévrovací prostor.<sup>56</sup>

**Pro přistupující země mohou být podstatné i přechodné dopady přijetí eura.** Mezi tyto dopady patří například pokles rizikové prémie, uvolnění úvěrových podmínek či vývoj produktivity v sektorech obchodovatelných a neobchodovatelných statků.<sup>57</sup> Pro konvergující země může být dalším nákladem i přetrvání inflačního diferenciálu,<sup>58</sup> který se může odrazit v poklesu reálných sazeb a mít tak dočasný destabilizující dopad na ekonomiku skrze makrofinanční vazby.<sup>59</sup>

**Obecné principy jsou potvrzeny analýzami založenými na strukturálních makroekonomických modelech.**<sup>60</sup> Z modelových analýz plyne, že náklady se zvyšují s významem domácích poptávkových (zejména fiskálních) šoků a snižují se s rostoucí mírou obchodní integrace. Například v simulaci nákladů přijetí společné měny ve středoevropských zemích dochází autoři na základě DSGE modelu k závěru, že pro Českou republiku a Polsko jsou náklady ztráty samostatné měnové politiky oproti Maďarsku relativně vysoké z důvodu velkého významu domácích poptávkových šoků, např. šoků do vládní spotřeby.<sup>61</sup>

**Atraktivnost vstupu do měnové unie souvisí i s efektivním fungováním jejích institucí.**<sup>62</sup> Studie poukazují na to, že v případě eurozóny byla hlavním problémem slabá politická integrace,<sup>63</sup> neboť fiskální pravidla mohou být účinná pouze tehdy, pokud existuje instituce, která by je vynucovala (řešením však nemusí nutně být úplná fiskální unie).<sup>64</sup> Na druhou stranu jiné

studie argumentují, že eurozóna může být funkční a prospěšná pro všechny členy i bez fiskální unie, ale pouze tehdy, pokud budou zavedeny záchranné mechanismy v rámci bankovní unie.<sup>65</sup> Nejistota ohledně budoucího fungování institucí eurozóny nicméně představuje důvod pro to, aby nové členské státy vstup do měnové unie řádně zvažovaly a minimálně počkaly, dokud se pravidla fungování institucí eurozóny nevyjasní.<sup>66</sup> V tomto kontextu de Grauwe a Ji (2022) ukazují, že křehkost eurozóny se po zkušenostech z dluhové krize snížila díky zásahům ECB a novým fiskálním nástrojům EU, jak se projevilo během pandemie covidu-19, kdy nedošlo k opakování dluhové krize. Zároveň však zdůrazňují, že tato křehkost zcela nezmizela a eurozóna zůstává zranitelná vůči budoucím velkým šokům, důvodem je právě institucionální nejistota.

<sup>56</sup> Romer a Romer (2018), Babecká Kucharčuková a Brůha (2017).

<sup>57</sup> Ahrend a kol. (2008) nebo Lin a Treichel (2012) upozorňují, že důsledkem nadměrného snížení dlouhodobých úrokových sazeb po přijetí společné měny v některých ekonomikách (ve srovnání s tím, co by implikovalo Taylorovo pravidlo při nezávislé měnové politice) byl vznik bublin na trzích aktiv, především na trzích s nemovitostmi. Nebezpečím pro makroekonomickou stabilitu může být též nadhodnocení reálného kurzu, což pro Řecko, Irsko a Portugalsko nacházejí El-Shagi a kol. (2016).

<sup>58</sup> Brůha a Podpiera (2007).

<sup>59</sup> Příklady pro jednotlivé země lze najít v následující literatuře: Martin (2010); Hampl a Skořepa (2011); Lin a Treichel (2012).

<sup>60</sup> Například Ferreira-Lopes (2010) zkoumá náklady přijetí eura pro Švédsko a Spojené království a dochází k závěru, že pro tyto země by náklady přijetí společné měny převážily nad přínosy.

<sup>61</sup> Ferreira-Lopes (2014).

<sup>62</sup> Například De Grauwe (2010a, b).

<sup>63</sup> Razin a Rosefielde (2012).

<sup>64</sup> Wyplosz (2015).

<sup>65</sup> Mongelli (2013). Podobně studie autorů Neri a Ropele (2015) ukazuje, že měnová politika ECB pomohla zmírnit dopady dluhové krize i bez fiskální koordinace.

<sup>66</sup> Podpiera a kol. (2015).

## 5 SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Česká národní banka: *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2005–2024*. Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>

Česká národní banka (2025a): *Metodologická příloha Analýz sladění*. Dostupné online: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prijeti-eura/>

Česká národní banka: *čnBlog – Oficiální blog České národní banky*. Dostupné online: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/)

Evropská komise (2024): „2024 Ageing Report, Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022–2070),“ Institutional Paper 279, April 2024. Dostupné online: [https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2024-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2022-2070\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2024-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2022-2070_en)

Evropská komise (2025a): *Cyclical Adjustments of Budget Balances*, Autumn 2025, Table 9A.

Evropská komise (2025b): *Statistical Annex to European Economy*, Autumn 2025.

Mezinárodní institut pro rozvoj managementu / International Institute for Management Development, IMD (2025): „World Competitiveness Yearbook 2025.“

Ministerstvo financí ČR (2025): *Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2025 včetně rozpočtové dokumentace*, září 2025.

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

### Tematické kapitoly

#### Synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU v čase globálních turbulencí

Andrle, M., Brůha, J., Solmaz, S. (2016): "Output and Inflation Co-movement: An Update on Business-Cycle Stylized Facts," IMF Working Papers 2016/24.

Andrle, M., Brůha, J., Solmaz, S. (2017): "On the sources of business cycles: implications for DSGE models," ECB Working Paper Series 2058.

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2019): „Synchronizace ekonomické aktivity v zemích EU,“ Tematická kapitola v *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2019*, ČNB.

Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J., Král P., Motl M., Tonner, J. (2022): „Assessment of the Nature of the Pandemic Shock: Implications for Monetary Policy,“ CNB Research and Policy Notes 2022/01.

Barigozzi, M., Hallin, M., Soccorsi, S., von Sachs, R. (2021): „Time-varying general dynamic factor models and the measurement of financial connectedness,“ *Journal of Econometrics* 222 (1B), s. 324-343.

Eichler, M., Motta, G., von Sachs R. (2011): „Fitting dynamic factor models to non-stationary time series,“ *Journal of Econometrics* 163(1), s. 51-70.

Hale, T., Angrist, N., Goldszmidt, R., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., Webster, S., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Majumdar, S., Tatlow, H. (2021): "A global panel database of pandemic policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker)," *Nature Human Behaviour* 5, s. 529–538.

### Euroizace z pohledu financování podniků

Audzei, V., Brůha, J., Sutóris, I. (2025): „Does Firms' Financing in Foreign Currency Matter for Monetary Policy?“, Working Paper Series 10/2025, ČNB. Dostupné online: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research\\_publications/cnb\\_wp/cnbwp\\_2025\\_10.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2025_10.pdf)

### Kurz koruny a konkurenceschopnost – překážka nebo argument pro euro?

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

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

Brůha, J., Komárek, L., Motl, M. (2023): „Měnový kurz jako dílčí indikátor pro (ne)přijetí eura.“ Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou 2023. Česká národní banka.

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

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

Li, Q., Racine, J. S. (2007): Nonparametric Econometrics: Theory and Practice. Princeton University Press.

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

### Inflační vlna v evropských zemích: jaký je vliv eura ve srovnání s ostatními faktory?

Angrist, J., Pischke, J.S. (2014). "Mastering 'Metrics: The Path from Cause to Effect," Economics Books, Princeton University Press.

Belloni, A., & Chernozhukov, V. (2013). Least Squares After Model Selection in High-Dimensional Sparse Models. *Bernoulli*, 19(2), 521–547.

Harding, M., Lindé, J., Trabandt, M. (2023): "Understanding post-COVID inflation dynamics," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 140(S), pages 101-118.

Grömping, U. (2007). Estimators of relative importance in linear regression based on variance decomposition. *The American Statistician*, 61(2), 139–147.

### Teoretická východiska analýz

Ahrend, R., Cournède, B., Price, R. (2008): „Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil,“ OECD, Economics Department Working Paper, No. 597.

Arčabić, V., I. Panovska, J. Tica (2024): “Business cycle synchronization and asymmetry in the European Union.” *Economic Modelling*, 139:106811.

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

Baldwin, R. (2006): „In or Out: Does It Matter? An Evidence-Based Analysis of the Euro's Trade Effects,“ Centre for Economic Policy Research.

Brůha, J., Podpiera, J. (2007): „Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration,“ Working Paper Series 0740, European Central Bank.

Bunyan, S., Duffy, D., Filis, G. Tingbani I. (2020) Fiscal policy, government size and EMU business cycle synchronization *Scottish Journal of Political Economy* Volume 67, Issue 2, May 2020, 137-230

- Chen, N., Novy, D. (2018): „Currency Unions, Trade and Heterogeneity,” CESifo Working Paper Series, No. 7123.
- De Haan, J., Jacobs, J. P., Zijm, R. (2024): “Coherence of output gaps in the euro area: The impact of the COVID-19 shock.” *European Journal of Political Economy*, 84.
- De Grauwe, P. (2010a): „Crisis in the eurozone and how to deal with it,” CEPS Policy Brief, No. 204, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- De Grauwe, P. (2010b): „The Financial Crisis and the Future of the Eurozone,” Bruges European Economic Policy Briefings, No. 21.
- De Grauwe, P. (2013): „Economics of Monetary Union,” Ninth Edition, Oxford University Press, New York.
- De Grauwe, P., Ji, Y. (2022): "The fragility of the Eurozone: Has it disappeared?," *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 120(C).
- Duran, H. E., Ferreira-Lopes, A. (2015): „Determinants of Comovement and of Lead and Lag Behavior of Business Cycles in the Eurozone,” Working Papers Series 2 15-02, ISCTE-IUL, Business Research Unit (BRU-IUL).
- Eichengreen, B. (2008): „Sui Generis EMU,” *European Economy – Economic Papers* 303, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission.
- El-Shagi, M., Lindner, A., von Schweinitz, G. (2016): „Real Effective Exchange Rate Misalignment in the Euro Area: A Counterfactual Analysis,” *Review of International Economics*, vol. 24, pp. 37–66.
- Ferreira-Lopes, A. (2010): „In or out? The welfare costs of EMU membership,” *Economic Modelling*, vol. 27, No. 2, pp. 585–594.
- Ferreira-Lopes, A. (2014): „The Welfare Costs of the EMU for Transition Countries,” *Prague Economic Papers* 2014, vol. 24, No. 4, pp. 446–473.
- Glick, R., Rose, A. K. (2016): „Currency Unions and Trade: A Post-EMU Reassessment,” *European Economic Review*, vol. 87, pp. 78–91.
- Hampl, M., Škořepa, M. (2011): „Long-run equilibrium exchange rate notions in monetary policy strategies: The case of the Czech National Bank,” in *The Influence of External Factors on Monetary Policy Frameworks and Operations*, BIS Paper 57, pp. 155–162, Bank for International Settlements.
- Havránek, T. (2010): „Rose Effect and the Euro: Is the Magic Gone?” *Review of World Economics*, vol. 146, No. 2, pp. 241–261.
- Inklaar, R., Jong-A-Pin, R., de Haan, J. (2008): „Trade and business cycle synchronization in OECD countries – A re-examination,” *European Economic Review* vol. 52, No. 4, pp. 646–666.
- Kenen, P. B. (1969): „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,” in Mundell and Swoboda (eds.) *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press.
- Lalinský, T., Meriküll, J. (2021): „The Effect of the Single Currency on Exports: Comparative Firm-Level Evidence,” *International Journal of Central Banking*, vol. 17, No. 3, pp. 203–239.
- Lin, J. Y., Treichel, V. (2012): „The crisis in the Euro zone: did the euro contribute to the evolution of the crisis?” *Policy Research Working Paper Series* 6127, The World Bank.
- Lukmanova, E., Tondl, G. (2017): „Macroeconomic Imbalances and Business Cycle Synchronization. Why Common Economic Governance is Imperative for the Eurozone,” *Economic Modelling*, vol. 62, pp. 130–144.
- Martin, R. (2010): „Boom and bust in the Baltic countries — Lessons to be learnt,” *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, vol. 45, issue 4, pp. 220–226.
- McKinnon, R. I. (1963): „Optimum Currency Areas,” *American Economic Review*, vol. 53, No. 4, pp. 717–725.
- Mongelli, P. F. (2013): „The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance Between Sceptics and Advocates Shifting?” *Occasional Paper Series* 144, European Central Bank.

- Mundell, R. A. (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas,“ *American Economic Review*, vol. 51, No. 4, pp. 657–665.
- Neri, S., Ropele, T. (2015): „The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area,“ *Economic working papers 1007*, Bank of Italy.
- Podpiera, J., Wiegand, J., Yoo, J. (2015): „Euro Adoption in New Member States: Macroeconomic Benefits and Challenges,“ *IMF Staff Report*.
- Razin, A., Rosefielde, S. (2012): „A Tale of Politically-Failing Single-Currency Area,“ *NBER Working Papers 18352*, National Bureau of Economic Research.
- Romer, C., Romer, D. (2017): „Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises,“ *NBER Working Papers 23931*, National Bureau of Economic Research.
- Rose, A. K. (2000): „One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade,“ *Economic Policy*, vol. 15, pp. 7–45.
- Rose, A. K. (2016): „Why Do Estimates of the EMU Effect On Trade Vary so Much?“ *NBER Working Papers 22678*, National Bureau of Economic Research.
- Spolaore, E. (2013): „What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists,“ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, No. 3, pp. 125–44.
- Vicquery, R. (2021): „The Common Currency Effect on International Trade: Evidence from an Accidental Monetary Union,“ *Banque de France Working Paper*, No. 856.
- Wyplosz, C. (2015): „Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences,“ published in: *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (eds), *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, NBER Chapter No. 12656, pp. 495–525.

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Na Příkopě 28

115 03 Praha 1

Česká republika

Kontakt:

ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ

Tel.: 224 411 111

[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

