

# **Komparace vývoje české a slovenské ekonomiky během krize: je existence domácí měny výhodou?**

**Bakalářská práce**

**Vedoucí práce:**

**doc. Ing. Lubor Lacina, Ph.D.**

**Adam Dvořák**



## **Poděkování**

Rád bych poděkoval doc. Ing. Luboru Lacinovi, Ph.D. za odborné vedení, cenné rady, poznatky a připomínky, které mi poskytnul při psaní mé bakalářské práce.



## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Komparace vývoje české a slovenské ekonomiky během krize: je existence domácí měny výhodou?**

vypracoval samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 23. května 2016

---



## **Abstract**

Dvořák A, Comparison of Czech and Slovak economy: Is the existence of domestic currency an advantage? Bachelor thesis. Brno 2016.

The aim of this work is to determinate the impact of own monetary policy during the crisis in case of Czech republic and compare this with situation in Slovak economy, which is quite similar to the economy of Czech republic, but has already adopted euro. The work is a comparison of the performance of individual indicator of the economy during the crisis. These indicators help to determinate whether its own monetary policy brings in times of crisis any advantages or it is better to use the financial stability of monetary union.

## **Keywords**

Domestic currency, euro, Eurozone, crisis, exchange intervention

## **Abstrakt**

Dvořák A., Komparace české a slovenské ekonomiky během krize: Je existence domácí měny výhodou? Bakalářská práce. Brno 2016.

Cílem práce je vyhodnotit, jaký vliv mělo používání vlastní monetární politiky v období krize na českou ekonomiku a porovnat tuto situaci se Slovenskem, které se České republice podobá, a zároveň je členem eurozóny. V práci je provedeno porovnání jednotlivých ukazatelů výkonnosti daných ekonomik v období krize, ze kterých bude možné určit, zda vlastní monetární politika přináší v čase krize nějaké výhody či je lepší využít finanční stabilitu měnové unie.

## **Klíčová slova**

Domácí měna, euro, eurozóna, krize, devizová intervence





# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b>	<b>16</b>
1.1	Úvod.....	16
1.2	Cíl práce.....	17
<b>2</b>	<b>Metodika a použitá data</b>	<b>18</b>
<b>3</b>	<b>Výhody a nevýhody vlastní měny v období krize pro ČR</b>	<b>20</b>
3.1	Nezávislá měnová politika.....	21
3.2	Plovoucí kurz koruny.....	22
3.3	Intervence koruny 2013.....	23
3.4	Nevýhody plovoucího kurzu.....	24
3.5	Srovnání české a slovenské ekonomiky.....	25
3.6	Dílčí shrnutí.....	26
<b>4</b>	<b>Výhody a nevýhody zavedení eura na Slovensku</b>	<b>27</b>
4.1	Přímé výhody zavedení eura na Slovensku.....	27
4.2	Nepřímé výhody.....	29
4.3	Nevýhody.....	30
4.4	Dílčí shrnutí.....	32
<b>5</b>	<b>Výchozí pozice a dopady krize na slovenskou a českou ekonomiku</b>	<b>33</b>
5.1	Společné a rozdílné znaky a dopady na ekonomiky střední Evropy.....	33
5.2	Slovensko.....	34
5.3	Česká republika.....	36
5.4	Dílčí shrnutí.....	38
<b>6</b>	<b>Využití měnových nástrojů</b>	<b>39</b>
6.1	Hlavní úrokové sazby.....	39
6.2	Vývoj měnového kurzu.....	40
<b>7</b>	<b>HDP</b>	<b>42</b>
7.1	Vývoj HDP na obyvatele v PPS.....	42

---

7.2	Vývoj HDP na obyvatele ve stálých cenách.....	43
7.3	Vývoj HDP v období 1Q 2007 – 3Q 2013.....	44
7.4	Vývoj HDP a jeho komponent na Slovensku .....	45
7.5	Vývoj HDP a jeho komponent v ČR.....	46
7.6	Vývoj HDP v období Q4 2013 – Q4 2015.....	47
7.7	Vývoj HDP a jeho komponent na Slovensku .....	48
7.8	Vývoj HDP a jeho komponent v ČR.....	49
7.9	Dílčí shrnutí .....	50
<b>8</b>	<b>Zahraniční obchod</b>	<b>51</b>
8.1	Celkový vývoj exportu .....	51
8.2	Vývoj exportu v období Q1 2007 – Q3 2013.....	51
8.3	Vývoj exportu v období Q4 2013 – Q4 2015.....	53
8.4	Dílčí shrnutí .....	54
<b>9</b>	<b>Inflace</b>	<b>56</b>
9.1	Vývoj inflace v letech 2013 – 2016.....	58
9.2	Dílčí shrnutí .....	59
<b>10</b>	<b>Veřejné finance</b>	<b>60</b>
10.1	Vliv ESM.....	61
10.2	Dílčí shrnutí .....	62
<b>11</b>	<b>Konkurenceschopnost</b>	<b>63</b>
11.1	Reálný efektivní měnový kurz.....	63
11.2	Směnné relace.....	63
11.3	Produktivita práce .....	64
11.4	Dílčí shrnutí .....	65
<b>12</b>	<b>Diskuse</b>	<b>66</b>
<b>13</b>	<b>Závěr</b>	<b>67</b>
13.1	Období 2007 - 2013.....	67
13.2	Období 2013 - 2015.....	67
13.3	Další faktory hodnocení.....	68

Obsah 11

---

**Citovaná literatura** **70**

## Seznam grafů

GRAF 1 VÝVOJ HLAVNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ČNB A ECB V OBDOBÍ 2006 - 2016 .....	39
GRAF 2 VÝVOJ MĚNOVÉHO KURZU EUR/CZK V OBDOBÍ 2007 - 2016.....	40
GRAF 3 VÝVOJ HDP NA OBYVATELE V PPS, EU28 = 100 .....	43
GRAF 4 VÝVOJ HDP NA OBYVATELE VE STÁLÝCH CENÁCH K ROKU 2005, V DOLARECH.....	43
GRAF 5 MÍRA RŮSTU REÁLNÉHO HDP V POROVNÁNÍ SE STEJNÝM OBDOBÍM PŘEDCHOZÍHO ROKU V OBDOBÍ Q1 2007 - Q3 2013.....	44
GRAF 6 RŮST REÁLNÉHO HDP Q2 2008 =100, ČTVRTLETNÍ DATA .....	45
GRAF 7 VÝVOJ ČTVRTLETNÍHO RŮSTU HDP ČR V MEZIROČNÍCH ZMĚNÁCH V % V OBDOBÍ Q1 2007 – Q3 2013 VČETNĚ PODÍLU JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK V PROCENTNÍCH BODECH.....	47
GRAF 8 MÍRA RŮSTU REÁLNÉHO HDP V POROVNÁNÍ SE STEJNÝM OBDOBÍM PŘEDCHOZÍHO ROKU, Q4 2013 - Q4 2015 .....	48
GRAF 9 VÝVOJ ČTVRTLETNÍHO RŮSTU HDP SR V MEZIROČNÍCH ZMĚNÁCH V % V OBDOBÍ Q2013- Q4 2015 VČETNĚ PODÍLU JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK V PROCENTNÍCH BODECH.....	49
GRAF 10 VÝVOJ ČTVRTLETNÍHO RŮSTU HDP ČR V MEZIROČNÍCH ZMĚNÁCH V % V OBDOBÍ Q2013- Q4 2015 VČETNĚ PODÍLU JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK V PROCENTNÍCH BODECH.....	50
GRAF 11 VÝVOJ EXPORTU V LETECH V POROVNÁNÍ SE STEJNÝM OBDOBÍ PŘEDCHOZÍHO ROKU. Q1 2007- Q3 2013, ČTVRTLETNÍ DATA .....	52
GRAF 12 VÝVOJ EXPORT V ČR A SR - Q2 2008 =100, ČTVRTLETNÍ DATA.....	52
GRAF 13 VÝVOJ EXPORTU V POROVNÁNÍ SE STEJNÝM OBDOBÍM PŘEDCHOZÍHO ROKU V LETECH 2013- 2015, ČTVRTLETNÍ DATA.....	53
GRAF 14 POROVNÁNÍ REÁLNÉHO RŮSTU EXPORTU ČR S PREDIKCÍ POMOCÍ PROGRAMU GRET, MĚSÍČNÍ DATA .....	54
GRAF 15 MÍRA INFLACE VYJÁDŘENÁ PŘÍRŮSTKEM SPOTŘEBITELSKÝCH CEN KE STEJNÉMU MĚSÍCI PŘEDCHOZÍHO ROKU V LETECH 2007- 2013. MĚSÍČNÍ DATA .....	57
GRAF 16 MÍRA INFLACE VYJÁDŘENÁ PŘÍRŮSTKEM SPOTŘEBITELSKÝCH CEN KE STEJNÉMU MĚSÍCI PŘEDCHOZÍHO ROKU V LETECH 2013 – 2016. MĚSÍČNÍ DATA .....	58
GRAF 17 MÍRA INFLACE VYJÁDŘENÁ PŘÍRŮSTKEM SPOTŘEBITELSKÝCH CEN K PŘEDCHOZÍMU MĚSÍCI V LETECH 2013 -2014.....	59
GRAF 18 SROVNÁNÍ VÝVOJE DEFICITU VEŘEJNÝCH FINANČÍ V ČR A SR .....	60
GRAF 19 VÝVOJ DLUHU SLOVENSKA S A BEZ ESM .....	61
GRAF 20 VÝVOJ VÝNOSŮ DESETILETÉHO STÁTNÍHO DLUHOPISU.....	62
GRAF 21 VÝVOJ REÁLNÉHO EFEKTIVNÍHO MĚNOVÉHO KURZU V ČR A SR, 2010 = 100 .....	63
GRAF 22 VÝVOJ SMĚNNÝCH RELACÍ V ČR A SR, 2010 = 100.....	64
GRAF 23 NOMINÁLNÍ PRODUKTIVITA PRÁCE ZA ODPRACOVANOU HODINU (EU28 =100).....	65

## Seznam tabulek

TABULKA 1 PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KRITÉRIÍ V ČR .....	20
TABULKA 2 PODÍL JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK NA CELKOVÉM HDP V ROCE 2015 VE STÁLÝCH CENÁCH ROKU 2010.....	26
TABULKA 3 RATING ZEMÍ STŘEDNÍ EVROPY (2009) .....	29
TABULKA 4 PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU REÁLNÉHO HDP V LETECH 2007 - 2015 .....	42
TABULKA 5 PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮSTU HDP NA OBYVATELE V PPS PŘED A PO VSTUPU SLOVENSKA DO ERMII A EUROZÓNY .....	42
TABULKA 6 CELKOVÁ ZMĚNA EXPORTU MEZI LETY 2007 - 2015 .....	51
TABULKA 7 CELKOVÁ ZMĚNA HODNOTY EXPORTOVANÉHO ZBOŽÍ V EURECH MEZI LETY 2007 - 2013 ...	53
TABULKA 8 CELKOVÁ ZMĚNA HODNOTY EXPORTOVANÉHO ZBOŽÍ V EURECH MEZI LETY 2013 - 2015 ...	54
TABULKA 9 PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE V ČR A SR.....	56
TABULKA 10 VÝVOJ VEŘEJNÉHO DLUHU A VEŘEJNÝCH FINANČÍ .....	61

## Seznam příloh

PŘÍLOHA A VÝVOJ PZI V ČR A NA SLOVENSKU .....	77
PŘÍLOHA B VÝVOJ HDP VE STÁTECH CEE 6.....	77
PŘÍLOHA C VÝVOJ EXPORTU VE STÁTECH CEE6 .....	78
PŘÍLOHA D VÝVOJ PRŮMYSLOVÉ VÝROBY V ZEMÍCH CEE6.....	78
PŘÍLOHA E VÝVOJ ZAMĚSTNANOSTI V ZEMÍCH CEE6 .....	79
PŘÍLOHA F VÝVOJ ZAMĚSTNANOSTI V PRŮMYSLOVÉ VÝROBĚ V ZEMÍCH CEE6 .....	79
PŘÍLOHA G OTEVŘENOST EKONOMIK ČR A SR.....	80
PŘÍLOHA H POROVNÁNÍ VÝVOJE REÁLNÉHO HDP V ČR A SR, ROČNÍ DATA.....	80
PŘÍLOHA I POROVNÁNÍ VÝVOJE EXPORTU V SR A ČR .....	81
PŘÍLOHA J POROVNÁNÍ VÝVOJE PODÍLU DLUHU NA HDP (%)V ČR A SR, ROČNÍ DATA.....	81
PŘÍLOHA K POROVNÁNÍ VÝVOJE NEZAMĚSTNANOSTI V ČR A SR, ROČNÍ DATA .....	82
PŘÍLOHA L VÝSTUP QLR TESTU Z PROGRAMU GRETL, KTERÝ URČUJE STRUKTURÁLNÍ ZLOM .....	82
PŘÍLOHA M MODEL VYTVOŘENÝ V PROGRAMU GRETL SLOUŽÍCÍ K PREDIKCI VÝVOJE EXPORTU .....	83

## Seznam zkratek

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
ERM II	Evropský mechanismus směnných kurzů II
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie
HDP	Hrubý domácí produkt
NBS	Národní banka Slovenska
SR	Slovenská republika

# 1 Úvod

## 1.1 Úvod

Vstupem do Evropské unie se všechny státy střední a východní Evropy včetně České republiky zavázaly k přijetí jednotné společné měny, tedy eura. Pro nově přistupující státní útvary již nejsou akceptovatelné doložky o neúčasti v měnové unii či jiné výjimky, které si vymohly Spojené království Velké Británie a Severního Irska a Dánsko. Nicméně stanovení termínu vstupu je v kompetenci dotyčného členského státu a závisí na míře jeho připravenosti. Jak uvádí Lacina, Rozmahel a kol. (2010) přináší členství v měnové unii kromě nesporných výhod, jako je omezení kurzového rizika, snížení transakčních nákladů, vyšší transparentnost cen a mnoha dalších i nevýhody v podobě ztráty vlastní měnové a kurzové politiky a tedy možnost případně pružněji reagovat a tlumit důsledky neočekávaných událostí vně i uvnitř státu.

V polovině roku 2008 vypukla světová finanční a ekonomická krize, s jejímiž následky se svět potýká dodnes. Nevyhnula se ani Evropské unii a jejím členům. Vzhledem ke strukturálním problémům především jižních států eurozóny způsobila nemalé potíže, povážlivě otřásla důvěrou v projekt evropské integrace a vyvolala diskuzi o výše zmíněných výhodách a nevýhodách společné měnové unie oproti měnám domácím.

Krize postihla i Českou a Slovenskou republiku. Mezi těmito dvěma bývalými federálními partnery však byl v době nástupu finanční krize jeden podstatný rozdíl. Zatímco Slovensko vstupovalo do druhé poloviny roku 2008 s fixním kurzem vůči euru, aby posléze k 1. 1. 2009 přešlo na společnou evropskou měnu natrvalo, Česká republika si i přes stále trvající diskusi laické i odborné veřejnosti až do dnešní doby ponechala vlastní relativně nezávislou měnu. Tato skutečnost nabízí jedinečnou příležitost porovnat na konkrétním příkladu v ekonomické praxi výhody a nevýhody plovoucí domácí měny oproti členství v měnové unii v období krize. Tato práce se bude právě takovým srovnáním zabývat a bude se snažit nalézt odpověď na otázku, zda česká domácí měna představovala v průběhu krize pro Českou republiku z ekonomického hlediska jakoukoliv výhodu oproti Slovensku.

Česká a slovenská ekonomika se pro toto srovnání jeví jako nejideálnější kandidáti hned z několika důvodů. Obě ekonomiky jsou i přes dílčí rozdíly vzájemně dobře porovnatelné, obě země řadíme mezi malé otevřené a exportně orientované ekonomiky. Obě ekonomiky jsou rovněž charakteristické značnou závislostí na automobilovém průmyslu.



## 1.2 Cíl práce

Cílem práce je kriticky posoudit v ekonomické praxi výhody a nevýhody plovoucí domácí měny oproti členství v měnové unii v období krize. Bude provedeno porovnání jednotlivých ukazatelů výkonnosti daných ekonomik v období krize, ze kterých bude možné určit, zda vlastní monetární politika přináší v čase krize nějaké výhody či je lepší využít finanční stabilitu měnové unie.

K dosažení daného cíle budou v první části literární rešerše prezentovány názory ekonomů na dopady krize v obou zemích. Druhá část literární rešerše se bude věnovat dopadům zavedení eura na slovenskou ekonomiku.

V praktické části budou nejdříve analyzována kurzová a měnová politika obou států. Následně budou porovnána makroekonomická data obou států a bude věnován prostor vlivu ESM na slovenskou ekonomiku. V poslední části je zkoumán vliv měny na konkurenceschopnost země.

V diskusi bude provedeno srovnání dosažených výsledků s ostatními pracemi, které se zabývaly touto tematikou.

## 2 Metodika a použitá data

Práce je rozdělena na literární rešerši odborné literatury a praktickou část.

V literární rešerši je s pomocí odborné literatury, studií a odborných článků popsán současný stav problematiky. V druhé kapitole je věnován prostor výhodám a nevýhodám vlastní měny v ČR v období krize a nástrojům, které může centrální banka použít. Rovněž budou zmíněny jednotlivé makroukazatele, na které prostřednictvím své politiky banka působí a které budou zkoumány v praktické části. V kapitole je rovněž vysvětlen postoj ČNB k přijetí společné měny v České republice a jsou popsány důvody vedoucí k devizové intervenci. Poslední část kapitoly ukazuje, že ČR a SR jsou podobné a tedy srovnatelné celky.

Ve třetí kapitole jsou popsány předpokládané dopady vstupu Slovenska do eurozóny a následně srovnány s reálnými dopady, které již bylo možné zhodnotit.

Výchozí pozice a dopady krize na oba státy jsou popsány ve čtvrté kapitole. Zde jsou na základě studií odborných autorů posouzeny dopady krize na obě ekonomiky a jejich následný vývoj. Zmíněny jsou meziroční vývoje jednotlivých statistik, zatímco podrobnější hodnocení vývoje je přenecháno do praktické části. V kapitole jsou rovněž zmíněny společné charakteristiky jednotlivých střeoevropských ekonomik, které způsobily, že dopady krize se projeví na Slovensku i v České republice podobně.

V rámci šesté kapitoly a zároveň první kapitoly praktické části je porovnáno využití dostupných nástrojů monetární politiky ECB a ČNB. Z teoretického hlediska by měla Česká republika mít v dobách krize oproti Slovensku výhodu především díky systému volně plovoucímu kurzu a oslabování koruny. V této kapitole je použita analýza strukturálního zlomu k určení a potvrzení, zda intervence skutečně způsobila zlom v časové řadě měnového kurzu EUR/CZK.

Další tři kapitoly, které porovnávají HDP, export a inflaci jsou rozděleny podle stejného klíče. Vývoj jednotlivých makroekonomických ukazatelů je analyzován nejdříve v období 2007 – Q3 2013 (popř. říjen 2013 při použití měsíčních dat) a posléze od Q4 2013 (popř. listopadu 2013) po současnost. Toto rozdělení je zvoleno proto, aby bylo možné posuzovat odděleně vliv režimu ryze plovoucího kurzu a vliv intervence ČNB, provedené v listopadu roku 2013. Rok 2007 byl jako začátek období vybrán ze dvou důvodů. Jednak je to poslední rok, jehož ukazatele nebyly poznamenány finanční krizí, která vypukla v roce 2008 a druhým důvodem je vstup Slovenska do ERM II na počátku tohoto roku.

V kapitole číslo 7 jsou hodnoceny dopady krize na nejpoužívanější ukazatel pro srovnávání jednotlivých ekonomik - tedy HDP. V úvodu je porovnáno průměrné tempo růstu reálného HDP, které je vypočítáno pomocí využití geometrického průměru čtvrtletních dat. Dále je porovnán vývoj HDP v PPS a HDP na obyvatele ve stálých cenách a oživení po krizi v obou státech, kdy Q2 2008 = 100. To je počítáno podle vzorce:

$$index = \frac{HDP_t * 100}{HDP_{Q2\ 2008}}$$

V kapitole je rovněž provedena analýza příspěvku jednotlivých složek HPD na reálný růst HDP. To je počítáno dle vzorce uvedeného níže, kde  $PS$  je příspěvek složky  $S_1$  je hodnota složky v měřeném roce a  $S_0$  což je hodnota složky ve stejném období předchozího období,  $HDP_0$  je hodnota HDP ve stejném období předchozího roku.

$$PS = \frac{S_1 - S_0}{HDP_0}$$

V osmé kapitole je porovnáván vývoj exportu obou států, přičemž první kapitola se věnuje otevřenosti ekonomiky, druhá podkapitola zkoumá změny za celé období. Pro porovnání údajů a vyjádření procentuální změny mezi dvěma obdobími, je stejně jako v celé práci využito vzorce, kde  $t$  reprezentuje zkoumanou veličinu:

$$\% \text{ změna} = \frac{t_1 - t_0}{t_0} * 100$$

Pro výpočet veškerých statistik v kapitole exportu byl využit soubor Eurostatu, který zpracovává měsíční data exportu v eurech. Veškeré ukazatele jsou z tohoto souboru dále dopočítávány. Pro určení vlivu intervence na vývoj exportu je rovněž zkonstruován ekonometrický model a vytvořena predikce vývoje na základě měsíčních dat vývoje exportu, ovšem bez intervence. Ta je posléze porovnána se skutečným vývojem.

Hlavním cílem monetární politiky je cenová stabilita, tu je možno sledovat pomocí inflace. V kapitole devět je znázorněn vývoj inflace v obou státech během sledovaného období pomocí průměrné roční míry inflace porovnávané pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen. Rovněž je posuzována kredibilita ČNB a ECB prostřednictvím plnění inflačních cílů. Dále jsou zkoumána data, která porovnávají změnu inflace oproti stejnému období předchozího roku a v případě analýzy dopadů intervence na inflaci jsou rovněž použity data porovnávající změnu inflace mezi jednotlivými měsíci, aby lépe vynikly případné dopady v listopadu 2013.

S finanční krizí je spojen rovněž nárůst státního dluhu. Vývoj státního dluhu ku HDP v obou státech je analyzován v kapitole 10. V tomto oddíle je rovněž analyzován vliv ESM na vývoj slovenského dluhu a na vývoj výnosů desetiletých dluhopisů obou států.

V poslední kapitole praktické části je analyzována konkurenceschopnost obou ekonomik prostřednictvím vývoje reálného efektivního kurzu, směnných relací a také produktivity práce. Data jsou převzata z databází centrálních bank obou států.

Na konci práce je provedena diskuse, ve které jsou porovnávány výsledky této práce s názory na problematiku a jinými pracemi. Na závěr je provedeno zhodnocení výsledků práce.

### 3 Výhody a nevýhody vlastní měny v období krize pro ČR

Česká republika se vstupem do EU zavázala k přijetí společné měny euro. Země je povinná usilovat o zavedení eura v nejbližším možném termínu, současně však musí plnit tzv. Maastrichtská kritéria, tedy souhrn vstupních makroekonomických kritérií. (ČNB, 2007)

Ve společném dokumentu vlády ČR a ČNB – Strategie přistoupení České republiky ke eurozóně (2003) byl nezávazně stanoven termín pro přijetí eura v horizontu let 2009 – 2010. Ovšem za předpokladu, že ČR bude schopna plnit maastrichtská kritéria a to včetně úspěšné konsolidace veřejných financí, dosažení odpovídajícího stupně reálné konvergence a dostatečného postupu strukturálních reforem, které by zajišťovaly dostatečnou ekonomickou sladěnost se zeměmi eurozóny.

Na podzim roku 2006 však vyšlo najevo, že vzhledem k neplnění kritéria udržitelnosti veřejných financí nebude schopna tento termín splnit. Návrh státního rozpočtu pro r. 2007 a s tím související Střednědobý rozpočtový výhled na r. 2008-2009 totiž nevytvářel podmínky pro udržitelné snížení deficitu veřejných rozpočtů pod úroveň 3 % HDP. Přijetí eura tak bylo odsunuto na pozdější termín. (ČNB, 2006). Do světové finanční a následné evropské dluhové krize, proto země vstupovala s vlastní měnou v režimu plovoucího kurzu, se všemi výhodami i nevýhodami, která tato skutečnost sebou přináší.

**Tabulka 1 Plnění maastrichtských kritérií v ČR**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Kritérium cenové stability</b>	NE	NE	ANO	ANO	ANO	NE	ANO	ANO	ANO
<b>Kritérium udržitelnosti financí</b>	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	ANO
<b>Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb</b>	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO

**Zdroj:** ČNB, Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2006 -2015, dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategie\\_dokumenty/pristoupeni\\_emu.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategie_dokumenty/pristoupeni_emu.html)

Poslední hodnocení jak lze vidět v tabulce, znázorňující plnění jednotlivých maastrichtských kritérií, vyznělo na rozdíl od minulých let pozitivně a v podstatě ani zde nejsou překážky k přijetí eura. Kritérium účasti v mechanismu směnných kurzů nebylo zahrnuto, protože bude možné ho zhodnotit až poté, co Česká republika vstoupí do ERM II. Přestože Česká republika již dnes všechna maastrichtská kritéria, vyjma účasti v ERM II plní a ve střednědobém výhledu pravděpodobně plnit bude, zatím nebylo rozhodnuto o vstupu do eurozóny a nebylo ani stanoveno závazné datum vstupu do systému ERM II. Česká centrální banka totiž, kromě povinných konvergenčních kritérií, hodnotí při rozhodování o vstupu do eurozóny i další

faktory, jako je sladěnost české ekonomiky s eurozónou či schopnost ekonomiky přizpůsobit se asymetrickým šokům bez vlastní měny. (ČNB, 2015a)

Tyto ukazatele rozděluje ČNB (2015c) do čtyř skupin. První skupinu tvoří ekonomické ukazatele, které dlouhodobě hovoří pro přijetí eura. Mezi tyto ukazatele řadí ČNB vysoká míra otevřenosti české ekonomiky a velká vlastnická a obchodní provázanost s eurozónou. Příznivý je dlouhodobě rovněž vývoj inflace, nominálních úrokových sazeb a měnového kurzu s eurozónou. Vstupu do eurozóny nahrává rovněž stabilní bankovní systém, který je odolný vůči ekonomickým šokům. (ČNB,2015c)

Do druhé skupiny jsou zařazeny oblasti, ve kterých byl vývoj narušen vlivem krize, ale v posledních letech došlo ke zlepšení. Sem patří reálná ekonomická konvergence ČR, která se po propadu v době krize v posledních dvou letech opět obnovuje a stabilizace finančních trhů. Do této oblasti lze zařadit i fiskální politiku.

Třetí skupinu reprezentují ukazatele, jejichž vývoj byl narušen krizí a zatím nedošlo k návratu na konvergenční trajektorii. K nim patří dlouhodobá konvergence cenové hladiny, jejíž přibližování se zastavilo roku 2008. (ČNB,2015c)

Dlouhodobé problémy a nesoulad, u kterých není pozorováno vůbec žádné zlepšení, jsou zařazeny do čtvrté skupiny. Sem patří především stárnutí populace, které je problematické pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí. ČR má oproti EU také nižší mobilitu práce a vysoké zdanění práce. Rizikem je rovněž nízký podíl služeb a vysoký podíl průmyslu. Tyto faktory by mohly vést k asymetrickým šokům a rozdílnému působení společné měnové politiky. (ČNB,2015c)

### 3.1 Nezávislá měnová politika

Velkou výhodou plovoucího kurzu je nezávislá měnová politika. Ta umožňuje bance zasáhnout a povzbudit poptávku pokud se ekonomika nachází v recesi. Tím "vyhlazovat" hospodářský cyklus a snižovat tak dopad hospodářských šoků na domácí produkt a zaměstnanost. (ČNB, 2011a)

ČNB má k dispozici několik nástrojů, kterými může pozitivně ovlivňovat hospodářský cyklus. Obecně mezi základní nástroje monetární politiky patří operace na volném trhu, povinné minimální rezervy a intervence na devizovém kurzu. Role povinných minimálních rezerv však v našich podmínkách výrazného přebytku likvidity ustupuje do pozadí a PMR slouží spíše jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku.

#### Repo operace

V rámci operací na volném trhu je nejdůležitější tzv. hlavní měnový nástroj, který má podobu repo operací prováděných formou tendrů. ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a zároveň se zavazuje, že po uplynutí splatnosti vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu navýšenou o dohodnutý úrok, věřitelská banka dostává jako kolaterál cenné papíry, které posléze vrátí po obdržení jistiny. Jako klíčové jsou z hlediska měnové politiky chápány dvoutýdenní repo sazby (2T repo sazba). Využití tohoto nástroje bude nadále zkoumáno v praktické části práce.

### 3.2 Plovoucí kurz koruny

Ve vyhlazování šoků a udržování cenové stability pomáhají rovněž pohyby měnového kurzu. Pro determinaci vlivu domácí měny na ekonomiku je nutné nejdříve určit, na které ekonomické makroukazatele pohyby měnového kurzu vlastně působí. Dopad změn měnového kurzu je možné pozorovat na inflaci, export a konkurenceschopnost, což se promítá do celé ekonomiky a tedy i do ukazatele HDP.

#### Reálný růst HDP

Studie Edwardsse a Yeati (2003) potvrzuje předpokládaný fakt plynoucí z teorie devizových kurzů, že prostřednictvím volně plovoucího kurzu měny je ekonomika schopna lépe absorbovat dopady externích šoků na ekonomiku a zmírňovat dopady na ekonomický růst.

S tím souhlasí i studie ECB (2007), která dokonce vyčísluje, že při 10% depreciazi je pozorován zhruba 0,2 % růst HDP. Zda se tato výhoda projevila během krize i v České republice je zkoumáno v praktické části práce, konkrétně v kapitole 7.

#### Inflace

Jedním z nejvýznamnějších kanálů, kterým kurz měny ovlivňuje ekonomickou výkonnost země, je působením na cenovou hladinu. Hlavním přímým efektem změny kurzu je dopad na ceny importů, což se promítá do cen v celé ekonomice. (ECB, 2007)

S tím souhlasí Lacina a Toman (2009), kteří však zároveň upozorňují, že pokud měna deprecie, může to sebou přinášet i negativní efekt v podobě zvyšující se inflace.

Jak uvádí ČNB (2013) oslabení měny, však může působit pozitivně v případě, že jsou vyčerpány možnosti ovlivnit ekonomiku pomocí úrokových sazeb a hrozí deflační vývoj. Této možnosti využila centrální banka v listopadu 2013.

Jakým způsobem se v ČR ve sledovaném období vyvíjela inflace je blíže zkoumáno pomocí porovnání měsíčních dat o inflaci, v teoretické části práce v kapitole č. 9.

#### Export

Vývoj kurzu měny má klíčový dopad rovněž na vývoj zahraničního obchodu, obzvláště v podmínkách malé otevřené ekonomiky, jakou je Česká republika. Apresiasi měny zdražuje produkty domácí ekonomiky oproti zahraničnímu zboží na tamních trzích, což způsobuje pokles exportu a zvyšování importu, což posléze vede k redukci příspěvku čistého exportu na růst HDP. Depreciace měny má opačný efekt. (ECB, 2007)

Lacina a Toman (2009) k tomu dodávají, že vzhledem k celosvětovému dopadu krize nemusí ani znehodnocení měny vést k výraznému nárůstu exportu a to z důvodu klesající spotřeby v zemích hlavních obchodních partnerů.

V kapitole 8 je pomocí čtvrtletních dat sledován, jak vývoj exportu v porovnání se stejným obdobím předchozího roku, tak rychlost oživení exportu v České republice v porovnání se Slovenskem. Rovněž jsou sledovány kumulativní nárůsty sledované statistiky za celé období. Tyto statistiky by měly pomoci rozhodnout, zda měla domácí měna pozitivní či negativní vliv na vývoj exportu v České republice.

### Konkurenceschopnost

Vývoj exportu je silně ovlivněn konkurenceschopností země na zahraničních trzích. Znehodnocení měny v době ekonomické krize může přispět k posílení konkurenceschopnosti země. (Lacina, Toman, 2009).

Pro měření konkurenceschopnosti jsou v praktické části využity tři ukazatele. Pro cenovou konkurenceschopnost bude využit jeden z nejčastěji používaných ukazatelů a to reálný efektivní kurz.

Index REER je vždy vyjádřen mírou relativních cen k určitému období. Index REER pod 100 signalizuje zvyšování konkurenceschopnosti oproti základnímu období, naopak hodnota indexu REER nad 100 značí snížení konkurenceschopnosti oproti základnímu období. (ČNB, 2015)

Druhým ukazatelem, který je v praktické části využit, jsou směnné relace. Ty jsou v zahraničním obchodě jedním z nejvýznamnějších ukazatelů zapojení země do mezinárodní dělby práce. Matematicky lze směnné relace vyjádřit jako:

$$\text{směnné relace} = \frac{P_{EX}}{P_{IM}}$$

Kde  $P_{EX}$  je cenový index vývozu a  $P_{IM}$  vyjadřuje cenový index dovozu. Čím je hodnota výsledného ukazatele vyšší než 100, tím je vyšší i zhodnocení dané země, vyplývajícího z cenového vývoje v zahraničí. (Donoval, 2006)

Třetí zkoumanou charakteristikou je dopad pohybu kurzů měn na produktivitu práce. Dle Laciny a Tomana (2009) depreciace měny nemotivuje k provádění strukturálních reforem a vyvolává očekávání dalšího znehodnocení, což se může negativně projevit v produktivitě práce, protože exportéři nejsou nuceni produktivitu zvyšovat, jelikož mají výhodu v podobě devalvované měny. Tento ukazatel je proto stejně jako ostatní statistiky měřící konkurenceschopnosti blíže zkoumán v kapitole 11.

### 3.3 Intervence koruny 2013

V reakci na nejdéle trvající období hospodářské recese v samostatné české historii se v listopadu 2013 ČNB, v souladu se svým dlouhodobým cílem udržet měnovou stabilitu<sup>1</sup>, rozhodla využít možností, které jí právě nezávislá měnová politika přináší a provedla devizovou intervenci.

---

<sup>1</sup> ČNB definuje cenovou stabilitu jako: *V praxi se stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. Od ledna 2010 je platný inflační cíl ve výši 2 % s tím, že ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.* (ČNB, 2010)

Hlavním cílem centrální banky je dle Ústavy ČR „péče o cenovou stabilitu“. Nadále má také za úkol podporovat „obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu“, pokud to ovšem není v rozporu s hlavním cílem. ČNB využívá k dosažení svého hlavního cíle měnovou politiku v režimu cílování inflace. Snaží se udržet inflaci na nízké a stabilní úrovni, aniž by se tím tempo ekonomiky přehnaně zrychlovalo či naopak zpomalovalo. Standartním nástrojem, který ČNB používá k dosažení tohoto cíle, jsou úrokové sazby.

Z důvodu nemožnosti efektivního využití standartního nástroje, tedy úrokových sazeb na konci roku 2013, se ČNB ve snaze předejít deflaci a zajistit plnění stanoveného 2% inflačního cíle rozhodla využít dalšího měnově-politického nástroje a použila devizové intervence k oslabení koruny na úroveň 27 Kč/euro. (ČNB, 2013)

Tuto politiku chce dle posledních vyjádření guvernéra ČNB Miroslava Singera ze dne 4. 2. 2016 pro Hospodářské noviny (2016) udržet minimálně do začátku roku 2017. Analýza a dopady této intervence na ekonomiku budou dále hodnoceny v empirické části.

### **Ukončení intervenčního režimu**

Tomšík a Vlček ve své studii (2015) porovnávají dopady ukončení intervenčního režimu na příkladu Švýcarska a Izraele, jelikož obě země jsou stejně jako česká ekonomika malé a otevřené, přičemž se studie zaměřuje hlavně na švýcarské zkušenosti s exitem.

Po opuštění závazku v lednu 2015 se kurz franku zhodnotil o téměř 20%, dle studie výše zmíněných autorů byl hlavní problém ve špatně zvolené úrovni kurzu a nečitelnosti tohoto kroku. Autoři studie proto doporučují ukončení devizového režimu při plnění inflačního cíle a doporučují při exitu zvolit čitelnou komunikaci.

S tím se se shodují i oslovení odborníci v článku České pozice Konec devizových intervencí ze dne 15. 11. 2015. Zároveň ovšem zdůrazňují, že centrální banka způsobila devizovou intervencí rovněž problémy. Hlavní obavy oslovených odborníků jsou spojeny především s ukončením intervence. Rychlé a nečekané ukončení by ekonomice způsobilo šok, pomalé a postupné ukončení zase vyvolává riziko spekulace. Jedním z řešení by dle odborníků mohla být trvalá fixace kurzu na euro či rovnou přechod na společnou evropskou měnu.

### **3.4 Nevýhody plovoucího kurzu**

K systému plovoucích kurzů patří i další nevýhody, jejichž dopad není v práci detailněji analyzován, ale i tak je nutné je zmínit.

Lacina a Toman (2009) se snaží pomocí dvou případových studií, poukázat i na možné nevýhody spojené se systémem plovoucího devizového kurzu. Jako první zmiňují možnost, že oslabení měny není pro exportní firmy vždy výhodné. Exportní podniky se totiž proti kurzovému riziku často měnově zajišťují a to až na dva roky dopředu. Prudké oslabení měny, které nastalo v roce 2008, pak



v důsledku vedlo k vysávání volných peněz z firem, které musí dokupovat dražší eura, protože se podnik choval zodpovědně a investoval do zajištění.

Druhá případová studie, kterou uvádí Lacina a Toman (2009) se věnuje výhodnosti získání půjčky v zahraniční měně, konkrétně pro občana Maďarska. Vzhledem k tomu, že Maďarsko je tzv. dohánějící ekonomikou, dá se očekávat posilování jeho měny oproti euru a dalším měnám. V takovém případě, jsou náklady na získání zahraniční půjčky výrazně nižší. V momentě kdy se ovšem změní trend kurzu, tato výhoda naopak odpadá a náklady naopak stoupají. Jako řešení daných měnových turbulencí nabízí autoři studie rychlý vstup do eurozóny.

### 3.5 Srovnání české a slovenské ekonomiky

V dalších částech práce bude k určení vlivu domácí měny použito i srovnání se Slovenskem, jakožto ekonomikou, která je velmi podobná ekonomice české a to především v několika oblastech, které jsou zpracovány níže.

#### Malé a otevřené ekonomiky

Jak česká, tak i slovenská ekonomika se řadí mezi velmi otevřené ekonomiky. Tuto skutečnost ilustruje i příloha G. Velká otevřenost ekonomiky rovněž způsobuje, že výkon celé ekonomiky je do značné míry závislý na tom, jak se daří exportu.

Otevřenost ekonomik v případě Slovenska dosahovala v roce 2015 již 93,8%. Pro ČR zatím nejsou pro rok 2015 k dispozici data, ovšem v roce 2014 dosahovala také velmi vysoké 84% hodnoty otevřenosti.

#### Exportní podobnost

Podobnost lze spatřovat rovněž v komoditní a teritoriální struktuře exportů obou států. Většina českého vývozu míří tradičně do zemí evropské osmadvacítky, kam v roce 2014 směřovalo 82,1 % exportu. Pozici nejsilnějšího obchodního partnera zaujímá v případě ČR Německo, kam míří třetina exportovaného zboží v roce 2014 konkrétně 32 %. Významný podíl na vývozu má také Slovensko s 8,2 % a Polsko 5,9 %. (Ministerstvo obchodu a průmyslu, 2015)

Nejdůležitějším vývozním artiklem jsou v případě českého zahraničního obchodu stroje a dopravní prostředky, které tvořily v roce celkem 55% podíl na celkovém vývozu, následovány jsou tržními výrobky, které tvoří 16,5 % a průmyslovým spotřebním zbožím, které tvoří 11,8% . (Ministerstvo obchodu a průmyslu, 2015)

Rovněž drtivá většina slovenského zboží míří, stejně jako v případě České republiky do EU. Konkrétně v roce 2014 mířilo do Evropské unie 84,1% zboží. Nejvýznamnějším obchodním partnerem je stejně jako v případě ČR Německo, kam mířilo v roce 2014 22,1% exportu, na druhém místě byla Česká republika s 12,8 % a třetí bylo stejně jako v případě ČR Polsko s 8 %. (Ministerstvo hospodářstva Slovenskej republiky, 2015)

Rovněž na Slovensku mají nejvýraznější podíl na celkovém vývozu dopravní prostředky a stroje s 46 % v roce 2014. Následovány jsou jadernými reaktory, kotly a stroji s 12,3 %.(Ministerstvo hospodářstva Slovenskej republiky, 2015)

### Struktura tvorby HDP

Podobnost je možné pozorovat i při pohledu na strukturu jednotlivých složek tvorby HDP. Z tabulky č 2 je patrné, že struktura tvorby v obou státech je na až na drobné rozdíly téměř totožná.

**Tabulka 2 Podíl jednotlivých složek na celkovém HDP v roce 2015 ve stálých cenách roku 2010**

Složky HDP	Česká republika	Slovensko
Spotřeba domácností	47%	52%
Spotřeba vlády	20%	18%
Tvorba hrubého kapitálu	27%	23%
Čistý export	6%	6%

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2010 z ČSÚ a ŠÚSR, dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hdp\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr) a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

### 3.6 Dílčí shrnutí

Česká republika doposud nevstoupila do eurozóny, To sebou přináší výhody v podobě možnosti manipulace s kurzem, čehož využila ČNB při intervenci v roce 2013, aby odvrátila hrozící deflaci. Vlastní měnová politika může navíc v krizovém období dle ekonomické teorie pomoci ke zvýšení konkurenceschopnosti země, čímž ovlivňuje i vývoj exportu a potažmo celé ekonomiky.

Je ovšem třeba vnímat i možná rizika spojená s vlastní monetární politikou. Zde je možno zmínit například malou motivaci ke zvyšování produktivity práce, hrozbu inflace, či problémy související s opuštěním intervenčního režimu.

Z poslední kapitoly je patrné, že je legitimní srovnávat ekonomiku ČR s ekonomikou Slovenska, protože jsou si podobné svou otevřeností, ve struktuře tvorby HDP i v komoditní i teritoriální struktuře exportu.

## 4 Výhody a nevýhody zavedení eura na Slovensku

Jak uvádí Lalínský (2009) Slovensko se zavázalo přijmout euro již roku 2003 tedy před vstupem do EU, definitivní datum vstupu bylo posléze stanoveno roku 2004 po zhodnocení dopadu probíhajících reforem a posouzení perspektivy plnění mastrichtských kritérií. Cílové datum bylo určeno na 1. leden 2009. Autor dále uvádí: „Přijetí společné měny přináší zemi a jejím obyvatelům množství výhod, ale i mnoho nevýhod. V případě Slovenska existoval více předpokladů, které naznačovaly, že výhody jednoznačně převýší nevýhody.“

Lalínský (2009) rozděluje výhody na přímé, tedy takové, které se projeví okamžitě po přijetí eura a nepřímé, jejichž vliv lze hodnotit až po několika letech, tzn. ve střednědobém či dlouhodobém horizontu.

### 4.1 Přímé výhody zavedení eura na Slovensku

#### Odstranění transakčních nákladů

Za nejdůležitější přímou výhodou se považuje odstranění transakčních nákladů, které analýza odborníku NBS (Šustr a kol. 2006) odhadla na 0,36% HDP včetně administrativních nákladů. Lalínský (2010) uvádí, že vzhledem ke specifickému vývoji v roce 2008 byly transakční náklady při přechodu na euro mírně vyšší než odhadované.

#### Zánik kurzového rizika

Další přímou výhodou, která byla na základě analýz Šustra a kol. (2006) očekávána od přijetí eura na Slovensku je zánik kurzového rizika vůči euru. Zavedením eura byla rovněž očekávána menší volatilita vůči dalším zavedeným měnám, především americkému dolaru.

S tím souhlasí Lalínský (2009), který mimojiné dodává, že: „Na rozdiel od mien okolitých krajín sa až do konca roka 2008 pohybovala vo veľmi úzkom pásme blízko hodnoty konverzného kurzu. Výhoda odstránenia kurzového rizika pri euro-vých devízových operáciách sa tak citel'ne prejavila ešte pred samotným zavedením eura na Slovensku.“

Rovněž je ovšem nutné zmínit, že v průběhu účasti Slovenska v ERM II došlo dvakrát ke skokovému zhodnocení slovenské koruny. Zatímco na počátku roku 2007, kdy Slovensko do ERM II vstupovalo, byla hodnota kurzu slovenské koruny ku euro 34,426, v průběhu roku prudce poklesla až k hodnotě 30,326 SKK/EUR kde se kurz ustálil. Zda se to následně projevilo na konkurenceschopnosti Slovenska, je zhodnoceno v praktické části v kapitole 11.

#### Cenová transparentnost

Bezprostředním přímým přínosem je rovněž podstatně lehčí porovnatelnost cen zboží a služeb mezi členskými státy eurozóny. Cenová transparentnost je faktor zvyšující konkurenci, která vytváří tlak na výrobce a prodejce, což přináší spotřebitelům výhody v podobě snížení cen a širšího sortimentu (Baldwin, 2013)

Lalinský (2010) uvádí, že celková konkurenceschopnost slovenských podniků se po zavedení eura nijak výrazně nezměnila. Zhoršení nákladové a cenové konkurenceschopnosti související se zafixovaným kurzem mělo dle něj pouze dočasný charakter. Navíc uvádí, že předpoklady na rychlé přizpůsobení se a růst konkurenceschopnosti jsou na Slovensku relativně dobré.

### **Snížení kapitálových nákladů**

Dle Šustr a kol. (2006) by na základě zkušeností ostatních zemí, přistupujících v minulosti do eurozóny, mělo zavedení eura přinést rovněž nižší náklady na kapitál, což podpoří investiční aktivity. Celkově počítá studie, vzhledem ke skutečnosti, že ne Slovensku výrazně poklesly úrokové sazby již v letech 2004 – 2005, se snížením sazeb zhruba o 1 procentní bod.

Lalinský (2009) uvádí, že po zavedení eura na Slovensku se náklady na kapitál skutečně snížily, což dokazuje snížení základní úrokové sazby z 4,25 % v červnu 2008 na 1% p. a. v červnu roku 2009. Na tento jev však mělo euro pouze malý vliv. Tento rapidní pokles byl vyvolán globální hospodářskou krizí a nutností stimulovat reálnou ekonomiku.

Globální krize dle Lalinského (2009) také způsobila, že se zavedení eura na Slovensku neprojevovalo v poklesu nákladů státního dluhu SR. Příčinou byla nutnost rozsáhlého financování fiskálních programů, což vedlo ke zvýšení nabídky vládních dluhopisů, čímž docházelo ke zvyšování spreadů<sup>2</sup> cenných papírů a zhoršila se dostupnost finančních prostředků na refinancování. Spread dluhopisů všech zemí v regionu oproti německým dluhopisům, které jsou všeobecně považovány za bezrizikové, od začátku roku 2008 stoupal. Na Slovensku ovšem dlouhodobé úrokové sazby vládních dluhopisů v porovnání s ostatními zeměmi V4 zaznamenaly menší volatilitu a nižší nárůst spreadů.

### **Zvýšení finanční stability země**

Jak uvádí Lacina a Toman (2009) a jak je patrné i z tabulky č. 3, členství Slovenska v eurozóně pozitivně ovlivnilo výhledy ratingových agentur na slovenskou ekonomiku. Vysoký rating atraktivňuje zemi pro investory a může tak pozitivně ovlivnit jak příliv zahraničního kapitálu, tak vytvářet podmínky pro získání lepších úrokových sazeb refundování vládního dluhu.

Lalinský (2009) rovněž poukazuje na to, že v kritickém období zavedení eura podpořilo stabilitu bankovního sektoru na Slovensku. Propuknutí krize v druhé polovině roku 2008 totiž mimo jiné vedlo ke snižování důvěryhodnosti finančních institucí. Na Slovensku, ale z důvodu přechodu na společnou měnu rostl objem bankovních vkladů, vzhledem ke snaze občanů zabezpečit si, vkladem svých úspor do bank, jednoduchou a bezpečnou výměnu slovenských korun na eura.

Lacina a Toman (2009) k tomu navíc dodávají, že zavedení eura rovněž zajistilo uchování hodnoty úspor slovenských občanů determinovaných původně ve slovenských korunách, protože v případě nezavedení eura by kurz slovenské ko-

---

<sup>2</sup>Spread je definován jako rozdíl mezi úrokovými sazbami cenných papírů (vládních dluhopisů) v jednotlivých členských zemích EU.

runy v letech 2008 -2009 s velkou pravděpodobností znehodnocoval. To by posléze vedlo k poklesu hodnoty úspor přepočítaných na eura. Stejně pozitivně zapůsobil vstup do eurozóny i na všechny půjčky slovenských občanů a podniků ve společné měně euro.

**Tabulka 3 Rating zemí střední Evropy (2009)**

	Standart & Poor's	Moody's	Fitch Rating	R&I	JCR
Slovensko	A+ stabilní výhled	A1 pozitivní výhled	A+ stabilní výhled	A stabilní výhled	A+ stabilní výhled
Česká republika	A stabilní výhled	A1 stabilní výhled	A+ stabilní výhled	A stabilní výhled	A stabilní výhled
Polsko	A- stabilní výhled	A2 stabilní výhled	A- stabilní výhled	A- stabilní výhled	A- stabilní výhled
Maďarsko	BBB- negativní výhled	Baa1 negativní výhled	BBB negativní výhled	BBB+ negativní výhled	BBB+ negativní výhled

**Zdroj:** Lacina L., Toman P., Je plovoucí kurz měny výhodou v období finanční a ekonomické krize?

## 4.2 Nepřímé výhody

Výše zmíněné přímé výhody by v konečném důsledku měly přinést také širší nepřímé výhody plynoucí z členství v měnové unii. Studie Šustr a kol. (2006) uvádí nárůst zahraničního obchodu Slovenska a také vyšší příliv zahraničních investic. Ty by posléze měly zvýšit tempo růstu HDP a životní úroveň na Slovensku.

### Nárůst zahraničního obchodu

Šustr a kol. (2006), kteří ve své analýze vycházejí z průřezové studie Rose a Stanlyeho (2005), kalkulují po vstupu do eurozóny s 30% až 90% nárůstem obchodu s partnery v měnové unii. Tento efekt očekávají zhruba ve 20 - ti letém horizontu. Dále předpokládají, že během tohoto období přistoupí do eurozóny i všichni geografičtí sousedé Slovenska, tedy Česká republika, Maďarsko a Polsko, čímž stoupne obchod s ostatními zeměmi eurozóny až k 80% celkového obchodu. Celkově by zavedení eura mělo dlouhodobě zvýšit zahraniční obchod Slovenska přibližně o 50%. Zda se tento předpoklad podařilo naplnit a jak ovlivnila společná měna vývoj a oživení exportu na Slovensku je analyzováno v praktické části práce v kapitole 8.

### Příliv zahraničních investic

Lalinský (2009) a Šustr a kol. (2006) se shodují, že zavedení eura zjednoduší příliv zahraničních investic z důvodu lepší stability, vyššího ratingu a vyšší kredibility země. To pak společně s nulovými transakčními náklady a snížením kurzového rizika povede ke zvýšení zahraničního obchodu. Lalinský k tomu ovšem dodává, že vzhledem k množství faktorů, na kterých umístění přímých investic závisí, není

možné explicitně vyčíslit přímé dopady zavedení eura na příliv zahraničních investic.

S tím ovšem polemizuje Singer (2013), který uvádí, že vývoj přímých zahraničních investic na obyvatele od zavedení eura na Slovensku velmi kolísal. Vše dokládá grafem, který je uveden v přílohách (Příloha A). Dle jeho názoru vstup Slovenska do eurozóny nezměnil nic na schopnosti české ekonomiky získávat více zahraničních investic než Slovensko.

Jak uvádí zpráva Evropské komise (2016c) přímé zahraniční investice, by nicméně měly v příštích letech na Slovensku, díky investici firmy Jaguar Land Rover, být opět hlavním faktorem investičního růstu. Začátek investice je plánován na rok 2016 a v rozhodování Jaguaru nejspíše hrálo roli i nízké měnové riziko.

### **Celkový vliv na HDP**

Studie Šustr a kol. (2006) v důsledku výše zmíněných nepřímých výhod odhaduje v důsledku zavedení eura nárůst HDP o 7 % až 20 %. Roční příspěvek eura na růst HDP pak studie stanovuje na 0,7 %. Studie opět pracuje s časovým horizontem 20 let, přičemž se očekává, že v prvních letech bude vliv silnější a poté bude slábnout.

### **4.3 Nevýhody**

Šustr a kol. (2006) ve své práci stanovili i očekávané nevýhody a náklady přijetí eura. Studie vychází ze zkušeností ostatních zahraničních států, které již euro přijaly, a odhaduje, že jednorázové technické náklady, jako jsou náklady na úpravu informačních systémů, výměnu měny, vzdělání pracovníků apod., budou na úrovni zhruba 0,3% HDP.

Tyto náklady se podle dosavadních odhadů podařilo udržet a hranice 0,3% HDP nebyla překročena. (Lalinský, 2009)

### **Ztráta možnosti tvorby monetární politiky**

Za nejvýznamnější nevýhodu, kterou s sebou vstup do eurozóny nese, je považována ztráta vlastní monetární politiky. Evropská centrální banka zohledňuje při své monetární politice hlavně potřeby eurozóny jako celku. Národní banka Slovenska ztratí možnost reagovat na externí šoky a tím stabilizovat cenovou hladinu a produkci. Nástroje, které používá ECB, navíc nemusí vždy vyhovovat požadavkům jednotlivých členů. (Šustr a kol., 2006)

### **Ztráta monetární autonomie**

Za nejtradičnější kanál je považována možnost změny nominálních úrokových sazeb ze strany centrální banky. Výsledkem je změna reálných úroků, což ovlivňuje agregátní poptávku a následně i inflaci a HDP. Velké podniky na Slovensku, které vytvářejí největší podíl přidané hodnoty, však již před vstupem Slovenska do eurozóny měly přístup na finanční trhy v eurozóně a proto pro ně byly již tehdy důležitější úrokové sazby v eurech než v sazby v korunách. Slovenská monetární politika tak působila pouze na chování domácností a malých podniků. Možnost ovlivnit

tyto aktéry pomocí nástrojů monetární politiky, byla však vzhledem k jejich nižší citlivosti na změny úrokových sazeb velmi malá. (Šustr a kol., 2006)

### **Ztráta možnosti manipulovat s měnovým kurzem**

Šustr a kol. (2006) uvádí, že na Slovensku byl však před přijetím eura daleko významnější kanál transmise měnové politiky. Skrze změnu sazeb centrální banky, bylo možno měnit nominální kurz, což ovlivňovalo relativní ceny dováženého i vyváženého zboží a mělo přímý dopad na inflaci a nepřímý dopad na agregátní poptávku.

Samostatná měnová politika ovšem přinášela na Slovensku také turbulence ve vývoji měnového kurzu, což představovalo pro všechny ekonomické subjekty nežádoucí efekt a s vývojem byla nespokojena i samotná NBS. Nepředvídatelný a těžko ovlivnitelný vývoj kurzu navíc ztěžoval schopnost centrální banky dosahovat stanovené cíle, což posléze ohrožovalo i kredibilitu NBS. (Šustr a kol., 2006)

### **Celkový dopad**

Studie Šustra a kol. (2006) uvádí, že efektivnost slovenské monetární politiky byla již před vstupem do eurozóny značně omezena. Dle autorů studie to způsobuje fakt, že Slovensko má plně liberalizované kapitálové toky, jejichž velikost je několiknásobně větší než je monetární politika schopna ovlivnit. Kurz slovenské koruny navíc ovlivňují zahraniční události a spíše způsobuje ekonomické šoky, než aby je pomáhal tlumit.

Šustr a kol (2006) navíc počítají s tím, že čím více se budou ekonomické cykly Slovenska a eurozóny synchronizovat, především pomocí rozvíjení obchodu s partnery eurozóny, tím méně bude pro Slovensko ztráta monetární politiky důležitá. Autoři studie předpokládají, že po vstupu do eurozóny se reálná fluktuace hospodářství se mírně zvýší, zároveň se očekává negativní dopad na cenovou stabilitu vlivem zvýšení fluktuace inflace konkrétně z 0,24% na 0,68%. Z výše zmíněných důvodů očekává studie z titulu vzdání se monetární politiky ztrátu zhruba 0,04 % HDP.

Studie Zemana (2012) konstatuje, že přínosy ze zavedení eura, vyplývající z nižších transakčních nákladů převyšují náklady se ztrátou nezávislé měnové politiky. Konkrétně stanovuje, že ztráta z nemožnosti používat nástroje monetární politiky je 0,08% HDP, naopak přínos plynoucí z nižších transakčních nákladů vyčísluje na 0,7% HDP.

### **Obavy z inflace**

S přijetím eura jsou spojeny také obavy z inflace. Dědek (2013) uvádí, že mezi veřejností je rozšířen názor, že přechod na euro přináší výrazné zvyšování cen. Oficiálně měřená míra inflace, však žádný takovýto jev nezaznamenala. V souvislosti s výše uvedeným jevem zavedli tedy ekonomové pojem tzv. vnímané inflace, což je inflace, kterou občané subjektivně pociťují. Z šetření Evropské komise vyšlo najevo, že při přechodu na euro je zaznamenáno zdražení služeb každodenní spotřeby,

na které jsou spotřebitelé citlivější. Naopak ceny dlouhodobé spotřeby spíše stagnují či klesají.

Lalinský (2009) dodává, že hlavně díky velké konkurenci v maloobchodě se reálná inflace na Slovensku, v souvislosti se zavedením eura, zvýšila pouze minimálně zhruba o 0,12 až 0,19 p.b.

Studie Šustrá a kol. (2006) ovšem varuje před zvyšováním inflace v dlouhodobém horizontu. Při rychlém hospodářském růstu bude totiž Slovensko dohánět EU jak v životní úrovni, tak v cenové hladině. Po zavedení eura je však k dohánění možno použít již jen inflační kanál a nikoliv posilování měny. Autoři odhadují, že v prvních letech stoupne inflace přibližně o 1,5 procentního bodu každý rok, zatímco v případě nezavedení eura by byla patrně také o něco vyšší než v eurozóně. Vyšší inflaci by ovšem měly způsobovat rovnovážné faktory, takže by tato inflace neměla představovat riziko nestability či ztráty konkurenceschopnosti.

## ESM

Oproti výše zmíněným nevýhodám, které byly známy již při vstupu Slovenska do eurozóny, se v přímém důsledku krize objevila ještě nevýhoda nová a to nutnost participace na evropských stabilizačních mechanismech.

ESM je záchranný fond finanční pomoci pro země platící eurem. Je nástupcem dvou dočasně vytvořených programů stabilizačních programů EFSM a EFSF, které vznikly v roce 2010 jako reakce na krizi, která postihla Řecko. Program byl vybaven kapitálem 700 mld. EUR od jednotlivých členských zemí eurozóny, přičemž 80 mld. EUR tvoří splacený kapitál, zbylých 620 mld. EUR pak tvoří kapitál přislíbený. Konkrétně pro Slovensko znamenalo vytvoření ESM nutnost splatit 5,77 mld EUR jako upsaný kapitál. (Dědek, 2013)

ESM byl založen jako trvalý stabilizační nástroj, takže lze předpokládat, že ostatní země, které se rozhodnou přistoupit v budoucnu k eurozóně, budou muset do programu vstoupit. (Dědek, 2013)

## 4.4 Dílčí shrnutí

Slovensko vstupovalo do období finanční a světové krize jako země, které je součástí eurozóny. To znamenalo některé náklady a přínosy, které byly od přijetí eura původně očekávány. Po zavedení eura se okamžitě projevily přímé výhody, tedy zánik kurzového rizika, cenová transparentnost, transakčních nákladů. Rovněž se zvýšila finanční stabilita země, což se pozitivně projevilo právě v období krize. Slovensko by mělo těžit i z nepřímých výhod jako je nárůst přímých investic a zvýšení zahraničního obchodu... Nutno podotknout, že původní očekávání počítaly minimálně s dvacetiletým horizontem, ve kterém by se tyto efekty měly projevit a nezahrnovaly vlivy krize.

Členství v eurozóně sebou rovněž přineslo obavy z inflace a ztrátu vlastní měnové politiky. Slovensko tak nemohlo ke zmírnění dopadů krize využít měnového kurzu a muselo se rovněž podílet na záchranném programu ESM.



## 5 Výchozí pozice a dopady krize na slovenskou a českou ekonomiku

### 5.1 Společné a rozdílné znaky a dopady na ekonomiky střední Evropy

Mezi hlavní dopady krize v regionu střední Evropa, do kterého obě ekonomiky spadají, můžeme zařadit náhlý a velmi rychlý pokles HDP (Příloha B), snížení velikosti exportu kvůli poklesu poptávky v EU (Příloha C) pokles v produkci stavebního sektoru, pokles průmyslové produkce (Příloha D) a také odliv zahraničního kapitálu z oblasti. To vedlo ke zpomalení celé ekonomiky a snižování zaměstnanosti. (Příloha E) Podobný vývoj přisuzuje Sobják (2013) několika společným faktorům, které tyto ekonomiky sdílí.

#### Otevřené exportně orientované ekonomiky

Jako první jmenuje Sobják (2013) skutečnost, že všechny země střední Evropy jsou vysoce exportně orientované, otevřené, malé (s výjimkou Polska) ekonomiky, což determinuje u daných zemí značnou závislost na poptávce na zahraničních trzích. U zemí střední Evropy se tato skutečnost projevila snížením exportu nejen v roce 2008 při nástupu světové finanční krize, ale následně i v průběhu evropské dluhové krize v roce 2012, jelikož okolo 80% exportovaného zboží z těchto zemí směřuje do EU. (Sobják, 2013)

#### Závislost bankovního systému na zahraničí

Dále si díky postupující integraci bankovních systémů mnoho bank vytvořilo v regionu lokální pobočky a jejich prostřednictvím vlastnili velký podíl bankovních aktiv. V předkrizovém období to přinášelo jednodušší přístup k půjčkám a tím tedy snadnějšímu růstu. S příchodem krize se to ovšem ukázalo jako jedna z největších slabín většiny ekonomik v regionu. Mnoho domácích půjček bylo totiž poskytnuto v zahraničních měnách, a to jak pro domácnosti, tak i pro firmy. Po náhlém oslabení místních měn se stalo splácení těchto úvěrů extrémně zatěžující a poškozovalo domácí spotřebu. (Sobják 2013).

Lacina a Toman (2009) upozorňují, že: „Česká republika měla ze všech kandidátských zemí na vstup do eurozóny nejnižší expozici úvěrů v zahraničních měnách a současně poměrně zdravý bankovní sektor.“ Autoři navíc dodávají, že v porovnání s Maďarskem či Polskem, vykazuje česká ekonomika pouze velmi nízkou expozici úvěrů z pohledu firem a téměř nulovou expozici u úvěrů domácnostem. I přesto, ale uvádí jako zásadní problém české ekonomiky rychlé zhodnocování české měny vůči euru a dolaru na začátku krize a následně rychlé znehodnocení v poslední třetině roku 2008.

Z práce Laciny a Tomana (2009) rovněž vyplývá, že Slovensko se vyznačovalo pouze malým podílem úvěrů v zahraničních měnách. Před nástupem krize by-

la zhruba 3% úvěrů domácností a stejně jako v České republice zhruba 20% úvěrů firem denominováno v zahraničních měnách.

### **Monetární politika**

Výše zmíněné oslabení lokálních měn proti euru však poskytlo prostor pro rychlou reakci především české, maďarské a polské ekonomiky. Depreciace měny totiž způsobila, že ceny vyváženého zboží se staly konkurenceschopnějšími. Této výhody ovšem nemohly využít Slovensko ani Slovensko, které již v dané době, byly součástí eurozóny. Zatímco tedy obě země těžily z důvěry eura a vyhnuly se odlivu zahraničního kapitálu, musely snášet horší podmínky z hlediska konkurenceschopnosti. (Sobják, 2013).

I přes značné podobnosti se průběh krize v jednotlivých zemích lišil, například ekonomika Polska zaznamenala v průběhu roku 2009 růst. Z důvodu zaměření práce se nadále budu věnovat už pouze ekonomice Slovenska a Česka.

## **5.2 Slovensko**

Slovensko bylo před vypuknutím krize v roce 2008 jednou z nejrychleji rostoucích ekonomik v EU, zároveň disponovalo stabilním finančním sektorem a konsolidovanými veřejnými financemi. Přesto zasáhla ekonomická krize Slovensko velmi tvrdě a přinesl rychlý pokles HDP spojený s růstem nezaměstnanosti. (Sobják, 2013)

### **HDP**

Roku 2009 zaznamenala ekonomika Slovenska pokles HDP o 4,9 procenta, který byl navíc následně spojen s nárůstem nezaměstnanosti z 8,4 % v říjnu roku 2008 na 14,9% nezaměstnanost v únoru 2010. Pokles HDP byl silnější než v ostatních okolích zemí, např. Polsko zaznamenalo v roce 2009 1,6 % růst HDP a prvotní šok u našeho východního souseda byl větší než ve Španělsku (-3,7 % v r. 2009) nebo Řecku (-3,3 % v r. 2009). Slovenská ekonomika se však dokázala poměrně rychle zotavit a již v roce 2010 byl růst HDP okolo 4%, tedy na úrovni předkrizových hodnot. (Fidrmuc a kol., 2013)

Sobják (2013) připisuje toto rychlé zotavení solidním základům, které byly vytvořeny díky strukturálním reformám počátkem 21. století. Dalšími faktory, které dle jejího názoru pomohly Slovensku k rychlejšímu ozdravení, řadí silný růst produktivity práce (obzvláště ve zpracovatelském průmyslu), spolu s umírněnými mzdovými požadavky z roku 2009.

Jak uvádí Sobják (2013) v důsledku evropské dluhové krize, slovenská ekonomika zpomalila, nadále však udržela tempo růstu HDP v plusových hodnotách, konkrétně rostlo slovenské HDP, jako jediné v regionu, v roce 2012 o 2%. Tento růst byl ovšem zaznamenán pouze díky zlepšenému exportu automobilového průmyslu. Domácí poptávka zůstala i kvůli silné 14-ti procentní nezaměstnanosti.

V roce 2013 zaznamenal o Slovensko nárůst HDP ve stálých cenách o 1,3 %. I přes zpomalení tempa růstu však patřila jeho ekonomika k nejrychleji rostoucím

v rámci eurozóny. Hlavním zdrojem růstu byla zahraniční poptávka, domácí poptávka byla tlumena vlivem nižších investic. (NBS, 2014)

Dle Výroční správy NBS (2015) se v roce 2014 tempo růstu HDP zrychlilo na 2,4 %. Tentokrát ovšem byla hlavním zdrojem růstu domácí poptávka, především pak růst investic, který předstihl i růst spotřební poptávky. Dynamika zahraniční poptávky pozorovaná v roce 2013 se zpomalila.

V roce 2015 zaznamenala slovenská ekonomika růst o 3,5%. Zdrojem růstu je celkové oživení ekonomiky, hlavně domácí poptávky. Dle analýzy Evropské komise (2016) by tento trend měl pokračovat i růstem v letech 2016 (3,2%) a 2017 (3,5%). Vývoj HDP v porovnání s ČR je zachycen v příloze H.

## **Export**

Všechny země v regionu zaznamenaly v důsledku krize v 1. čtvrtletí roku 2009 v porovnání s 2. čtvrtletím roku 2008 propad exportu. Vůbec nejhorší propad exportu v regionu zaznamenalo Slovensko, konkrétně se vývoz propadl o 23% (Příloha C). Studie Čársky a kol. (2012) však upozorňuje, že na jedné straně se export výrazně podílel na hospodářském poklesu, na druhou stranu ovšem později výrazně přispěl k obnovení ekonomického růstu.

O něco menší propad vývozu zaznamenaly v průběhu krize země s pohyblivým měnovým kurzem, který jim poskytoval relativní konkurenční výhodu. I přesto, že Slovensko této možnosti kvůli svému členství v měnové unii využít nemohlo, došlo v této zemi k mimořádně rychlému a dynamickému růstu exportu a relativně rychlému návratu k předkrizovým hodnotám. Již ve 2. čtvrtletí roku 2011 dosahoval reálný objem jeho exportů přibližně o 5% vyšší úrovně v porovnání s předkrizovým obdobím. (Čársky a kol, 2012)

V roce 2012 došlo k dalšímu nárůstu exportní výkonnosti o 9,3 % a nárůst se podařilo udržet i v následujících letech, konkrétně o 6,2 % v roce 2013, i přes pokles ve druhém a třetím čtvrtletí i v roce 2014 (3,6%). (NBS, 2016). Stejně jako v případě HDP je vývoj a porovnání exportu k nalezení v přílohách konkrétně v příloze I.

## **Veřejné finance**

Finanční a ekonomická krize se výrazně promítla do hospodaření veřejných financí. Hlavním rysem byl růst zadlužování veřejného sektoru. Země s relativně nižší předkrizovou úrovní zadlužení měly větší tendence podporovat ekonomiku v průběhu krize prostřednictvím vyšších výdajů. (Čársky a kol.,2012)

Tento průběh můžeme pozorovat i na Slovensku. Vzhledem k expanzivní fiskální politice narostl veřejný dluh z 27,9 % HDP v roce 2008 na 52,2 % HDP v roce 2012 (Sobják, 2013)

Jako reakce na zrychlující zadlužování došlo v březnu roku 2012 na Slovensku ke schválení ústavního zákona o rozpočtové odpovědnosti, který stanovuje limit pro výšku veřejného dluhu na 60% HDP. Od roku 2013 se navíc daří podíl dluhu na HDP postupně snižovat. (Rada pro rozpočtovou odpovědnost, 2014)

V roce 2014 byl dluh vůči HDP 56,6 % oproti 54,6% v roce 2013 a pokles pokračoval i v roce 2015, kdy tato statistika dosáhla úrovně 52,2 %. (MF SR, 2016) Porovnání vývoje lze nalézt v příloze J.

### Trh práce

Vysoká nezaměstnanost je v případě Slovenska vážným strukturálním problémem. Na Slovensku panují velké regionální rozdíly v nezaměstnanosti, zatímco v okolí Bratislavy je nezaměstnanost 6%, v centrální a východní části Slovenska dosahuje nezaměstnanost až 18%. (IMF, 2014)

Pokles exportu a produkce se v ekonomice projevil i v poklesu zaměstnanosti. Nejvýraznější byl pokles v průmyslové výrobě, která reprezentuje exportně orientovanou část ekonomiky. Zde zaznamenalo Slovensko nejvýraznější pokles ze všech okolních států. (Příloha F). Tento nepříznivý jev byl částečně kompenzován růstem zaměstnanosti ve veřejném sektoru, ten byl zaznamenán i na Slovensku, i když zde byl relativně umírněný. (Čársky a kol., 2012)

I přes tyto efekty a oživování ekonomické aktivity, stoupla celková nezaměstnanost z 9,6 % v roce 2008 až na 14,4 % v roce 2010. Tento stav byl způsoben hlavně dopadem hospodářské krize na podniky, které byly nuceny omezovat výrobu. (NBS, 2011)

V roce 2011 zaznamenala nezaměstnanost mírné zlepšení, avšak v důsledku zhoršující se situace na trh práce se v roce 2012 situace opět zhoršila a nezaměstnanost se vyšplhala na 14 %. V následujícím roce nezaměstnanost stagnovala, v roce 2014 zaznamenala pokles na 13,2%. (NBS, 2015)

V roce 2015 se v průběhu roku snižovala až k hodnotě 11%. V březnu roku 2016 klesla nezaměstnanost na Slovensku poprvé od roku 2009 pod 10%, konkrétně byla míra nezaměstnanosti v březnu 9,89%. (Ústredie práce, sociálních vecí a rodiny, 2016) Porovnání vývoje nezaměstnanosti lze v grafickém vyjádření nalézt v příloze K.

## 5.3 Česká republika

Solidní ekonomické základy ze začátku pomohly české ekonomice vyrovnat se poměrně dobře s dopady globální krize. Silná vnější a fiskální pozici spolu s důvěrou v měnovou a kurzovou politiku přispěly k odolnosti ekonomického a finančního systému. (Sobják, 2013)

### HDP

Česká ekonomika zaznamenala i přes poměrně dobré ekonomické základy v roce 2009 pokles HDP o 4,5%. (Sobják, 2013)

Zaznamenala tak menší pokles HDP než ekonomika Slovenska. Singer (2013) to připisuje hlavně menší otevřenosti české ekonomiky oproti ekonomice Slovenska, která je tak méně náchylná k externím šokům. Pozitivní vliv také připisuje možnosti Česka využít kurzového přízpusobení.

Navzdory těmto relativně příznivým počátečním podmínkám a podpurným politikám bylo následné oživení v roce 2010 menší než na Slovensku. Na oživení

v České republice totiž působil především růst exportu do Německa, domácí poptávka však zůstávala velice slabá, částečně i kvůli fiskální konsolidaci. (Sobják, 2013)

V roce 2012 se česká ekonomika po předchozím růstu ocitla opět v recesi. Na vině byla především restriktivní fiskální politika a z toho plynoucí slabá poptávka vlády, ale i domácností. (Sobják, 2013)

Tento jev se projevoval ještě začátkem roku 2013, v poslední čtvrtletí 2013 však byl zaznamenán nárůst HDP, částečně i vlivem řízeného oslabení kurzu ze strany ČNB, které zřejmě uspíšilo výdaje na spotřebu a investice u domácností a částečně i u firem. (ČNB, 2014)

V roce 2014 pokračovalo oživení české ekonomiky konkrétně o dvě procenta, na němž se nadále projevovalo uvolnění měnové politiky, ale i odeznění restriktivní fiskální politiky a v menší míře též oživení zahraniční poptávky. (ČNB, 2015b).

Dle zprávy Evropské komise (2016b) zaznamenala česká ekonomika v roce 2015 čtvrtý nejrychlejší růst v EU, konkrétně o 4,2%. Ten byl podpořen jednorázovým dočerpáváním z evropských fondů. Pro rok 2016 se očekává zpomalení růstu na 2,1 % a v roce 2017 by česká ekonomika měla růst 2,6% tempem.

## **Export**

Nepříznivý vývoj zahraniční poptávky vedl vzhledem k velké otevřenosti české ekonomiky a její silné závislosti na zahraničí k prudkému poklesu exportu. (ČNB, 2011b)

Čársky a kol. (2012) však uvádí, že z hlediska dopadů ekonomické krize na zahraniční obchod je pravděpodobné, že znehodnocení nominálního kurzu a následně reálného kurzu tlumilo dopady na zahraniční obchod zemí s režimem plovoucího měnového kurzu. Z toho důvodu se o objem reálného exportu v České republice poměrně rychle vrátil na úroveň předkrizového období a v prvním čtvrtletí roku 2011 již dosahoval 110% předkrizové úrovně.

I v následujících letech zaznamenal export výrazné zvýšení. V roce 2012 zaznamenal i přes nelehkou ekonomickou situaci v eurozóně, dobrý výsledek. Konkrétně se objem vyvezeného zboží zvýšil meziročně v roce 2012 o 4,6 %. V roce 2013 hodnota exportu nezměnila. (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2014).

V roce 2014 však trend exportu opět růstový, kdy se export zvýšil o 8,9 %.(Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2015)

## **Veřejné finance**

Dopady finanční krize ovlivnily veřejné finance i v České republice. To se projevilo v růstu veřejného dluhu. I přesto byla Česká republika roku 2012 nejméně zadluženou zemí v regionu (veřejný dluh dosahoval 46% HDP). Oproti Slovensku tak ČR nezaznamenala takový nárůst veřejného dluhu. Přestože v roce 2008 vycházely obě země z téměř totožných úrovní zadlužení (29% HDP v ČR oproti 28 % HDP v SR), v roce 2012 již byl poměr slovenské dluhu k HDP o 6 % vyšší než v ČR. (Singer, 2014)

Tento výsledek byl z velké části výsledkem snahy vlády, která se během let 2010 - 2011 soustředila převážně restrukturalizace výdajů. Mzdy ve veřejném sektoru byly sníženy, stejně jako sociální dávky. V rámci konsolidačních opatření byly také po náročných politických debatách přijaty dlouho očekávané reformy zdravotnictví a penzijního systému (obě později zrušeny následující vládou pozn. autora). Fiskální konsolidace se zaměřila nejen na snižování deficitu, ale i na zlepšování strukturálních parametrů systému, kvalitu veřejných financí, podporu podnikání a snižování byrokracie. (Sobják, 2013)

V letech 2013 - 2015 se rychlejšímu tempu růst HDP oproti tempu nárůstu dluhu dařilo snižovat podíl dluhu ku HDP, hodnota této statistiky klesla v roce 2015 na 41% HDP, což řadí Českou republiku mezi nejméně zadlužené státy Evropské unie. (Ministerstvo financí ČR, 2016)

### **Trh práce**

Pokles zaměstnanosti v souvislosti s příchodem krize zaznamenala i Česká republika. I v České republice se nejvýrazněji projevil pokles v průmyslové výrobě, která má velkou návaznost na exportně orientovanou část ekonomiky. Na rozdíl od Slovenska však tento pokles nebyl ani zdaleka tak výrazný. (Příloha E) I v Česku se pak projevil nárůst zaměstnanosti ve veřejném sektoru, ovšem stejně jako na Slovensku nebyl tak výrazný jako v okolních ekonomikách. (Čársky a kol., 2012)

V roce 2015 se po předchozím pozvolném 5ti letém poklesu snížila nezaměstnanost téměř k předkrizovým hodnotám na úroveň 5,8 %. (Ministerstvo obchodu a průmyslu, 2015)

Nezaměstnanost se v ČR navíc daří i nadále snižovat. Dle zprávy Eurostatu (2016) byla v březnu roku 2016 nezaměstnanost 4,1% a byla dokonce nejnižší v celé EU.

## **5.4 Dílčí shrnutí**

Česká i slovenská ekonomika zaznamenali v důsledku krize propad ekonomiky. Na Slovensku byl propad oproti České republice o něco větší kvůli větší otevřenosti ekonomiky. Slovensko také nemohlo využít plovoucího kurzu měny ke krátkodobému zvýšení konkurenceschopnosti a tak utrpěl zahraniční obchod. Nemuselo se naopak na rozdíl od ČR potýkat s odlivem kapitálu a problémy s expozicí úvěrů v zahraniční měně.

Slovenská ekonomika na rozdíl od té české neupadla v roce 2012 opět do recese, pouze zpomalila svůj růst. Stalo se tak především díky expanzivní fiskální politice, kterou prováděla tamní vláda. Česká vláda se naopak vydala cestou fiskální konsolidace, jejímž cílem byla restrukturalizace a snížení veřejných výdajů, které omezily domácí poptávku. Nutno podotknout, že fiskální politika slovenské vlády byla vykoupena markantnějším zvýšením veřejného dluhu.

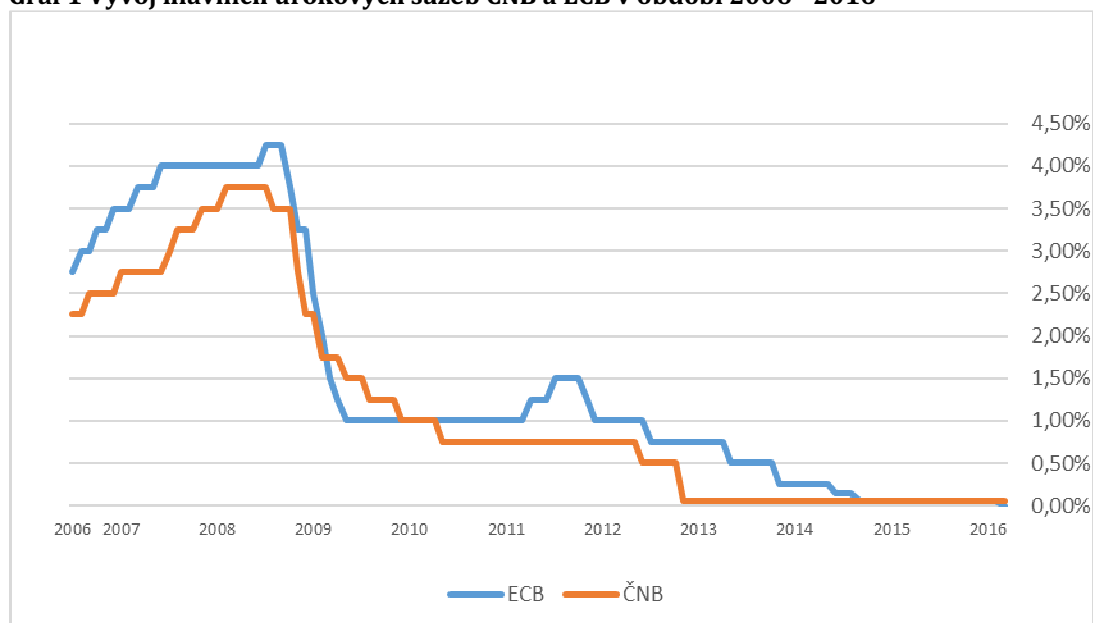
## 6 Využití měnových nástrojů

Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, Česká republika mohla v průběhu krize využívat možnosti, která přinášela tvorba vlastní monetární politiky, a to jak prostřednictvím hlavní úrokové sazby, tak případných devizových intervencí, které pomáhají vyhlazovat hospodářský cyklus. Slovensko však již jako člen eurozóny nemohlo využít devizových intervencí. Místo vlastní základní úrokové sazby, pak přejalo hlavní úrokovou sazbu ECB, která ovšem bere v potaz vývoj ekonomiky v eurozóně jako celku.

### 6.1 Hlavní úrokové sazby

Srovnání hlavních úrokových sazeb ECB a ČNB můžeme vidět v grafu číslo 1. Pro srovnání jsou využity měsíční údaje sazby hlavních referenčních operací ECB a dvoutýdenní repo sazby ČNB.

Graf 1 Vývoj hlavních úrokových sazeb ČNB a ECB v období 2006 - 2016



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat ČNB a NBS dostupných z: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/udajove-kategorie-sdds/urokove-sadzby/urokove-sadzby-ecb> a <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

Z grafu vyplývá, že vývoj obou sazeb je kromě výjimky v roce 2011, kdy sazba ČNB pokračovala v poklesu, zatímco sazba ECB krátkodobě rostla, poměrně synchronizovaný.

Z grafu je rovněž patrné, že zatímco krátce před vypuknutím krize byly obě sazby na svých několikaletých maximech, konkrétně 4,25% (ECB) a 3,75% (ČNB), v průběhu roku 2008 následoval rychlý pokles obou sazeb, který byl způsoben potřebou reagovat na nepříznivý ekonomický vývoj a přicházející krizi.

Ekonomické podmínky následně nedovolovaly centrálním bankám zabránit v dalším poklesu obou sazeb, s výjimkou krátkodobého růstu sazby hlavních refe-

renční sazby ECB v roce 2011. I přes tento krátkodobý nárůst však obě sazby pokračovaly v poklesu, až k úrovni 0,05%, tedy tzv. technické nuly, kde se ocitly na konci roku 2012 (ČNB), respektive v polovině roku 2013 (ECB) a kde již zůstaly. Tento nástroj se tak pro obě banky stal, pro potřeby expanzivní fiskální politiky, de facto nepoužitelný.

## 6.2 Vývoj měnového kurzu

V grafu číslo 2 je znázorněn vývoj kurzu eura vůči české koruně. Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, Slovenská republika vstoupila do krize s pevně zařizovaným kurzem na úrovni 30,126 EUR/SK. Ekonomika Slovenska tak nemohla využít možnosti krátkodobého zvýšení konkurenceschopnosti pomocí měnově – kurzového kanálu, zároveň ovšem nebyla vystavena kurzovému riziku.

**Graf 2 Vývoj měnového kurzu EUR/CZK v období 2007 - 2016**



**Zdroj:** Zpracování na základě dat ČNB dostupných z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

Z grafu je patrná vysoká volatilita české koruny. Po předkrizovém posilování měny nastala po vypuknutí krize výrazná depreciace v průběhu let 2008 – 2009. Po dosažení svého maxima (29,49 EUR /Kč) v roce 2009 kurz přes výkyvy pozvolna opět posiloval a v letech 2010 – 2014 se držel v pásmu 24 – 26 EUR/Kč. Po intervenci v roce 2015 se pak kurz drží nad hranicí 27 EUR/Kč. Vysoká volatilita sebou přináší kurzové riziko, které může poškodit exportéry.

Z provedeného QLR testu, který určuje bod zlomu dané křivky (Příloha L.), je patrné, že křivka má pouze jediný bod zlomu, který je zároveň významný. Tento bod zlomu se nachází v listopadu roku 2013 a plně tak koresponduje s provedenou intervencí ČNB k tomuto datu, která je podrobněji popsána v kapitole 3.3. Zároveň to potvrzuje, že banka využila možností intervence v měnovém kurzu za celé období pouze jednou a ostatní poklesy a růsty měnového kurzu jsou v důsledku reakce kurzu na tržní podmínky.



Práce bude dále zaměřena na vývoj hlavních makroekonomických statistik. Vzhledem k velikosti zásahu do ekonomiky, jaký intervence představuje, budou hodnoceny odděleně období od roku 2007 do intervence a období od intervence po současnost.

## 7 HDP

HDP je nejpoužívanějším ukazatelem výkonnosti ekonomiky. V této práci jsou posuzována data pro období 2007 až 2015. Tyto data jsou vybrána, jak již bylo zmíněno v kapitole 2, ze dvou důvodů. Jednak je to rok, kdy vstoupilo Slovensko do programu EMR2 a jednak je to poslední rok, před vypuknutím světové finanční krize, jejíž dopady zde budou mimo jiné hodnoceny.

V tabulce č. 3 je znázorněno průměrné tempo růstu reálného HDP v období 2007 – 2015 pro oba státy. Hodnoty jsou geometrickým průměrem vypočítaným ze čtvrtletních dat míry růstu reálného HDP. Míra růstu je porovnávána se stejným čtvrtletím předchozího roku. Hodnota průměrného tempa růstu vyjadřuje, jaký by byl roční přírůstek v případě, že by tempo růstu bylo konstantní. Z uvedených dat je patrné, že Slovensko rostlo ve zkoumaném období více jak dvakrát rychlejším tempem než Česká republika.

**Tabulka 4 Průměrné tempo růstu reálného HDP v letech 2007 - 2015**

	<b>Průměrné tempo</b>
<b>Česká republika</b>	1,3 %
<b>Slovensko</b>	3,0 %

**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě dat OECD znázorňujících vývoj čtvrtletní míry růstu reálného HDP dostupných z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>

### 7.1 Vývoj HDP na obyvatele v PPS

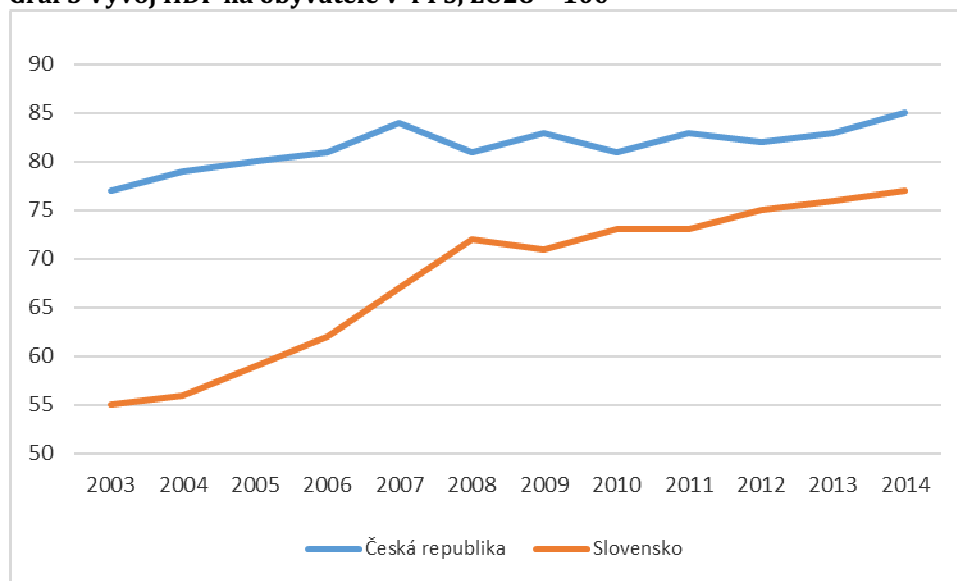
Při porovnání HDP na obyvatele v paritě kupní síly v obou zemích, který je v relaci k průměru EU28 = 100 je patrné, že obě země patří mezi státy, jejichž ekonomická úroveň je nižší než průměr EU. Vyšší konvergence dosahuje v této statistice ČR, která historicky vycházela z vyšší hodnoty této statistiky než Slovensko. To ovšem dohánělo vyspělé státy daleko rychlejší tempem.

**Tabulka 5 Průměrné tempo růstu HDP na obyvatele v PPS před a po vstupu Slovenska do ERMII a eurozóny**

	<b>Průměrné tempo růstu 2004 - 2007</b>	<b>Průměrné tempo růstu 2007 - 2015</b>
<b>Česká republika</b>	2,2 %	0,2 %
<b>Slovensko</b>	5,5 %	2,0 %

**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě dat OECD znázorňujících vývoj čtvrtletní míry růstu reálného HDP dostupných z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>

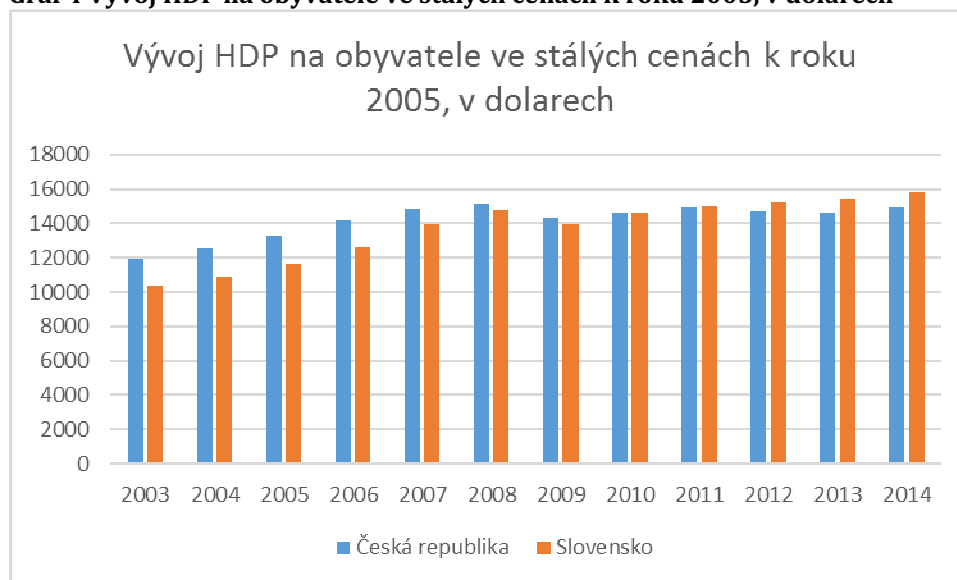
Z grafu i z tabulky č. 5, která znázorňuje průměrná tempa růstu před rokem 2007 a vstupem Slovenska do ERM II a po něm, je také zřejmé, že se rychlost konvergence po vstupu do eurozóny zpomalila. Přesto Slovensko pokračovalo v rychlejším tempu konvergence k průměrné úrovni států EU28 než Česká republika.

**Graf 3 Vývoj HDP na obyvatele v PPS, EU28 = 100**

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat Eurostatu dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

## 7.2 Vývoj HDP na obyvatele ve stálých cenách

Při porovnání HDP na obyvatele ve stálých cenách k roku 2005, které jsou znázorněny v grafu č. 4, je patrné, že zatímco do roku 2009 bylo HDP ve stálých cenách vyšší v České republice, v roce 2010 se úroveň v obou státech vyrovnala a od roku 2011 již je vykazuje vyšší úroveň Slovensko.

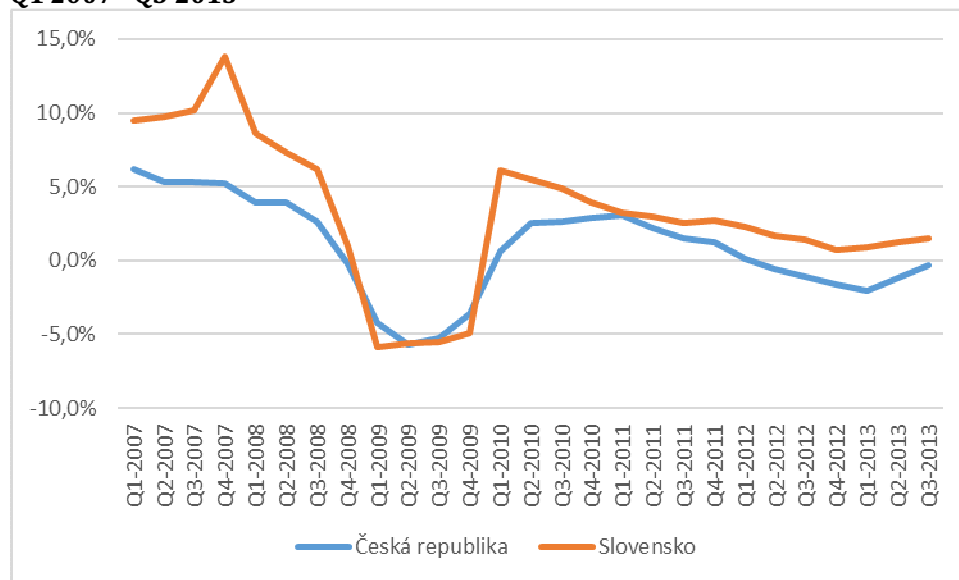
**Graf 4 Vývoj HDP na obyvatele ve stálých cenách k roku 2005, v dolarech**

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat World Bank ve stálých cenách roku 2005 dostupných z: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD>

### 7.3 Vývoj HDP v období 1Q 2007 – 3Q 2013

Graf č. 5 ukazuje, že na vývoj reálného HDP v období Q1 2007 – Q3 2013 měla výrazný vliv krize. První projevy krize je možné sledovat již od 2Q roku 2008 kdy se projevuje v obou státech pokles tempa růstu reálného HDP.

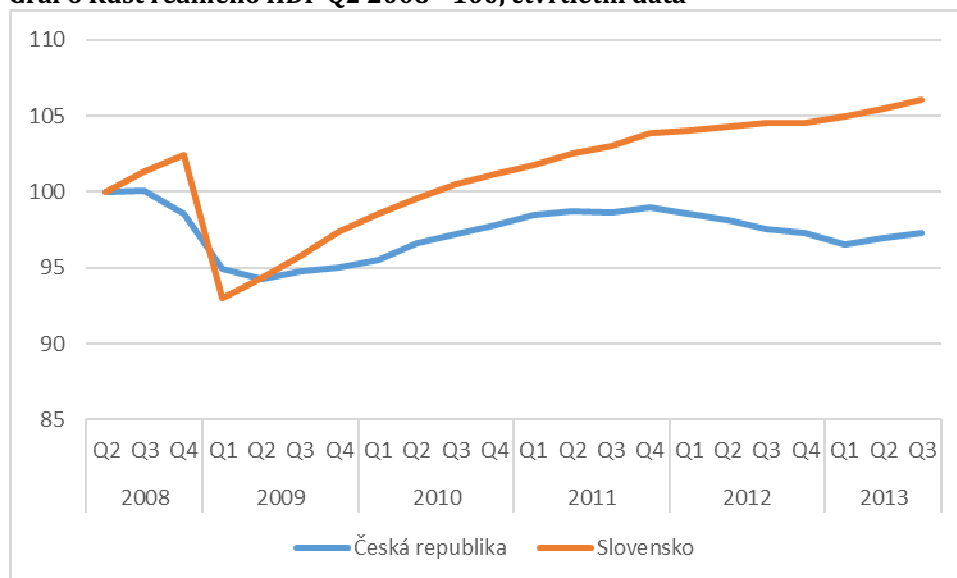
**Graf 5 Míra růstu reálného HDP v porovnání se stejným obdobím předchozího roku v období Q1 2007 - Q3 2013**



**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě dat OECD znázorňujících vývoj čtvrtletní míry růstu reálného HDP dostupných z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>

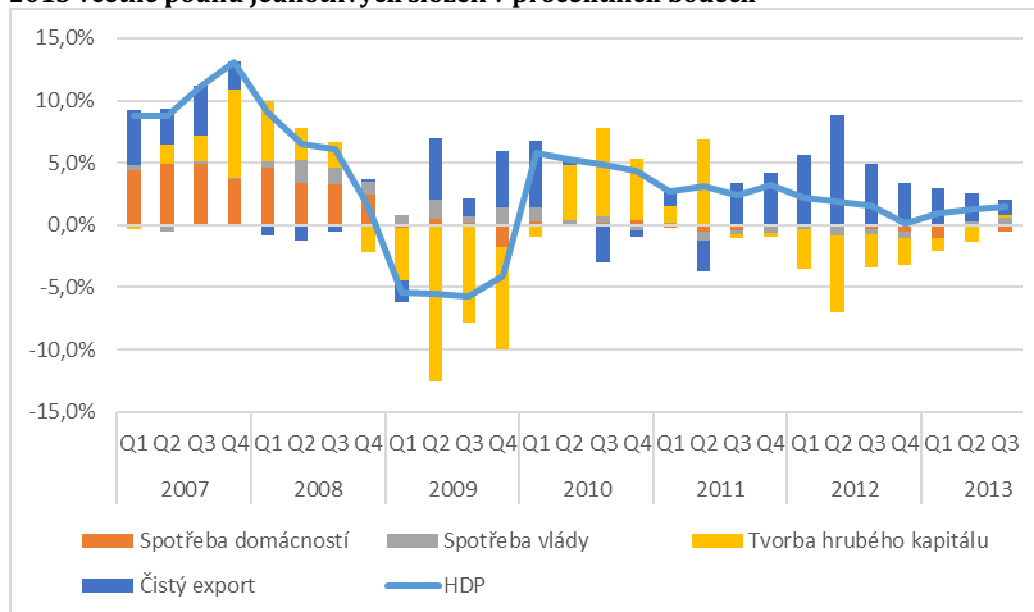
Od 4. čtvrtletí roku 2008 již reálné HDP neroste, ale v obou státech je zaznamenán pokles hodnot sledované statistiky. Z dat porovnávající míru růstu HDP proti stejnému období předcházejícího roku je patrné, že pokles trval v průběhu celého roku 2009.

Při detailnějším pohledu a porovnání vývoje pomocí indexu, kdy základním obdobím je 2Q 2008=100 je patrné, že větší šok zaznamenala ekonomika Slovenska, která bezprostředně poklesla rychleji. V případě české reálné HDP nebyl pokles v prvním čtvrtletí 2009 tak rychlý, avšak byl zaznamenán tři období po sobě zatímco na Slovensku byl pokles pouze v jednom období. Slovenská ekonomika však rovněž dosáhla své předkrizové úrovně již v 2Q 2010. Česká ekonomika oživovala pomalejším tempem a na své předkrizové hodnoty se dostala až po roce 2013.

**Graf 6 Růst reálného HDP Q2 2008 =100, čtvrtletní data**

**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě dat OECD znázorňujících vývoj čtvrtletní míry růstu reálného HDP dostupných z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>

## 7.4 Vývoj HDP a jeho komponent na Slovensku

**Graf 7 Vývoj čtvrtletního růstu HDP SR v meziročních změnách v % v období Q1 2007 – Q3 2013 včetně podílu jednotlivých složek v procentních bodech**

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2010 z ŠÚSR, dostupných z: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

Detailní rozbor jednotlivých komponent HDP odhaluje, že v případě Slovenska stál za propadem HDP především propad investic, které se v prvním čtvrtletí roku 2009 propadly o 5% a v druhém čtvrtletí dokonce o 13% oproti předchozímu roku. Ve druhém čtvrtletí už ovšem tento propad mírnila zvyšující se spotřeba vlády,

kteřá tak reagovala na příchodí krizi. To mělo posléze dopad na zvyšování dluhu, který je podrobněji popsáno v kapitole 10. Na zmírnění prudkého propadu se velkou měrou projevil rovněž růst čistého exportu, který se projevoval spolu s růstem vládních výdajů až do 1Q 2010 a napomohl tak spolu ožívování ekonomiky.

Od roku 2010 již byly firmy díky odeznění nejvýraznějších dopadů krize opět ochotny více investovat, což se projeвило v růstu investic, které byly v průběhu roku 2010 a v první polovině roku 2011 hlavním příspěvkem k růstu. Pouze ve třetím čtvrtletí roku 2010 a 2Q roku 2011 byly zbržděny poklesem čistého exportu, ke kterému se v roce 2011 přidal i drobný pokles vládních výdajů a poptávky domácností.

Od druhé poloviny roku 2011 v důsledku dluhové krize a zhoršující se situace v eurozóně je patrný opět pokles investic ve slovenské ekonomice. Ten je ovšem kompenzován zvyšováním čistého exportu a růst HDP se tak podařilo udržet v kladných hodnotách. Od 3Q 2012 je pak v důsledku snižujícího se poklesu a stále trávajícího, i když klesajícího růstu čistého exportu pozorováno opětovné nastarování ekonomiky.

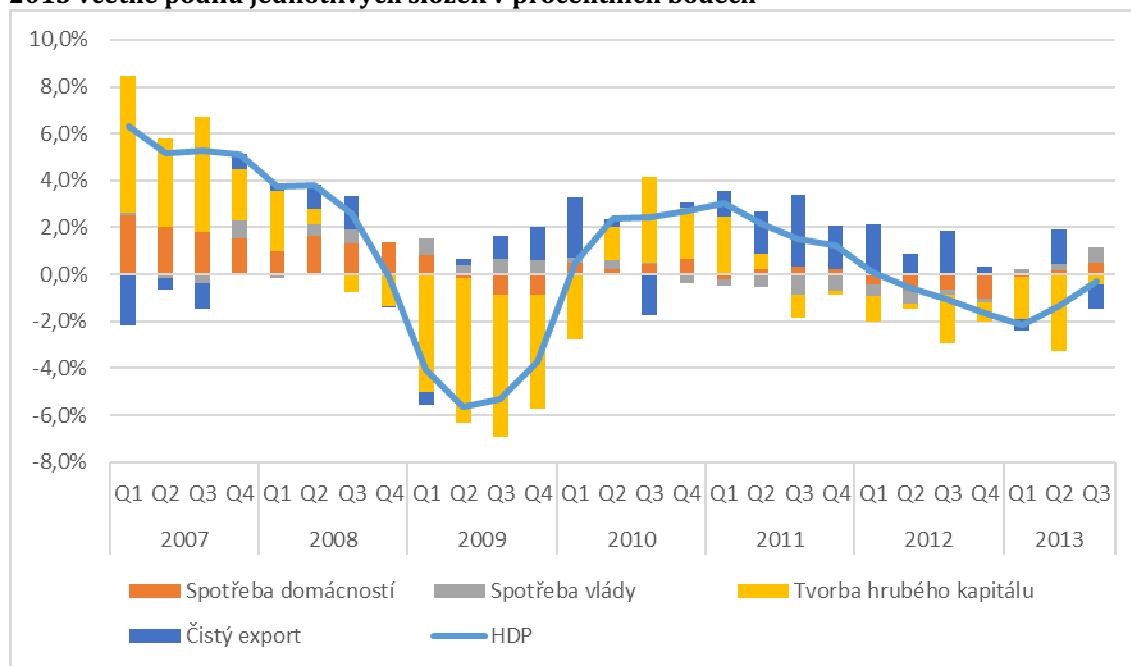
## 7.5 Vývoj HDP a jeho komponent v ČR

Při porovnání vývoje reálné míry růstu s ČR je z grafu č. 8 patrné, že vývoj a příspěvky jednotlivých komponent k růstu byly, i vzhledem k podobnosti ekonomik, podobné jako na Slovensku. I česká ekonomika zaznamenala propad HDP především kvůli propadu investic. Ten však nebyl tak výrazný jako v případě Slovenska. Rozdíl se projevil rovněž v tom, že česká vláda na rozdíl od té slovenské nebojovala proti krizi zvyšováním vládních výdajů, což se projeвило v následném pomalejším oživení. I v ČR přispíval k ožívování hlavně růst čistého exportu.

I ve všech 4 čtvrtletích roku 2010 byl vývoj v ČR podobný jako na Slovensku, na růstu HDP se podílely především investice, které byly pouze ve třetím čtvrtletí zpomaleny poklesem čistého exportu.

Rozdíl nastává od roku 2011, kdy se Nečasova vláda rozhodla provést restrukturalizaci a snížení výdajů, což mělo za následek, že se česká ekonomika propadla do recese. Situaci z počátku mírnil růst čistého exportu, od roku 2012 kdy se projevovaly problémy v eurozóně a s tím spojené poklesy investic, však ani tento vliv nezabránil propadnutí ekonomiky do recese. Horšící se situace měla rovněž negativní dopad na spotřebu domácností. Od druhé poloviny roku 2013 je však již možno opět pozorovat oživení ekonomiky, které je v druhém čtvrtletí způsobeno hlavně zvyšujícím se čistým exportem a ve třetím čtvrtletí roku 2013 rostoucí spotřebou domácností a rostoucími vládními výdaji.

**Graf 7 Vývoj čtvrtletního růstu HDP ČR v meziročních změnách v % v období Q1 2007 – Q3 2013 včetně podílu jednotlivých složek v procentních bodech**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2010 z ČSÚ dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hdp\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr)

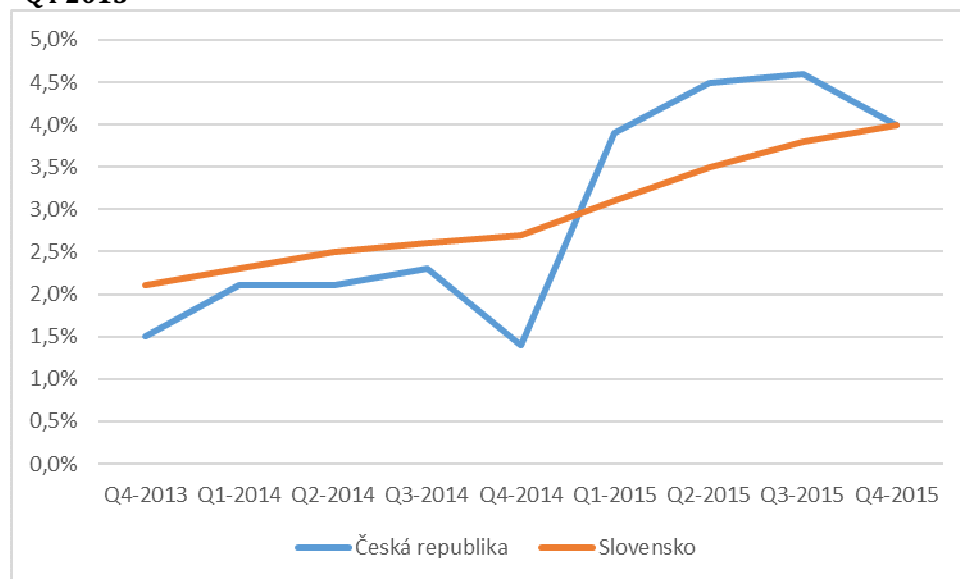
## 7.6 Vývoj HDP v období Q4 2013 – Q4 2015

Při pohledu na vývoj míry růstu reálného HDP v období po intervenci, je třeba mít na paměti, že tyto změny v kurzu se mohou projevit s mírným zpožděním. Jak již bylo řečeno v kapitole 3.3 ČNB si od intervence neslibovala jenom vyhnutí se deflací, ale sledovala i jiné dílčí cíle jako zvýšenou spotřebu z důvodu vyššího inflačního očekávání a podporu exportu.

Při porovnání meziročního vývoje míry růstu reálného HDP je patrné, že oživení ekonomiky nastartované v druhé polovině roku 2013, dále probíhá v obou státech.

Na Slovensku byl vývoj plynulejší a bez výraznějších skoků, zatímco výkon české ekonomiky zaznamenal ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně propad, avšak v následném 1Q 2015 zaznamenal výrazný, jak meziroční tak mezičtvrtletní nárůst.

**Graf 8 Míra růstu reálného HDP v porovnání se stejným obdobím předchozího roku, Q4 2013 - Q4 2015**



**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě dat OECD znázorňujících vývoj čtvrtletní míry růstu reálného HDP dostupných z: <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>

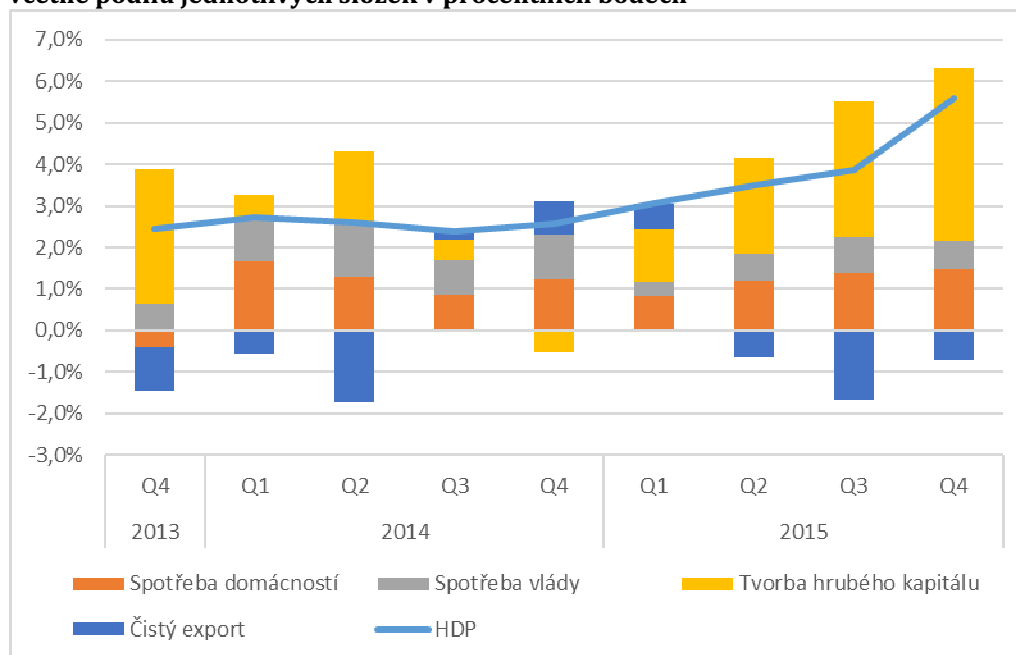
## 7.7 Vývoj HDP a jeho komponent na Slovensku

Růst ekonomiky zůstal i v posledním čtvrtletí roku 2013 a v roce 2014 na Slovensku více jak dvouprocentní, což bylo způsobeno především příspěvkem investic, vládních výdajů a domácí spotřeby, protirůstově naopak působil čistý export.

V průběhu roku 2015 bylo slovenské HDP taženo hlavně zvyšujícími se investicemi, které bylo způsobeno dočerpáváním dosud nevyčerpaných peněz z eurofondů. Naopak v důsledku zrychlujícího se tempa vývozu a zpomalujícímu exportu klesl čistý export. Vládní výdaje i domácí poptávka zaznamenaly v průběhu období mírný růst.



**Graf 9 Vývoj čtvrtletního růstu HDP SR v meziročních změnách v % v období Q2013- Q4 2015 včetně podílu jednotlivých složek v procentních bodech**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2010 z ŠÚSR, dostupných z: a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

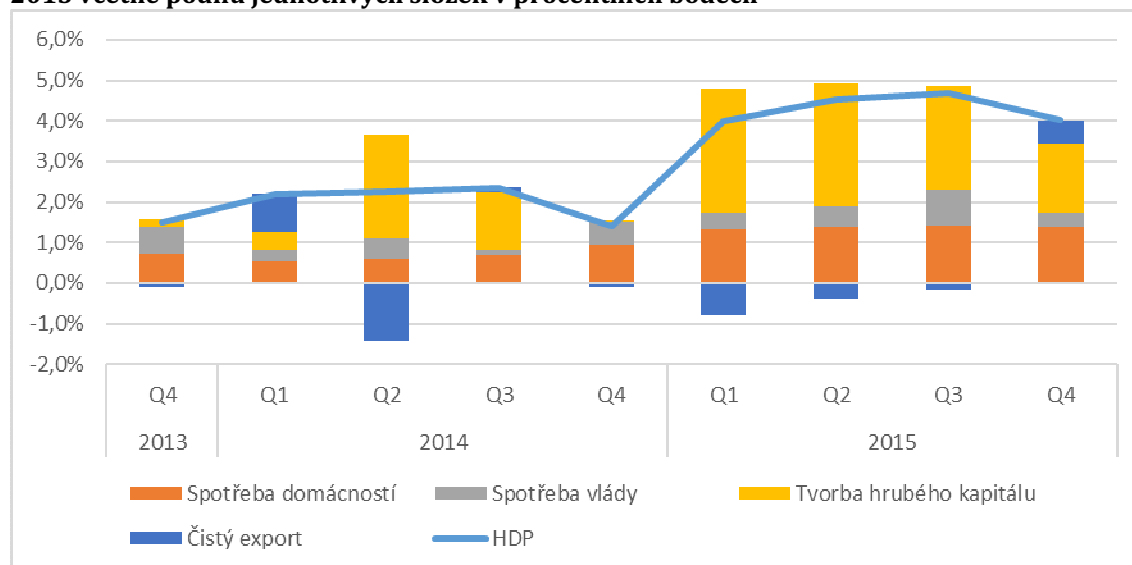
## 7.8 Vývoj HDP a jeho komponent v ČR

V České republice pokračovalo na konci roku 2013 a v průběhu roku 2014 oživo-  
vání ekonomiky z předchozí recese. Na růst působila především vzrůstající po-  
ptávka domácností, na čemž měla pravděpodobně částečně podíl i ČNB provede-  
nou intervencí. V první čtvrtletí roku 2014 působil prorůstově rovněž čistý export,  
tento efekt ovšem ve 2Q 2014 již není patrný a čistý export naopak HDP meziročně  
snižoval, naopak ho vystřídal výraznější zvýšení investic.

Rovněž v České republice můžeme v průběhu roku 2015 pozorovat výrazný  
vliv rostoucích investic v ekonomice, které jsou stejně jako na Slovensku  
způsobeny převážně zrychleným dočerpáváním eurodotací z programu pro roky  
2007 -2013. Nutno podotknout, že tento efekt je pouze jednorázový a nebude se již  
v dalších letech opakovat. Na oživení ekonomiky se rovněž, stejně jako na  
Slovensku, pozitivně projevil růst spotřeby domácností.

Zatím je ovšem možné posuzovat v tomto období pouze krátkodobé dopady,  
pro lepší posouzení dopadů intervencí by bylo třeba sledovat vývoj v delším  
časovém období.

**Graf 10 Vývoj čtvrtletního růstu HDP ČR v meziročních změnách v % v období Q2013- Q4 2015 včetně podílu jednotlivých složek v procentních bodech**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2010 z ČSÚ dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hdp\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr)

## 7.9 Dílčí shrnutí

Z porovnaných dav vyplývá, že krize měla významný dopad na ekonomický růst obou států. Bezprostřední šok byl menší v České republice roce 2009, Slovensko se z krize ovšem rychleji vzpamatovalo a od roku 2009 zaznamenalo již pouze ekonomický růst. Česká ekonomika se naproti tomu v roce 2012 ocitla opět v recesi.

To bylo způsobeno především rozdílným přístupem vlád obou zemí ke krizi. Zatímco slovenská vláda se rozhodla v reakci na krizi zvyšovat vládní výdaje, česká vláda zvolila strategii odlišnou a výdaje snižovala, jak je patrné z grafů č. 7 a 8. Jinak byl vývoj v obou státech v průběhu krize prakticky totožný, propad HDP byl primárně způsoben propadem investic a v obou státech působilo na oživení převážně zvyšování čistého exportu. Výhoda v podobě plovoucího kurzu domácí měny, se tak v případě růstu HDP projevila pouze velmi málo.

Z dat je rovněž patrné, že česká ekonomika nastartovala svůj opětovný růst již v polovině roku 2013. ČNB tak nejspíše přispěla k ekonomickému růstu, například zvýšením spotřeby domácností z důvodu očekávané inflace. Ze srovnání se Slovenskem však vyplývá, že stejně jako před intervencí působily na růst české ekonomiky podobné faktory jako na Slovensku. Intervence tak spíše působily jako podpůrný faktor již probíhajícího oživení, než jeho hybatel.

## 8 Zahraniční obchod

### 8.1 Celkový vývoj exportu

Jak je patrné z tabulky číslo 6, která znázorňuje změny hodnot exportu v období 2007 - 2015, za celé období se sledované veličiny změnilly v obou zemích téměř totožně. Zatímco v České republice byl oproti hodnotám roku 2007, sledován nárůst o 59,79 % v roce 2015, slovenský export za českým nijak výrazně nezaostal a oproti porovnávání s údaji z roku 2007 byl v roce 2015 o 59,34 % vyšší.

Porovnáním hodnot exportu mezi roky 2007 a 2015 z hlediska odbytiště, je patrné, že vstup do eurozóny výrazně prospěl slovenskému exportu do zemí Evropské unie a mezi porovnávanými obdobími vzrostl více než export České republiky do stejné oblasti. Tato skutečnost plně koresponduje s vývojem, který byl predikován v kapitole 0.

Z tabulky rovněž vypovídá, že v případě vývozu mimo Evropskou unii si výrazně lépe vedla Česká republika. Na této statistice se pravděpodobně projevil fakt, že zatímco Slovensko se po vstupu do eurozóny již nemohlo při vývozu zboží spolehnout na zvyšování konkurenceschopnosti svých výrobků a služeb pomocí kurzového nástroje, českým exportérům tato výhoda zůstala.

**Tabulka 6 Celková změna exportu mezi lety 2007 - 2015**

<b>Vývoz celkem</b>	<b>2007</b>	<b>2015</b>	<b>Změna</b>
Česká republika	89 382 176 788	142 823 972 681	59,79 %
Slovensko	42 696 491 900	68 036 396 649	59,34 %
<b>Vývoz do EU28</b>			
Česká republika	69 144 903 250	97 957 112 292	41,67 %
Slovensko	33 063 187 323	52 227 322 229	57,96 %
<b>Vývoz mimo EU</b>			
Česká republika	17 078 644 773	28 944 364 530	69,47 %
Slovensko	11 166 272 297	14 111 769 603	26,37 %

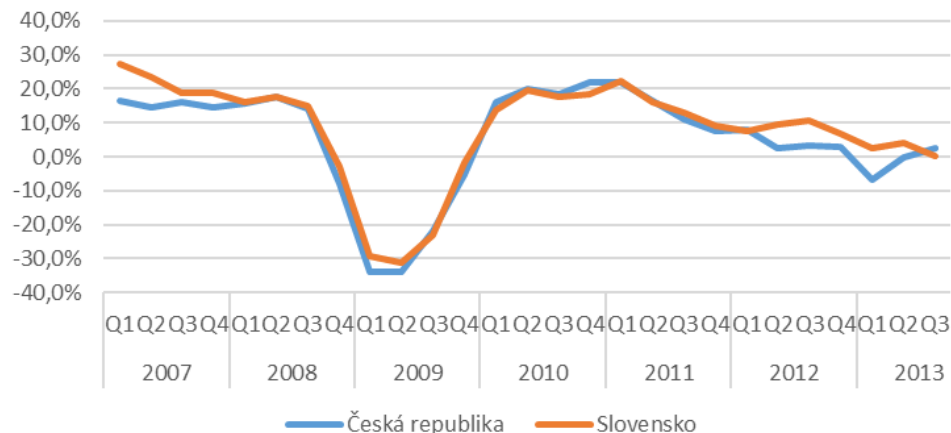
**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

I přesto, že celkový nárůst exportu byl v obou zemích téměř totožný, vývoj v průběhu období se lišil. To bude rozebráno v následujících kapitolách.

### 8.2 Vývoj exportu v období Q1 2007 – Q3 2013

V grafu číslo 13 je porovnáván vývoj exportu ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Z grafu je patrné, že i export byl vzhledem k otevřenosti obou ekonomik zasažen poměrně významně. V meziročním srovnání se v prvním čtvrtletí roku 2009 více propadl export České republiky.

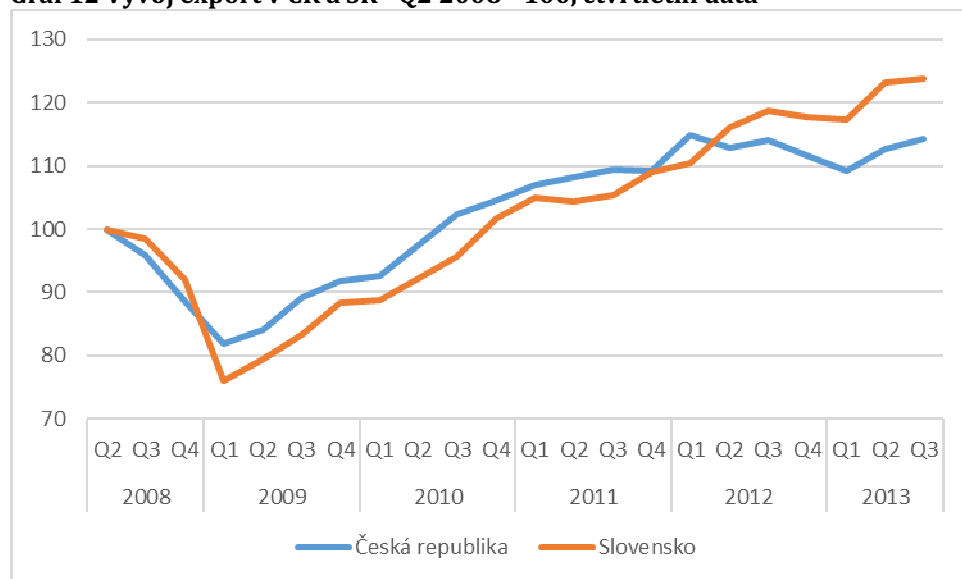
**Graf 11 Vývoj exportu v letech v porovnání se stejným obdobím předchozího roku. Q1 2007-Q3 2013, čtvrtletní data**



**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

V následujících letech rostl export Slovenska i České republiky meziročně přibližně stejným tempem, změna nastala v 2Q 2012, kdy slovenský export pokračoval v růstu, zatímco tempo růstu českého export začalo klesat a v Q1 2013 zaznamenal export dokonce meziroční propad. Od 2Q 2013 je však možno pozorovat opět nárůst exportu, slovenský export naopak v tomto období meziročně klesá.

**Graf 12 Vývoj export v ČR a SR - Q2 2008 =100, čtvrtletní data**



**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Z detailnějšího srovnání pomocí indexu kdy základním obdobím je 2Q 2008 v grafu č. 14, vyplývá, že export České republiky se v 1Q 2009 zaznamenal mírnější propad než export Slovenska. Rovněž je patrné, že český export zaznamenal oproti tomu slovenskému rychlejší obnovení na původní úroveň, což je možné přisoudit vlivu depreciujícího kurzu, který v tomto případě mírnil dopad krize

Celkový nárůst exportu v obou státech v období 2007 – 2013 je patrný z tabulky číslo 7. Zatímco export České republiky vzrostl v roce 2013 oproti roku 2007 „pouze“ o 36,70%, slovenský export za stejné období vzrostl o 51,22%.

**Tabulka 7 Celková změna hodnoty exportovaného zboží v eurech mezi lety 2007 - 2013**

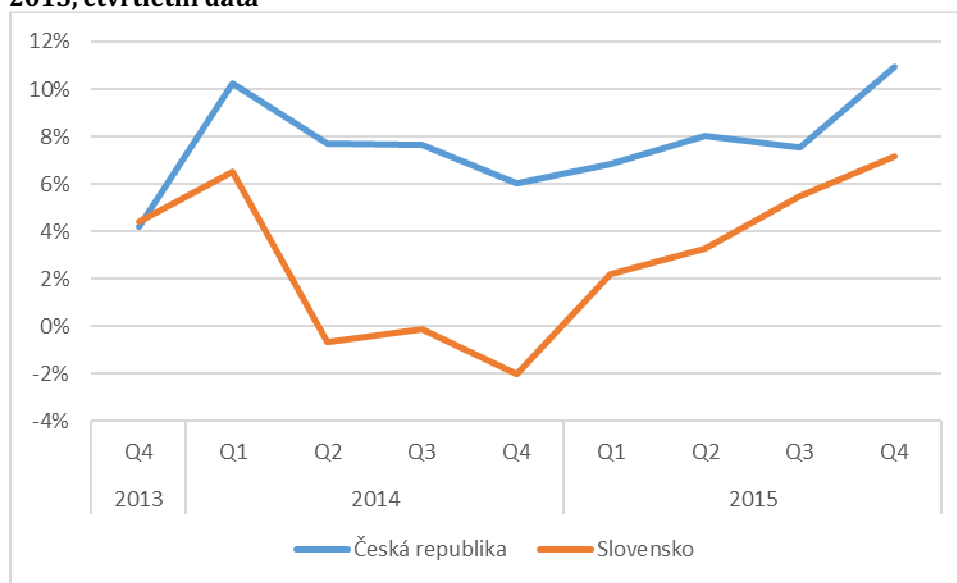
	2007	2013	Změna
Česká republika (Celkem)	89 382 176 788	122 185 068 412	36,70 %
Slovensko (Celkem)	42 696 491 900	64 565 812 589	51,22 %

**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

### 8.3 Vývoj exportu v období Q4 2013 – Q4 2015

Jedním z vedlejších pozitivních efektů, který zmiňuje ČNB při obhajobě intervence proti koruně je i pozitivní vliv na export. Jak je patrné z grafu č. 15 zatímco export v České republice zaznamenal růst ve všech sledovaných čtvrtletích, export Slovenska zaznamenal v průběhu roku 2014 pokles. Částečný efekt na tom jistě měla i intervence ČNB, která podpořila český export provedenou intervencí a zároveň intervence působila i na propad exportu Slovenska, jelikož značná část exportu této země míří i do ČR a provedenou intervencí se jejich zboží oproti domácímu relativně zdražilo.

**Graf 13 Vývoj exportu v porovnání se stejným obdobím předchozího roku v letech 2013-2015, čtvrtletní data**

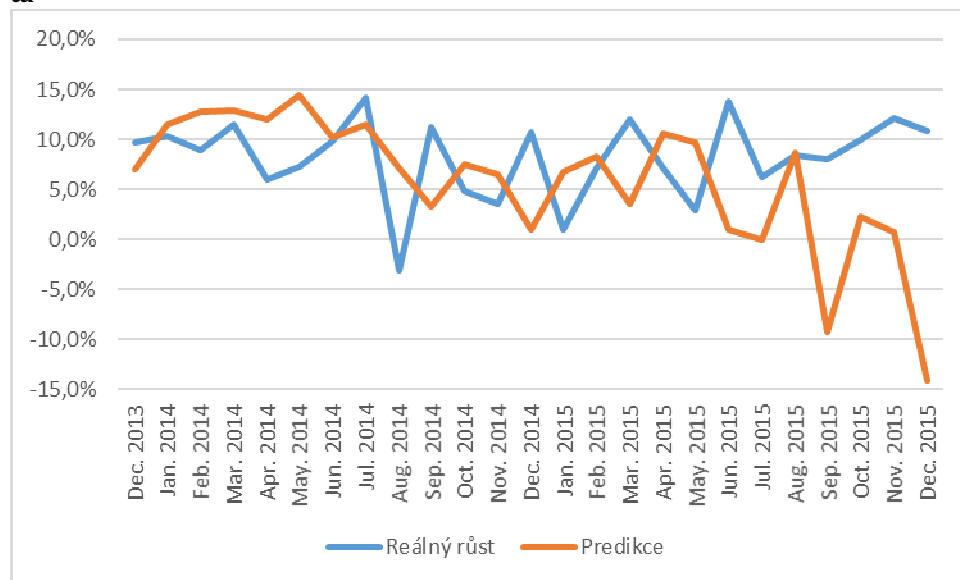


**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Růst exportu byl pozorován již od 2. poloviny roku 2013. Provedená intervence ČNB, tak růst jistě podpořila, nebyla však odpovědná za jeho nastartování. To vyplývá rovněž z grafu č. 16, který porovnává skutečný vývoj exportu v České republice s vývojem, který byl predikován pomocí ekonometrického modelu, který je uveden v přílohách. (Příloha M)

Aby byl model co nejpřesnější, byl zkonstruován na základě měsíčních dat exportů v eurech od roku 2007 do října roku 2013 a na základě tohoto modelu pak byla vytvořena predikce vývoje do roku 2015, tato predikce tak neobsahuje vliv intervence provedené ČNB v listopadu roku 2013.

**Graf 14 Porovnání reálného růstu exportu ČR s predikcí pomocí programu gretl, měsíční data**



**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Celkový nárůst exportu za celé období je patrný v tabulce č 7. Z toho je patrné, že ve sledovaném období vzrostl více export České republiky a to konkrétně o 16,89%, export Slovenska rostl pomaleji a za celé období vzrostl o 5,38%

**Tabulka 8 Celková změna hodnoty exportovaného zboží v eurech mezi lety 2013 - 2015**

	2013	2015	Změna
Česká republika	122 185 068 412	142 823 972 681	16,89%
Slovensko	64 565 812 589	68 036 396 649	5,38 %

**Zdroj:** Vlastní výpočty na základě měsíčních dat o vývoji exportu od roku 1988, které jsou měřené databází Eurostat, dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

## 8.4 Dílčí shrnutí

Zatímco při porovnávání vývoje HDP byl vliv domácí měny diskutabilní, při porovnání dat a vývoje exportu, lze říci, že domácí měna v případě krize tlumila dopady na export, který v roce 2009 nezaznamenal takový propad. Rovněž oživení exportu bylo v ČR rychlejší než na Slovensku. Od roku 2012 do prvního čtvrtletí roku i přesto rostl rychleji export Slovenska.

Po provedené intervenci ČNB je patrné, že export České republiky v meziročním srovnání dále rostl, zatímco export Slovenska se krátkodobě propadl, což bylo nejspíše částečně způsobeno i oslabením české koruny, protože ČR je pro SR významný obchodní partner. Nicméně i zde lze stejně jako v případě HDP

tvrdit, že intervence spíše podpořily růst nastartovaný již v druhé polovině roku 2013, což ostatně částečně potvrzuje i porovnání s predikcí, vytvořené pomocí ekonometrického modelu.

## 9 Inflace

Hlavním cílem monetární politiky je péče o cenovou stabilitu, V tabulce č. 7 jsou porovnány dosažené hodnoty průměrného meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen s inflačním cílem centrálních bank.

ČNB inflační cíl během období jednou změnila. Od ledna 2006 do konce roku 2009 byl vyhlášen jako inflační cíl meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 3%, banka bude zároveň usilovat, aby se reálná hodnota inflace nelišila o více jak jeden procentní bod na obě strany. Od roku 2010 pak byl tento cíl změněn na 2% při zachování stejných podmínek. (ČNB, 2007).

ECB definuje svůj inflační cíl jako meziroční nárůst HICP<sup>3</sup>, který je nižší jak 2%, Rada guvernérů to dále upřesňuje, že cílem je udržet „pod, avšak v blízkosti 2% v střednědobém horizontu.“

Z tabulky vyplývá, že stanovený inflační cíl byl častěji plněn v ČR než na Slovensku. Z tohoto hlediska je možné tvrdit, že ČNB byla schopna, pomocí nástrojů samostatné monetární politiky udržovat stabilnější cenovou hladinu. Zároveň je patrné, že monetární politika praktikovaná ECB, která musí při rozhodování posuzovat eurozónu jako celek, neodpovídá vždy potřebám jednotlivých členských států.

**Tabulka 9 Plnění inflačního cíle v ČR a SR**

Rok	Míra inflace		Inflační cíl	
	ČR	SR	ČNB	ECB
2007	2,9%	1,9%	3%	2%
2008	6,3%	3,9%	3%	2%
2009	0,6%	0,9%	3%	2%
2010	1,2%	0,7%	2%	2%
2011	2,2%	4,1%	2%	2%
2012	3,5%	3,7%	2%	2%
2013	1,4%	1,5%	2%	2%
2014	0,4%	-0,1%	2%	2%
2015	0,3%	-0,3%	2%	2%

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě měsíčních dat ČSÚ a NBS, dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace) a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

Z tabulky č. 9 vyplývá, že před vypuknutím krize dosahovala v ČR inflace maxima v podobě 6,2%. V důsledku krize zaznamenala míra inflace v ČR výrazné zpomalení tempa růstu a to až na hodnoty 0,6% v roce 2009 a 1,2% v roce 2010. Podobný vývoj, který byl způsoben všeobecným tlakem globální recese na snižování cen, můžeme sledovat i na Slovensku, kde se rovněž míra inflace snížila z hodnoty 3,9% na 0,9% v roce 2009 a 0,7% v roce 2010.

Zatímco v České republice byla v roce 2010 míra růst inflace 2% - tedy plně v souladu s cílem ČNB, na Slovensku v důsledku expanzivní monetární politiky ECB

<sup>3</sup> Hamonised Index of Consumer Prices



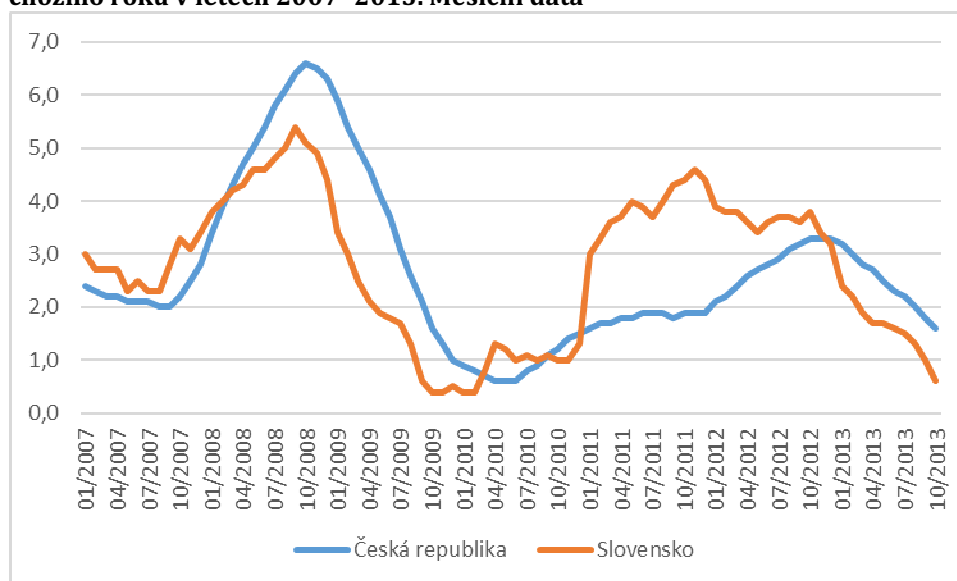
vzrostlo tempo růstu inflace až na 4,1% a překročilo tak cíl ECB více jak dvojnásobně. Projevila se tak výhoda vlastní monetární politiky, kterou disponuje ČNB.

V roce 2012 již však tempo růstu inflace dosahovalo i přes tuto výhodu hodnoty 3,5%, tedy téměř stejně jako v případě Slovenska (3,7%), kterému ke snížení tempa růstu inflace pomohlo krátkodobé zvýšení úrokových sazeb provedené ECB v průběhu roku 2011 (viz graf 1). V roce 2013 se podařilo tempo růstu inflaci v obou zemích stabilizovat do přípustného pásma.

Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.3 hlavním cílem ČNB při provádění devizové intervence v listopadu 2013 byla snaha předejít deflaci. Při porovnání s daty uvedenými v tabulce č. 7 je patrné, že se ČNB tento cíl podařilo splnit, zatímco na Slovensku došlo v letech 2014 a 2015 k deflaci, konkrétně -0,1 % a -0,3%, ČR si udržela inflační růst, byť jen mírný.

Z dat přírůstku indexu spotřebitelských cen srovnávaných ke stejnému měsíci předchozího roku, která jsou znázorněna v grafu č. 17 vyplývá, že obě ekonomiky zaznamenaly v důsledku krize všeobecný pokles cenové hladiny. Tempo růstu inflace ovšem vzhledem k oslabování koruny klesalo v ČR pomaleji než v případě Slovenska.

**Graf 15 Míra inflace vyjádřená přírůstkem spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku v letech 2007- 2013. Měsíční data**



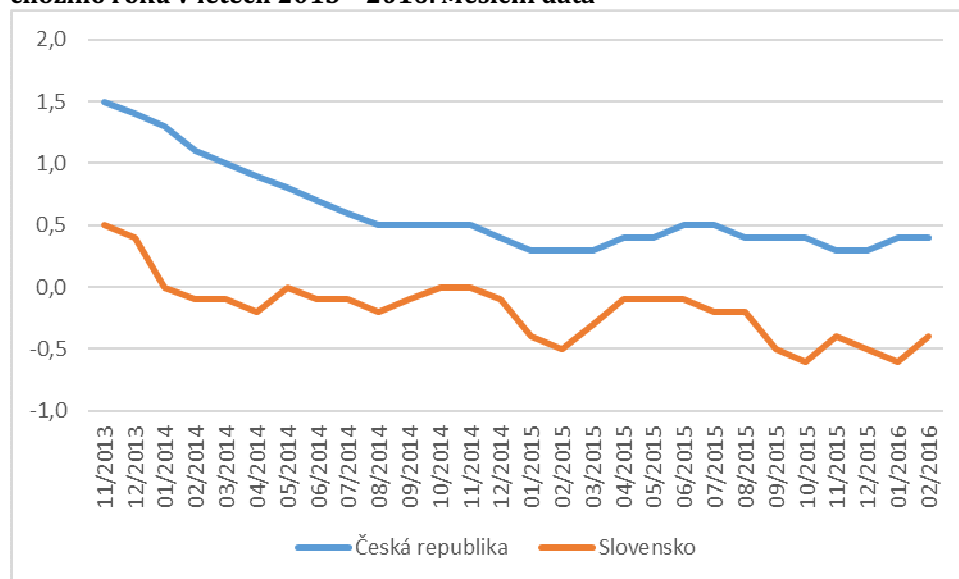
**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě měsíčních dat ČSÚ a NBS, dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace) a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

Od roku 2010 do poloviny roku 2011 se projevuje výhoda vlastní měny, kdy posilující koruna zmírňovala růst inflace, zatímco na Slovensku se v prvním čtvrtletí inflace skokově zvýšila o 3 procentní body, v České republice byl nárůst pozvolný. Od poloviny 2011 koruna i přes výkyvy opět oslabuje, což zvyšuje i tempo růstu inflace. Od roku 2013 tempo růstu inflace klesá, oproti Slovensku je však pokles mírnější.

## 9.1 Vývoj inflace v letech 2013 – 2016

Propad meziroční míry inflace pokračoval v obou státech i v posledních dvou měsících roku 2013. Z grafu je patrné, že Slovensko se od ledna 2014 muselo potýkat rovněž s deflací. Ta se České republice vyhnula především díky zásahu ČNB a devizové intervenci v listopadu roku 2013. Tempo růstu inflace klesalo až do 7. měsíce roku 2014, kdy se ustálilo na hodnotě meziročního růstu 0,5%. Na Slovensku se v meziročním srovnání pohybovalo stále v deflačním pásmu.

**Graf 16 Míra inflace vyjádřená přírůstkem spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku v letech 2013 – 2016. Měsíční data**

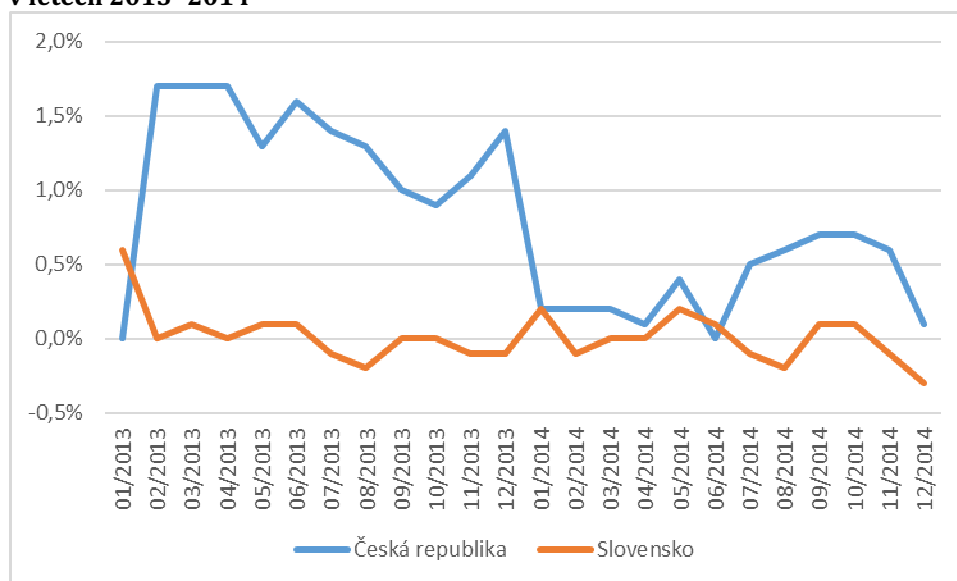


Zdroj: Vlastní zpracování na základě měsíčních dat ČSÚ a NBS, dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace) a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

Detailnější pohled na vývoj míry inflace ve srovnání s předchozím měsícem ukazuje, že vliv devizové intervence ČNB je ve vývoji inflace jasně patrný. Zatímco do října roku 2013 meziměsíční tempo růstu inflace klesalo, v listopadu v důsledku provedené měnové intervence vzrostla cenová hladina o 1,1% a intervence měla účinek i v prosinci, kdy sledovaná statistika zaznamenala meziměsíční nárůst o 1,4%. Tím se ovšem krátkodobý vliv vyčerpal a v lednu 2014 byl zaznamenán meziměsíční pokles na hodnotu 0,2 %.

Hodnoty meziměsíčního přírůstku indexu spotřebitelských cen pro Slovenskou republiku napoti tomu v celém období nezaznamenaly žádný výraznější výkyv a pohybovaly se v pásmu 0,5% až -0,5%.

**Graf 17 Míra inflace vyjádřená přírůstkem spotřebitelských cen k předchozímu měsíci v letech 2013 -2014**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě měsíčních dat ČSÚ a NBS, dostupných z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace) a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

## 9.2 Dílčí shrnutí

Hlavním cílem devizové intervence v roce 2013 bylo prostřednictvím zdražení importovaného zboží zvýšit cenovou hladinu v domácí ekonomice a odvrátit hrozící deflaci, která se na Slovensku stala v roce 2014 skutečností. Z porovnávaných dat je zřejmé, že tento cíl se podařilo naplnit. Ani přes tyto intervence se však v letech 2014 – 2015 nepodařilo splnit inflační cíl ČNB.

ČNB byla schopna plnit během sledovaného období své inflační cíle lépe než ECB. V tomto případě se projevilo, že díky nezávislé monetární politice dokáže ČNB lépe reagovat na potřeby české ekonomiky. ECB musí při využívání svých nástrojů brát v úvahu situaci v celé eurozóně. Nutno ovšem podotknout, že odchylky od plnění inflačního cíle politiky ECB rozhodně nebyly tak výrazné, aby poškozovaly slovenskou ekonomiku.

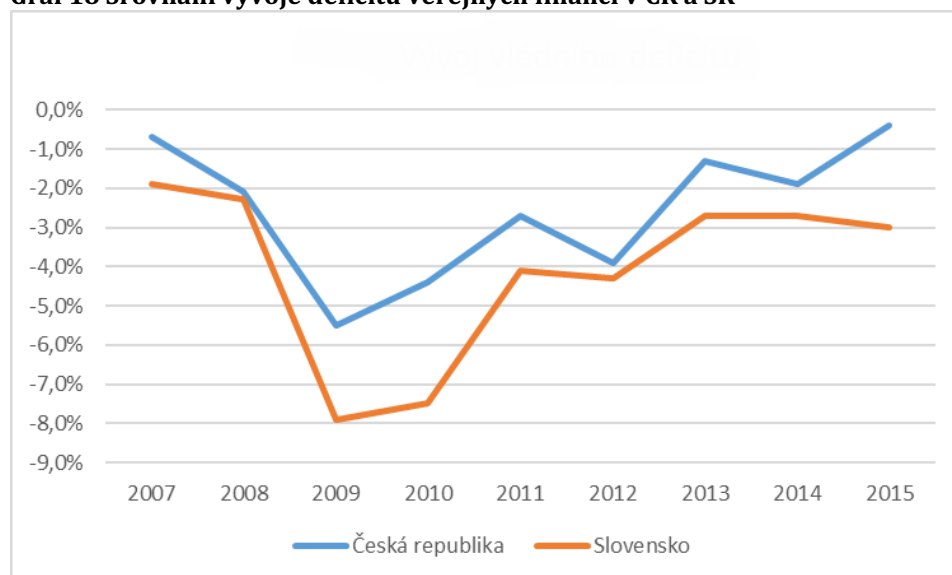
## 10 Veřejné finance

V předchozích kapitolách bylo již zmíněno, že celkově vzrostl podíl veřejného dluhu v tržních cenách k hrubému domácímu produktu více na Slovensku. Zároveň však bylo po celé období, i přes důsledky finanční a následné dluhové krize, plněno maastrichtské konvergenční kritérium veřejného dluhu, které stanovuje, že poměr veřejného dluhu v tržních cenách k hrubému domácímu produktu nepřekročí 60% hranici. Tato skutečnost, vyplývá rovněž z tabulky č. 10.

Ke kvalitě veřejných financí se vztahuje ještě druhé konvergenční kritérium, a sice kritérium veřejného deficitu, které stanovuje, že poměr schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu by neměl překročit 3%. Jak je ovšem patrné z grafu č. 20 a rovněž tabulky č. 10, plnění tohoto kritéria bylo v obou zemích v důsledku krize problematické.

Zatímco ještě v roce 2008 plnily kritérium obě země bez problémů, v roce 2009 již v ČR vzrostl deficit veřejných financí v poměru k HDP na -5,5% a na Slovensku dokonce na -7,9%. Celkově pak v ČR překročil deficit veřejných financí povolenou hranici celkem 3krát a v případě Slovenska celkem čtyřikrát. V roce 2010 se pak slovenská vláda dále zadlužovala 7,5% tempem, zatímco česká o -4,4 %. Celkově si ve srovnání této statistiky vedlo lépe Česko, jelikož překročilo hranici 3krát zatímco Slovensko 4krát a i poté co slovenská vláda od roku 2013 stabilizovala vývoj svého vládního deficitu, udržoval se rozpočtový deficit těsně pod sledovanou hranicí.

**Graf 18 Srovnání vývoje deficitu veřejných financí v ČR a SR**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat Eurostatu dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Tabulka 10 Vývoj veřejného dluhu a veřejných financí

Roky	Schodek veřejných financí ku HDP		Schodek veřejného dluhu ku HDP	
	ČR	SR	ČR	SR
2007	-0,7%	-1,9%	27,8	29,9
2008	-2,1%	-2,3%	28,7	28,2
2009	-5,5%	-7,9%	34,1	36
2010	-4,4%	-7,5%	38,2	40,8
2011	-2,7%	-4,1%	39,9	43,3
2012	-3,9%	-4,3%	44,7	52,4
2013	-1,3%	-2,7%	45,1	55
2014	-1,9%	-2,7%	42,7	53,9
2015	-0,4%	-3%	41,1	52,9

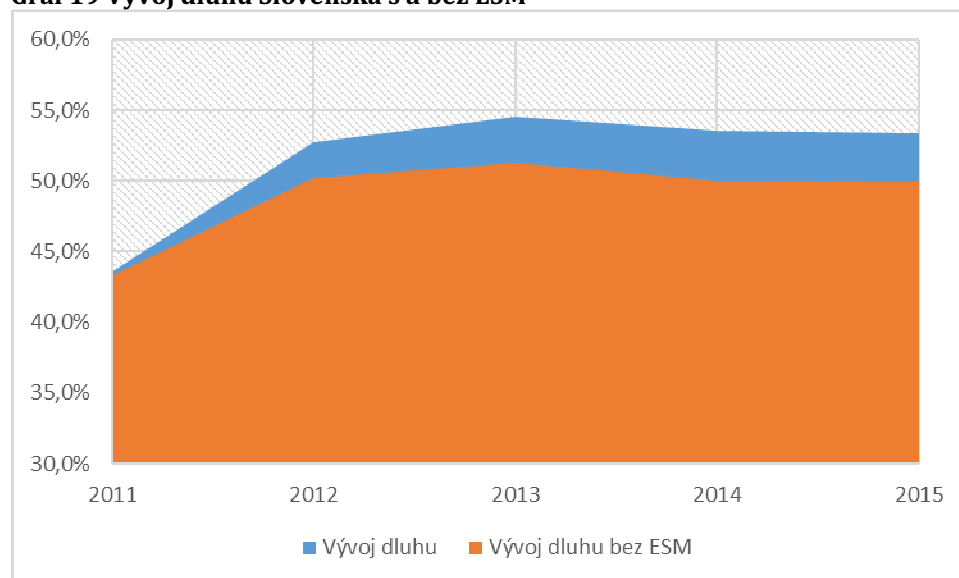
Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat Eurostatu dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

## 10.1 Vliv ESM

Vývoj dluhu byl na Slovensku ovlivněn i příspěvky, které musela země odvést do záchranných mechanismů.

První vklady do společného stabilizačního mechanismu provedlo Slovensko v roce 2011 a vkládání peněz ukončilo v roce 2015. Celkem vložilo do původního programu EFSF a ESM, které tento program fakticky nahradilo, viz kapitola 0, 2 676 mil. eur.

Graf 19 Vývoj dluhu Slovenska s a bez ESM



Zdroj: Vlastní zpracování dat ŠÚ SR, dostupných z: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

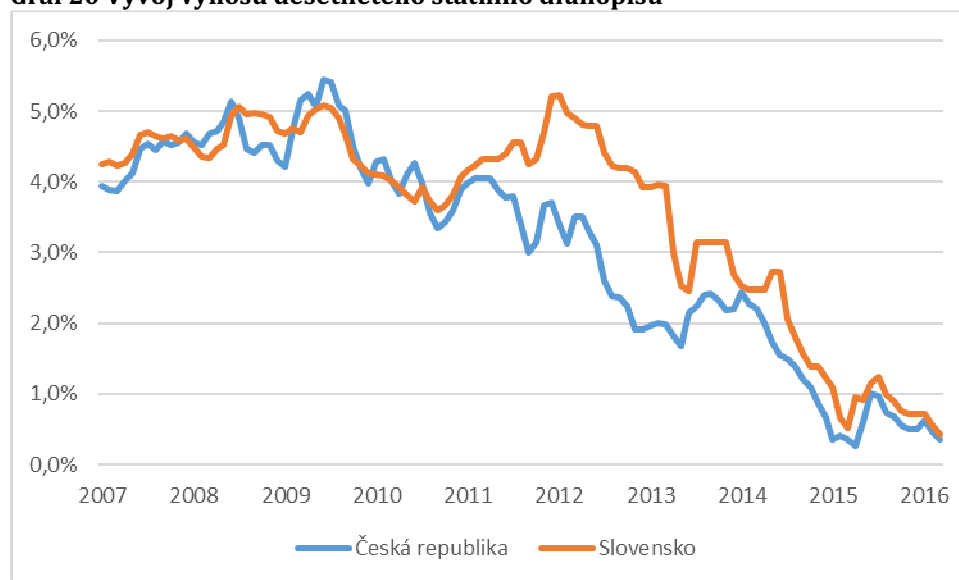
Hypotetický vývoj slovenského dluhu bez vlivu ESM je znázorněn v grafu č. 21. Je zřejmé, že příspěvky dluh Slovenska zvýšily celkově v řádech jednotek procent.

## Vývoj výnosu desetiletého dluhopisu

Vliv ESM se neprojevil jenom v absolutní výši dluhu, ale i v náročnosti jeho financování. V grafu č. 22 je znázorněn vývoj výnosu desetiletých státních dluhopisů obou států. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů byly od roku 2007 až do roku 2010 poměrně harmonizované a oba státy si tak půjčovaly za stejné úroky. Od roku 2011 však v důsledku eskalující situace v Řecku a zapojení Slovenska do ESM stoupal výnos slovenských státních dluhopisů až na 5,2%, což značně zvyšuje náklady na správu dluhu. Česká republika se této situaci vzhledem k postavení mimo eurozónu vyhnula a výnos jejich dlouhodobých dluhopisů klesal.

Efekt způsobený ESM postupně vyprchával a v roce 2013 již jsou výnosy opět synchronizovány, výnos slovenských dluhopisů však zůstává o v průměru o půl procenta vyšší, než u dluhopisů českých.

**Graf 20** Vývoj výnosů desetiletého státního dluhopisu



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat ČNB a ŠÚ SR dostupných z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm> a <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>

## 10.2 Dílčí shrnutí

Ze zkoumaných dat je patrné, že výraznější dopad na veřejné finance měla krize na Slovensku, kde rychleji vzrostl podíl dluhu ku HDP a rovněž se v letech 2009 až 2012 nedařilo plnit konvergenční kritérium veřejného deficitu, v letech 2013 – 2015 pak bylo hodnoty veřejného deficitu pouze těsně pod hranicí kritéria.

Česká republika si v tomto ohledu vedla lépe. Částečně vysvětluje tento jev povinnost Slovenska zapojit se do záchranného programu EFSF respektive ESM, což nejenže zvyšovalo dluh, jak ukazuje graf č. 21, ale rovněž zvyšovalo výnosy 10-ti letých vládních dluhopisů což zvyšuje zátěž při splácení dluhu. Na zvyšování se dluhu se rovněž projeví různé strategie a přístup k řešení krize zmiňované v kapitole 7. Zatímco česká vláda zvolila cestu snížení a restrukturalizaci výdajů, Slovensko naopak reagovalo na krizi zvyšováním vládních výdajů.

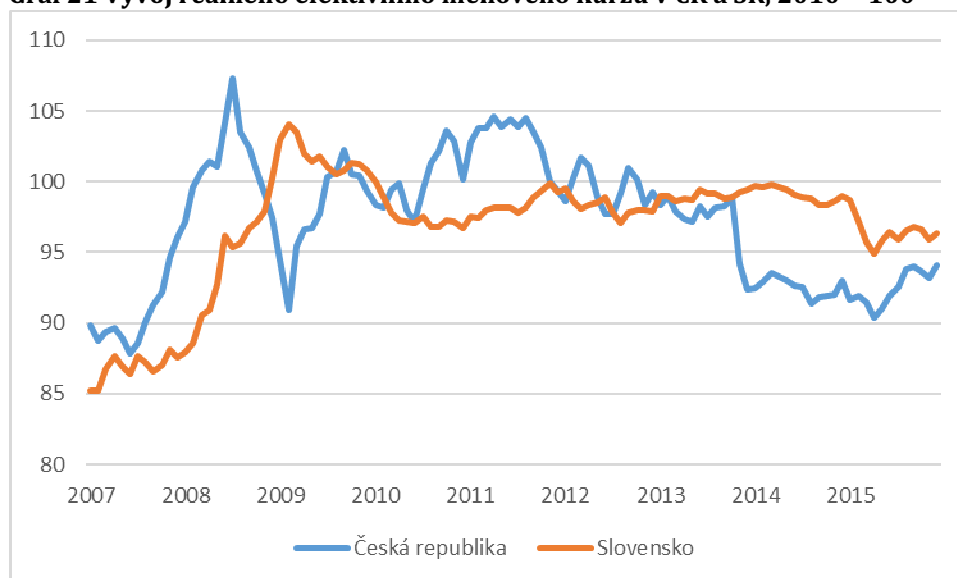
## 11 Konkurenceschopnost

### 11.1 Reálný efektivní měnový kurz

Jak je uvedeno v teoretické části práce, pro měření cenové konkurenceschopnosti je využito reálného efektivního měnového kurzu. Pro oba státy je použit reálný efektivní kurz na bázi spotřebitelských cen, kdy se základní období považuje rok 2010 = 100. Z grafu je patrné, že vývoj reálného efektivního kurzu je inverzní k vývoji měnového kurzu. Z toho jednoznačně vyplývá, že oslabení kurzu působí pozitivně na konkurenceschopnost ekonomiky.

Z grafu rovněž vyplývá, že oslabování koruny mělo na konkurenceschopnost pozitivní vliv nejen v letech 2008 – 2009, ale i v důsledku devalvace koruny v listopadu 2013.

**Graf 21 Vývoj reálného efektivního měnového kurzu v ČR a SR, 2010 = 100**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat dostupných z ČNB a ŠÚ SR, dostupných z: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd> a <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

Vývoj slovenského reálného efektivního kurzu vykazuje menší volatilitu než v případě České republiky, což je způsobeno členstvím v měnové unii. Z grafu č. 23 vyplývá, že v důsledku krize poklesla konkurenceschopnost Slovenska, což bylo způsobeno skokovým posílením slovenské koruny v průběhu roku 2008. Tento efekt částečně odezněl v průběhu roku 2009, kdy konkurenceschopnost slovenské ekonomiky narůstala. Od roku 2010 byl vývoj poměrně stabilní až do roku 2015, kdy Slovensko zaznamenalo další nárůst konkurenceschopnosti.

### 11.2 Směnné relace

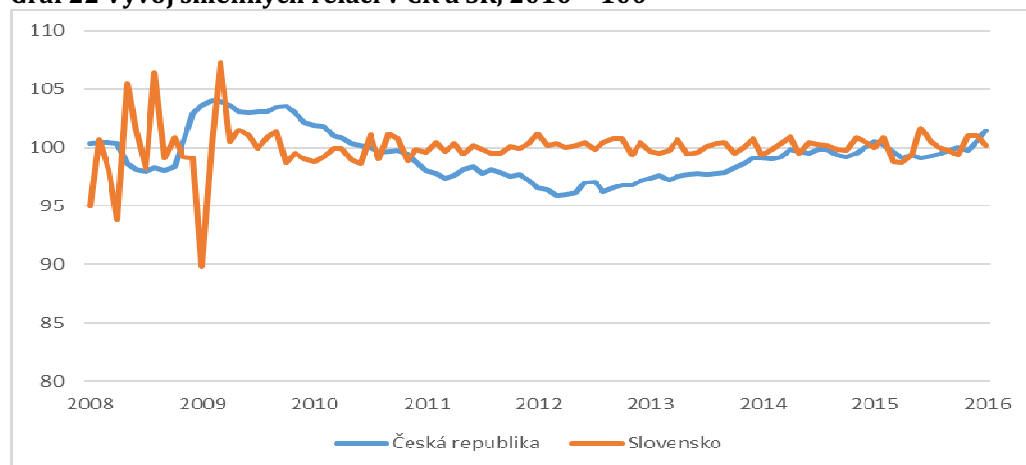
Dalším ukazatelem, který porovnává konkurenceschopnost vyváženého zboží je rovněž statistika směnných relací, jejíž výpočet a význam je vysvětlen v literární

rešerši v kapitole 0. Data jsou v tomto případě měsíční a vycházejí z indexů cen zahraničního obchodu kde 2010 = 100.

Jak uvádí Trnovský a Novák (2008) cenový vývoj v zahraničním obchodě může zemi přinést výhodu, která se může přetransformovat v nárůst reálných makroekonomických veličin. V případě, že se směnné relace zlepšují (rostou nad hodnotu 100) tím je cenový vývoj výrobků, které chce země vyvézt příznivější v porovnání s výrobky, které chce dovézt. Z toho vyplývá, že při daném objemu vývozu lze dovézt víc výrobků a tím zvýšit spotřebu či investice.

Z grafu je patrné, že vývoj měnového kurzu měl v době krize pozitivní vliv na směnné relace, což mohlo přispívat k růstu spotřeby a investic a tím i k HDP. Slovenské směnné relace se po turbulencích v roce 2009 ustálily na poměrně konstantní úrovni, zatímco v ČR relace od roku 2011 do poloviny roku 2012 klesaly. Poté však již opět rostou a od roku 2014 jsou srovnatelné se SR.

**Graf 22 Vývoj směnných relací v ČR a SR, 2010 = 100**

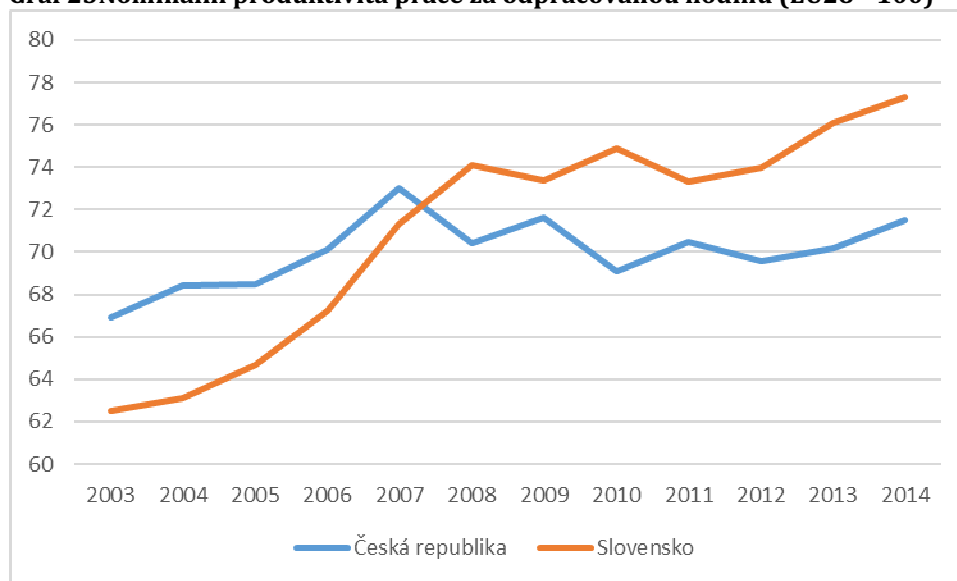


**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat dostupných z ČSÚ a ŠÚ SR, dostupných z: <http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd> a [https://www.czso.cz/csu/czso/izc\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/izc_cr)

### 11.3 Produktivita práce

Důležitým ukazatelem je rovněž produktivita práce. V grafu č. 26 je znázorněna nominální produktivita práce za odpracovanou hodinu. Z dat je patrné, že obě země zaostávají za průměrem EU, který je roven 100. Slovensko je na tom ovšem lépe než ČR. Zatímco do roku 2007 byla produktivita práce vyšší v ČR, od vstupu SR do EU je možno pozorovat vyšší produktivitu práce na Slovensku, v čemž se částečně odráží i skutečnost, že slovenské podniky jsou nuceny více inovovat a na produktivitu práce klást větší důraz než české firmy, kterým pomáhá oslabení koruny.



**Graf 23** Nominální produktivita práce za odpracovanou hodinu (EU28 =100)

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat Eurostatu dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

## 11.4 Dílčí shrnutí

Z vývoje reálného efektivního kurzu vyplývá, že konkurenceschopnost obou zemí byla v důsledku krize oslabena. V případě Slovenska vykazuje sledovaná statistika menší volatilitu a je poměrně konstantní. Předpoklad, že vlivem vstupu do eurozóny se sníží konkurenceschopnost ekonomiky se tak nepotvrdil.

Rovněž je možné si povšimnout, že jak v roce 2009 kdy měna depreciovala, tak v roce 2013, kdy centrální banka měnu devalvovala, mělo oslabení koruny pozitivní dopad na zvýšení konkurenceschopnosti české ekonomiky.

Rovněž z vývoje směnných relací vyplývá, že v průběhu krize depreciovající koruna podpořila českou ekonomiku výrazněji než na Slovensku, které mělo stálou měnu. Následně se však konkurenceschopnost snižovala, zatímco situace na Slovensku byla víceméně konstantní. Na vývoji směnných relací se rovněž neprojevil vliv intervencí.

Negativně pro ČR vychází srovnání produktivity práce. Zatímco slovenské podniky byly díky přijetí eura nuceny více tlačit na zvyšování produktivity na Slovensku, v ČR produktivita práce spíše stagnuje.

## 12 Diskuse

Společná evropská měna a její přínosy oproti domácím měnám je velmi diskutováním tématem mezi odbornou i laickou veřejností. Například bývalý český prezident Václav Klaus označil v rozhovoru pro francouzskou televizi euro jako chybný projekt. (Klaus, 2012) Z porovnání dat České a Slovenské republiky tento závěr nevyplývá, slovenská ekonomika si vedla oproti české lépe.

Částečně lze souhlasit s jiným Klausovým tvrzením: „*Společná evropská měna nechránila eurozónu před nedávnou hlubokou krizí a ani její dopady nezmírnila. Naopak země s eurem dopadly v krizi hůře než země s vlastní měnou. Navíc euro snížilo zásadním způsobem vnitřní ekonomickou disciplínu jednotlivých zemí a ani nepomáhá u řady zemí k rychlejšímu návratu ekonomické úrovně nad předkrizovou úroveň.*“ (Klaus, 2015) Z porovnávaných dat je patrné, že Slovensko zaznamenalo opravdu větší propad ekonomiky a dalších sledovaných údajů než ČR. Na druhou stranu, se ovšem v případě SR a ČR neprokázalo, že by euro nepomáhalo k rychlému návratu ekonomické úrovně na předkrizovou hodnotu.

Velmi diskutovaným tématem byly rovněž intervence provedené ČNB v listopadu roku 2013. ČNB se tento zásah opakovaně snažila hájit a například guvernér ČNB Miroslava Singera (2015) prohlásil že: „*Oslabení koruny bylo jedním z důvodů obratu hospodářského vývoje,*“. Jak však bylo prokázáno v práci, ožívování bylo možné pozorovat již v průběhu druhé poloviny roku 2013. ČNB tak lze přiznat určitou podporu oživení hospodářství. Rozhodně však nebyla jedním z hybatelů této změny.

Nelze ovšem plně souhlasit ani s ostrou kritikou Pavla Kohouta (Tůma, 2016), kde tvrdí že: „*Intervence byly ekonomický nesmysl od samého počátku.*“. Protože jak sám dále zmiňuje: „*Česká národní banka má za úkol pečovat o cenovou stabilitu.*“. ČNB lze v případě intervencí těžko něco vytknout, jelikož v souladu se zákonem musí pečovat o svůj cíl, tedy cenovou stabilitu. Vzhledem k nedostatku veškerých standartních nástrojů, tak ČNB v podstatě jiné řešení, než měnové intervence nezbylo.

Výsledky práce rovněž prokázaly některé předpoklady práce Šustra (2006). Za prvé se potvrdila premisa zmiňovaná v literární rešerši, který tvrdí, že: „*efektivnost slovenské monetární politiky byla již před vstupem do eurozóny značně omezena.*“ I v případě ČR lze pozorovat určité omezení monetární politiky a vývoj úrokových sazeb, tedy standartního nástroje monetární politiky byl takřka totožný s ECB. Rovněž dopad změn kurzu byl v kontextu celé ekonomiky relativně malý.

Potvrdila se rovněž předpověď Šustra, že po přijetí eura vzroste vývoz zboží do států eurozóny. Z porovnání z ČR je patrné, že vývoz do států EU rostl na Slovensku výrazně rychleji.

## 13 Závěr

Do období krize vstupovala Česká republika na rozdíl od Slovenska s vlastní relativně nezávislou domácí měnou, zatímco Slovensko vstoupilo do krize s fixně stanoveným kurzem vůči euru. To přinášelo pro ČR určité výhody, ale i nevýhody.

Režim plovoucího měnového kurzu a s tím spojená nezávislá měnová politika je pokládána za největší výhodu dosavadní neúčasti České republiky v eurozóně. Ta by teoreticky měla v průběhu krize poskytovat výhodu a pomáhat tlumit externí šoky. Při bližším zkoumání jednotlivých nástrojů provedeném v kapitole 6 je patrné, že v rámci standartního nástroje – tedy základních úrokových sazeb se až na drobné výjimky shoduje politika ČNB s politikou ECB a spíše se uplatňoval vliv pohybů kurzu domácí měny a rovněž zásah, který provedla ČNB v listopadu 2013.

Stejně jako v praktické části práce byly údaje sledovány před a po devizové intervenci, je nutné rozdělit i hodnocení výsledků na dvě období, tedy od roku 2007 do intervence a na období po ní.

### 13.1 Období 2007 - 2013

Na základě zkoumaných makroekonomických ukazatelů je možné potvrdit předpoklady teorie devizových kurzů, že hlavně v průběhu let 2008 -2009, tedy při nejtvrdějších projevech krize přinášela domácí nezávislá měna z krátkodobého hlediska české ekonomice výhody v podobě tlumení dopadů externích šoků. V České ekonomice se tento efekt projevil prostřednictvím zvyšování konkurenceschopnosti země v zahraničí, což mělo pozitivní dopad na export ČR, který zaznamenal menší pokles než export Slovenska a rovněž oživení exportu probíhalo v ČR rychlejším tempem.

To se ovšem projevilo na růstu celé ekonomiky pouze nepatrně. Oživení ekonomiky jako celku, vyjádřeného růstem HDP proběhlo rychleji na Slovensku než v České republice. Česká republika se navíc v roce 2012 propadla opět do recese, zatímco Slovensko v té době zaznamenalo hospodářský růst. To bylo způsobeno hlavně různým přístupem vlád, k řešení krize. Zatímco slovenská vláda se rozhodla zvýšit v reakci na krizi výdaje, česká vláda se rozhodla veřejné výdaje snižovat. To se ukázalo jako rozhodující faktor vývoje HDP. Výraznější vliv monetární politiky ČNB na vývoj HDP v ČR není v datech patrný.

### 13.2 Období 2013 - 2015

Vývoj ekonomiky a obzvláště některých ukazatelů v letech 2014 a 2015 byl ovlivněn provedenou intervencí ČNB v listopadu 2013. Cílem této intervence bylo zabránit deflaci. Tento cíl se sice splnit podařilo a hodnoty inflace se v České republice udržely, na rozdíl od Slovenska, které se propadlo do deflace, v kladných hodnotách, inflační cíl ČNB se ani přesto naplnit nepodařilo.

Intervence měla vliv rovněž na další makroekonomické ukazatele. Pozitivně ovlivnila konkurenceschopnost měřenou pomocí REER, což se projevilo ve vývoji exportu. Určitý vliv měla intervence nejspíše rovněž ve vývoji HDP, kdy podpořila

spotřebu domácností a celkové oživení ekonomiky, které však započalo již ve druhé polovině roku 2013 a ČNB tak nebyla i přes svá tvrzení jedním z hybatelů obratu v hospodářské situaci. Pozitivní vliv intervence je možné sledovat i v roce 2015, kdy byly hlavním příspěvkem růstu investice, což bylo způsobeno potřebou dočerpání peníze z dotačního fondu pro roky 2007 – 2013. Vzhledem k tomu, že čerpaná částka je pevně určena v eurech a přepočítávána aktuálním kurzem, intervence ČNB efekt přírůstků investic na HDP ještě umocnila.

Zároveň ovšem přinesl zásah centrální banky rovněž potenciální problémy s ukončením devizového závazku, který banka neustále odkládá a tím prodlužuje i účinnost negativních jevů s tím spojených jako například nedostatečnou motivovanost produktivity práce, která je v ČR nižší než na Slovensku. Z porovnání se Slovenskem rovněž vyplývá, že zmíněná deflace výrazně nepoškodila slovenský ekonomický růst.

Při analýze dopadů intervence ČNB na ekonomiku je však nutné zmínit, že zatím bylo možné posoudit pouze krátkodobé a prozatím veskrze pozitivní dopady tohoto zásahu. Relevantní hodnocení celkového vlivu intervence lze provést až po ukončení těchto operací.

Jak ukázal nedávný případ Švýcarska, kdy po ukončení intervencí ze strany národní banky posílil kurz skokově takřka o 20%, může být ukončení měnového závazku velmi problematické.

### 13.3 Další faktory hodnocení

Slovensko muselo v důsledku svého členství v eurozóně čelit předem neočekávané nevýhodě v podobě povinné účasti v záchranných programech EFSF potažmo ESM, což se negativně promítlo do stavu veřejných financí a to nejen prostřednictvím celkového zvýšení dluhu státu a zvýšením deficitu veřejných financí, ale i do úroků státních dluhopisů, čímž se zvýšila náročnost splácení dluhu. Zatím lze z tohoto hlediska hodnotit nečlenství ČR v eurozóně jako výhodu. V případě že ČR vstoupí do eurozóny, k čemuž se zavázala při vstupu do EU a k čemuž dnes splňuje veškeré nutné podmínky, bude však muset do programu ESM rovněž vstoupit. Až podle důsledků a podmínek, které budou především na finančních trzích panovat v době vstupu ČR do eurozóny, bude možné posoudit, jak ovlivnil tento faktor ČR.

Z výsledků praktické části práce vyplývá, že výhoda nezávislé monetární politiky se projevila v udržování inflace v blízkosti inflačního cíle. Zatímco ECB uzpůsobovala své nástroje potřebám eurozóny jako celku, ČNB se mohla plně zaměřit na potřeby domácí ekonomiky a v letech 2014 – 2015 uchránila devizovou intervencí Českou republiku od deflace, která postihla Slovensko. Otázkou ovšem zůstává, zda byla intervence opravdu nutná. Jak vyplývá z uvedených dat, i přes deflaci dosahovala slovenská ekonomika růstu.

Z dosažených výsledků této práce nelze jednoznačně posoudit, jak velký celkový vliv měl vstup do eurozóny na vývoj HDP, je však patrné, že i přes přijetí eura rostla slovenská ekonomika stále rychlejším tempem než ekonomika česká a přijetí eura jí tak ekonomiku Slovenska nepoškodilo.

Na Slovensku je rovněž možné pozorovat přímé dopady zavedení eura, tedy růst cenové transparentnosti, odstranění kurzového rizika, odstranění transakčních nákladů a zvýšení stability finančního sektoru. Za zmínku stojí také vývoj produktivity práce, která je od vstupu Slovenska do eurozóny na vyšší úrovni než v ČR. I proto bych doporučil tvůrcům hospodářské politiky vstoupit do eurozóny v co nejbližším možném termínu.

Z předcházejícího textu je zřejmé, že se podařilo naplnit cíl bakalářské práce, které byly stanoveny v úvodu práce.

## Citovaná literatura

BALDWIN, RICHARD E A CHARLES WYPLOSZ. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vyd. Překlad Stanislav Šaroch. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4568-8.

ČÁRSKÝ, R. A KOL. *Vplyv krízy na ekonimiky CEE6*. [online]. 2012. [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_PUBLIK\\_NBS\\_FSR/Biatec/Rok2012/3-2012/02\\_biatec12-3\\_carsky.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2012/3-2012/02_biatec12-3_carsky.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Analýza stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou*. [online]. 2016b. [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/analyzy\\_sladenosti\\_2015.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2015.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky*. [online]. 2013. [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy\\_kurz\\_jako\\_nastroj\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Jaký je rozdíl mezi pevným a plovoucím měnovým kurzem?* [online]. 2011a [cit. 2016-02-17]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/jaky\\_je\\_rozdil\\_mezi\\_pevnym\\_a\\_plovoucim\\_menovym\\_kurzem.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jaky_je_rozdil_mezi_pevnym_a_plovoucim_menovym_kurzem.html)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Strategie přistoupení České republiky k eurozóně*. [online]. 2003 [cit. 2016-03-12]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/strategie\\_pristupu\\_cr\\_k\\_eu.pdf](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/strategie_pristupu_cr_k_eu.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou*. [online]. 2006 [cit. 2016-03-12]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites//www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/sladenost2006\\_cz.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites//www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/sladenost2006_cz.pdf)

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou*. [online]. 2007 [cit. 2016-02-25]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2007.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2007.pdf)

- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou*. [online]. 2015a [cit. 2016-02-25]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/maastricht\\_vyhodnoceni\\_2015.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2015.pdf)
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2010*. [online]. 2011b [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodarení/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zpráva\\_2011.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodarení/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2011.pdf)
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2013*. [online]. 2014 [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodarení/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zpráva\\_2013.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodarení/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2013.pdf)
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2014*. [online]. 2015b [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodarení/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zpráva\\_2014.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodarení/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2014.pdf)
- ČESKÁ POZICE. *Konec devizových intervencí ČNB...* [online]. 2015 [cit. 2016-04-25]. Dostupné z: [http://ceskapozice.lidovky.cz/konec-devizovych-intervenci-cnb-da6-/debata-jana-machacka.aspx?c=A151111\\_152510\\_machackova-debata\\_lube](http://ceskapozice.lidovky.cz/konec-devizovych-intervenci-cnb-da6-/debata-jana-machacka.aspx?c=A151111_152510_machackova-debata_lube)
- ĎĚDEK, O. *Doba eura: úspěchy i nezdary společné evropské měny*. Praha: Linde Praha, 2014, 335 s. Monografie (Linde). ISBN 978-80-7201-933-5
- DONOVAL, M. *Výmenné relácie v zahraničném obchodě*. [online]. 2006 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/PUBLIK/MU/06\\_07.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/06_07.pdf)
- EDWARDS S., LEVY YEYATI E. *Flexible exchange rates as shock absorbers*. [online]. 2009 [cit. 2016-05-13]. Dostupné z: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/w9867.pdf>
- EVROPSKÁ CENTÁLNÍ BANKA. *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*. [online]. 2008 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp94.pdf?26d2331e9bd13b3dcf82358b971dbcf>

- EVROPSKÁ KOMISE. *Zimní hospodářská prognóza*. [online]. 2016 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/slovakia/news/2016/winter\\_ec\\_forecast2016\\_sk.htm](http://ec.europa.eu/slovakia/news/2016/winter_ec_forecast2016_sk.htm)
- EVROPSKÁ KOMISE. *Jarní hospodářská prognóza 2016: Růst ČR stále nad průměrem EU i přes očekávané zpomalení*. [online]. 2016b [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/ceskarepublika/news/160503\\_jarni\\_ekonomicka\\_prognoza\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/ceskarepublika/news/160503_jarni_ekonomicka_prognoza_cs.htm)
- EVROPSKÁ KOMISE. *European economic forecast Winter 2016*. [online]. 2016c [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip020\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip020_en.pdf)
- EUROSTAT. *Euro area unemployment down to 10,2%*. [online]. 2016 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7244015/3-29042016-AP-EN.pdf/735afc8c-bb8e-4698-8129-860e1ce273df>
- FIDRMUC a kol. *Slovakia: A Catching Up Euro Area Member In and Out of the Crisis*. [online]. 2013 [cit. 2016-02-15]. Dostupné z: <http://ftp.iza.org/pp55.pdf>
- HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *ČNB bude držet slabou korunu minimálně do začátku roku 2017. A zvažuje i záporné sazby*. [online]. 2016 [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-65150490-cnb-bude-drzet-slabou-korunu-minimalne-do-zacatku-roku-2017-a-zvazuje-i-zaporne-sazby>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *IMF Country Report No. 14/254*. [online]. 2014 [cit. 2016-05-18]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14254.pdf>
- KLAUS V. *O české ekonomice i mezinárodní situaci*. [online]. 2015 [cit. 2016-02-20]. Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/3703>
- LACINA, L. TOMAN, P. *Je plovoucí kurz měny výhodou v období finanční a ekonomické krize?. Národohospodářský obzor*. 2009. sv. 2009, č. 4, s. 196 - 211. ISSN 1213-2446.
- LACINA, L. A P. ROZMAHEL. *Euro: ano-ne?* 1. vyd. Praha: Alfa Nakladatelství, 2010, 319 s. *Ekonomie studium*. ISBN 978-80-87197-26-4.



LALINSKÝ, T. (2009). *Skúsenosti Slovenska so zavedením eura*. In. Rozmahel, P., Laciina, L. a kol. Členství ČR v eurozóně: dopady integračního procesu na českou ekonomiku. Praha: Alfa Publishing.

LALINSKÝ, T. *Konkurencieschopnosť podnikov po zavedení eura na Slovensku*. [online]. 2010 [cit. 2016-03-19]. Dostupné z: [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/PUBLIK/OP\\_03\\_2010\\_Lalinsky/Konkurencieschopnost\\_podnikov\\_po\\_zavedeni\\_eura.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/OP_03_2010_Lalinsky/Konkurencieschopnost_podnikov_po_zavedeni_eura.pdf)

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2010*. [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska 2011, 2011 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-8043-165-5. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2012*. [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska 2013, 2013 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-8043-165-5. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2013*. [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska 2014, 2014 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-8043-196-9. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2014*. [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska 2015, 2015 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-8043-203-4. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2015*. [online]. Bratislava: Národná banka Slovenska 2016, 2016 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-8043-203-4. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2015*. [online]. 2016 [cit. 2016-03-21]. ISBN 978-80-85045-72-7. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/statnidluh>

MINISTERSTVO HOSPODÁRSTVA SR. *Analytické vyhodnotenie výsledkov a tendencií zahraničného obchodu Slovenskej republiky za rok 2014*. [online]. 2015 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <https://www.mzv.sk/documents/10182/13375/V%C3%BDsledky+ZO+SR+z+a+rok+2014+do+RVPEI.pdf/54ad7039-b250-4d17-8c2f-8d7b7e6a357d>

- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2013*. [online]. 2014 [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-2013.pdf>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2014*. [online]. 2015 [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-2014.pdf>
- SINGER M. *Dohání nás Slovensko díky euru?* [online]. 2014 [cit. 2016-02-18]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/blog\\_cnb/prispevky/singer\\_20140129.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/singer_20140129.html)
- SINGER M. *Měnová politika ČNB a vývoj české ekonomiky*. [online]. 2015 [cit. 2016-05-13]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20150616\\_Citibank.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20150616_Citibank.pdf)
- SOBJÁK A. *From the Periphery to the Core? Central Europe and the Economic Crisis*. [online]. 2013 [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: [https://www.pism.pl/files/?id\\_plik=13326](https://www.pism.pl/files/?id_plik=13326)
- ŠUSTER, M. a kol., *Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo*. [online]. 2006 [cit. 2016 01-22]. Dostupné z: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/PUBLIK/06\\_kol1.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/06_kol1.pdf). Národná banka Slovenska
- RADA PRE ROZPOČTOVÚ ZODPVEDNOST. *Aktuálny vývoj dlhu SR*. [online]. [cit. 2016-03-21]. Dostupné z: <http://www.rozpocetvarada.sk/svk/rozpocet/200/aktualny-vyvoj-dlhu-sr>
- TOMŠÍK V. a VLČEK J. *Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace*. [online]. 2015 [cit. 2016 04-22]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2015/cl\\_15\\_150317\\_tomsik\\_bankovnictvi.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150317_tomsik_bankovnictvi.html)
- TŮMA O. *Očima expertů: Účet za intervence je půl bilionu. A ČNB bude proti koruně utrácet dál*. [online]. 2016 [cit. 2016 05-15]. Dostupné z: [http://www.penize.cz/kurzy-men/308691-ocima-expertu-ucet-za-intervence-je-pul-bilionu-a-cnb-bude-proti-korune-utracet-dal#element\\_140\\_8643](http://www.penize.cz/kurzy-men/308691-ocima-expertu-ucet-za-intervence-je-pul-bilionu-a-cnb-bude-proti-korune-utracet-dal#element_140_8643)

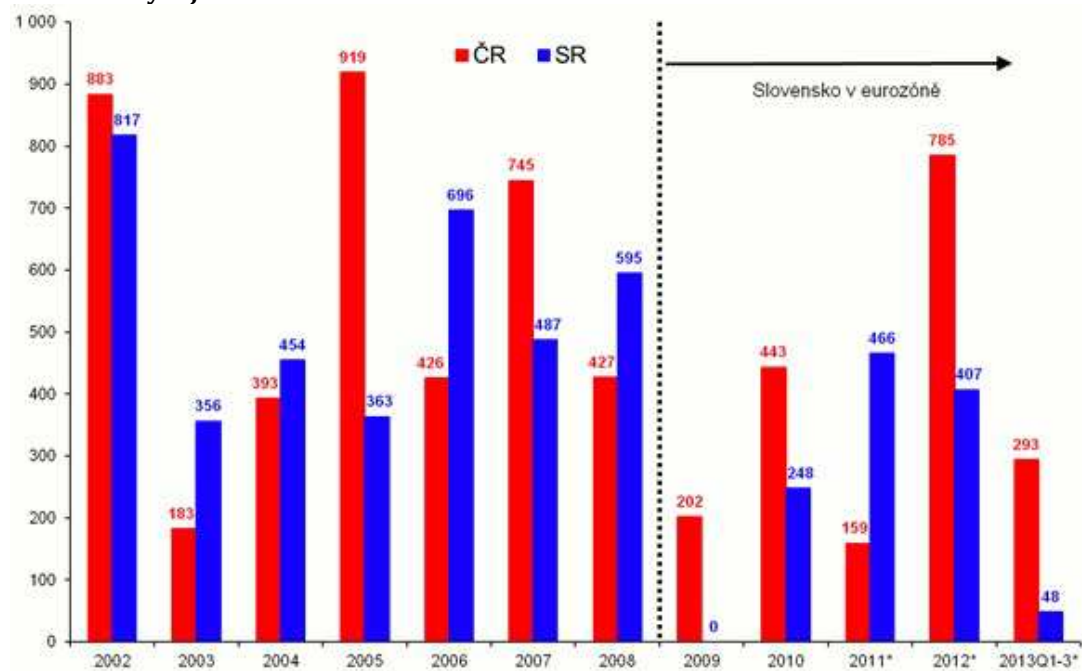
TRNOVSKÝ K. a NOVÁK M., *Vplyv výmenných relácií na úroveň reálnej konvergencie v SR*. [online]. 2008 [cit. 2016 05-15]. Dostupné z: <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2008/zbornik/files/prispevky/trnovsky.pdf>

USTREDIE PRÁCE SOCIALNYCH VECÍ A RODINY. *V marci 2016 miera evidovanej nezamestnanosti prvýkrát od februára 2009 klesla pod 10,00 %*. [online]. 2016 [cit. 2016 05-05]. Dostupné z: [http://www.upsvar.sk/media/medialne-spravy/v-marci-2016-miera-evidovanej-nezamestnanosti-prvykrat-od-februara-2009-klesla-pod-1000.html?page\\_id=605959](http://www.upsvar.sk/media/medialne-spravy/v-marci-2016-miera-evidovanej-nezamestnanosti-prvykrat-od-februara-2009-klesla-pod-1000.html?page_id=605959)

ZEMAN J. *Costs nad benefits of Slovakia entering the euro area a quantive evaluation*. [online]. 2012 [cit. 2016-03-16]. Dostupné z: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/PUBLIK/WP\\_1-2012.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/WP_1-2012.pdf)

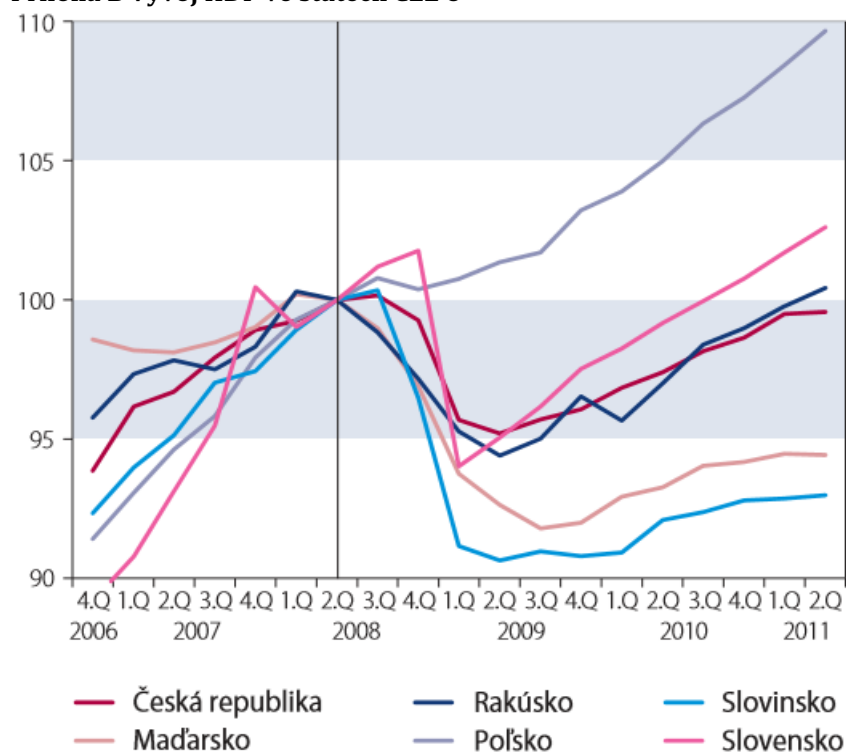
# **Přílohy**

### Příloha A Vývoj PZI v ČR a na Slovensku



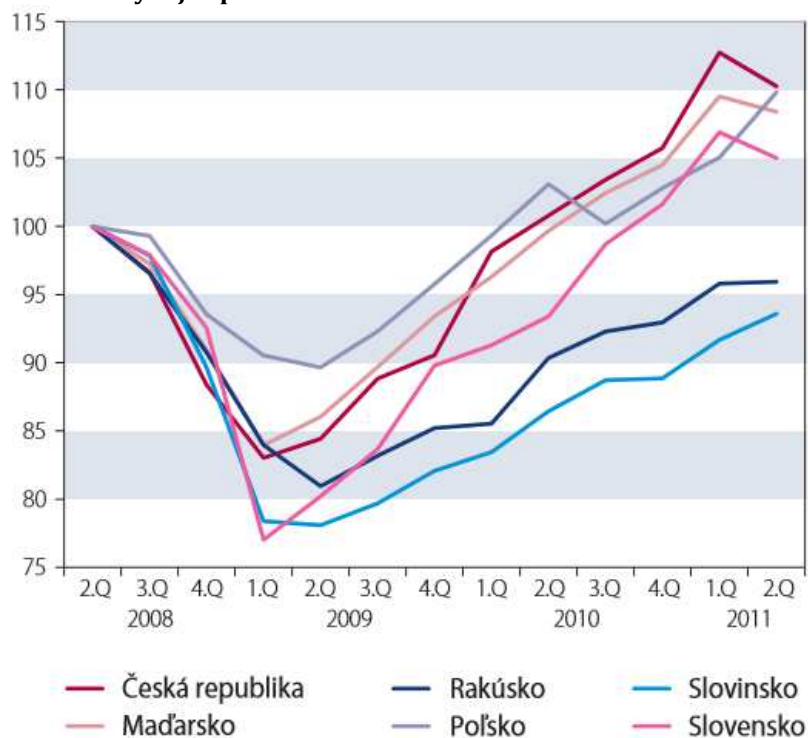
Zdroj: ČNB

### Příloha B Vývoj HDP ve státech CEE 6



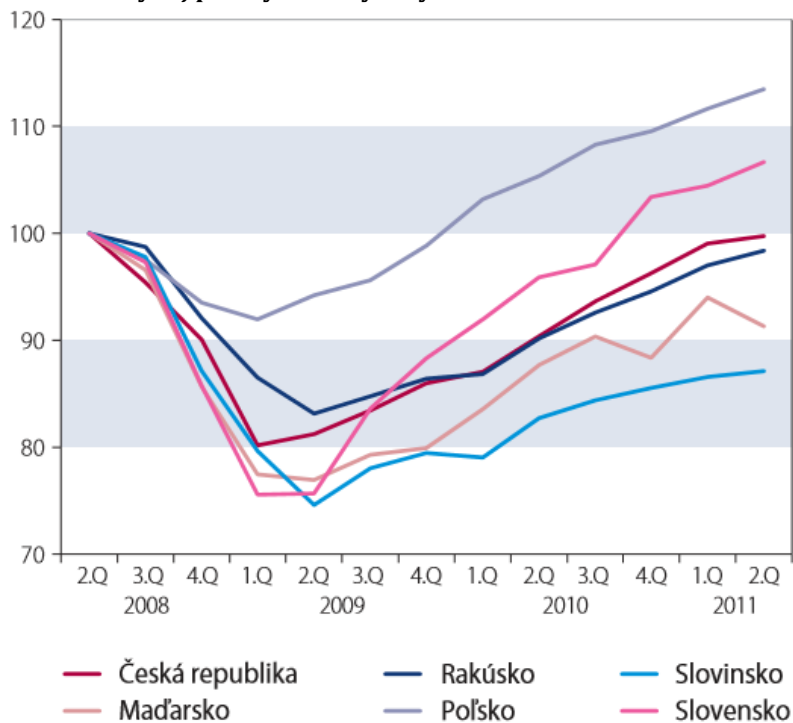
Zdroj: Čársky a kol., Vplyv krízy na ekonomik CEE6

### Příloha C Vývoj exportu ve státech CEE6



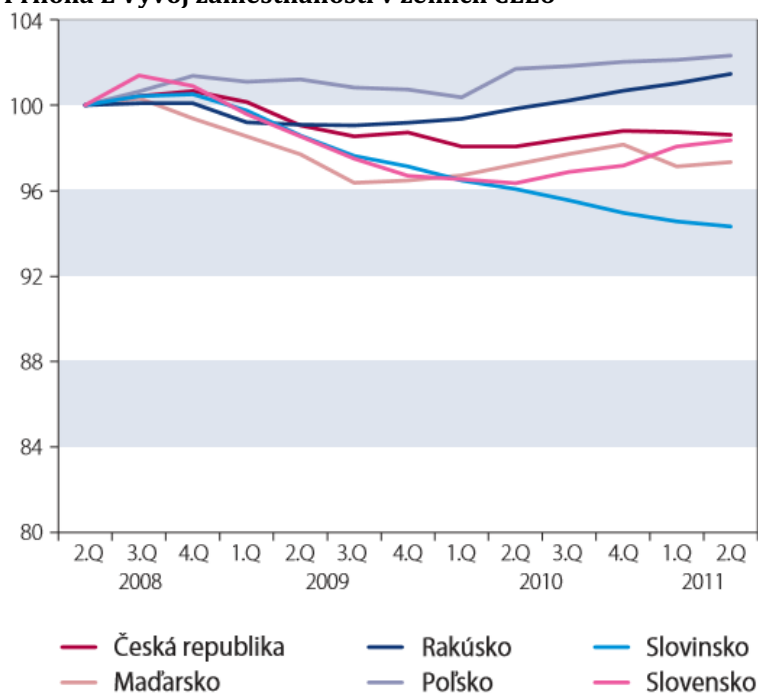
Zdroj: Čársky a kol., Vplyv krízy na ekonomik CEE6

### Příloha D Vývoj průmyslové výroby v zemích CEE6



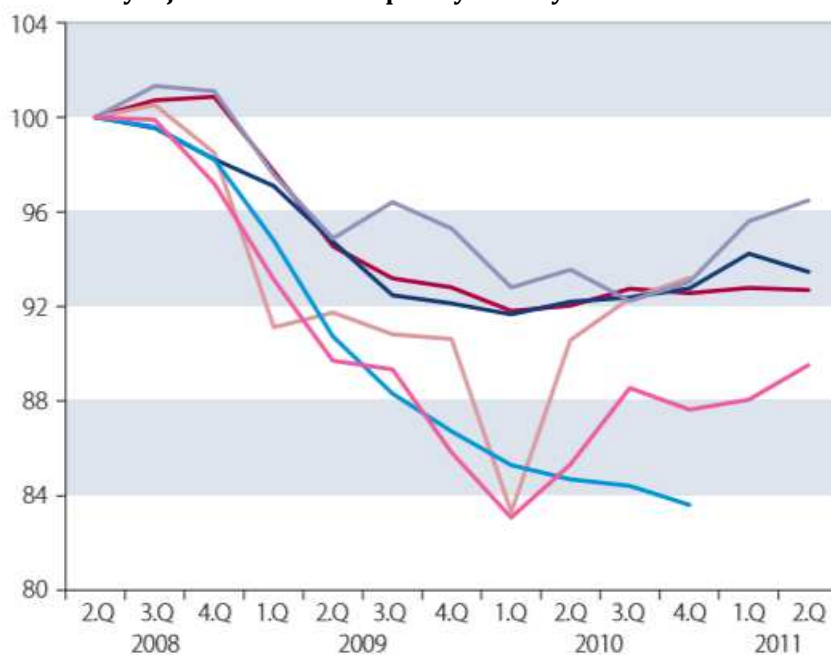
Zdroj: Čársky a kol., Vplyv krízy na ekonomik CEE6

### Příloha E Vývoj zaměstnanosti v zemích CEE6



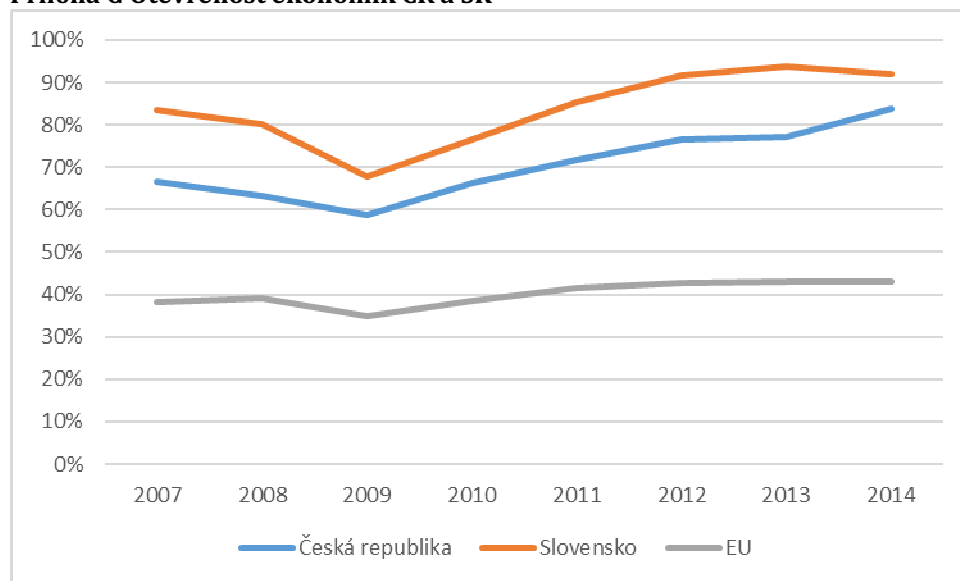
**Zdroj:** Čársky a kol., Vplyv krízy na ekonomik CEE6

### Příloha F Vývoj zaměstnanosti v průmyslové výrobě v zemích CEE6



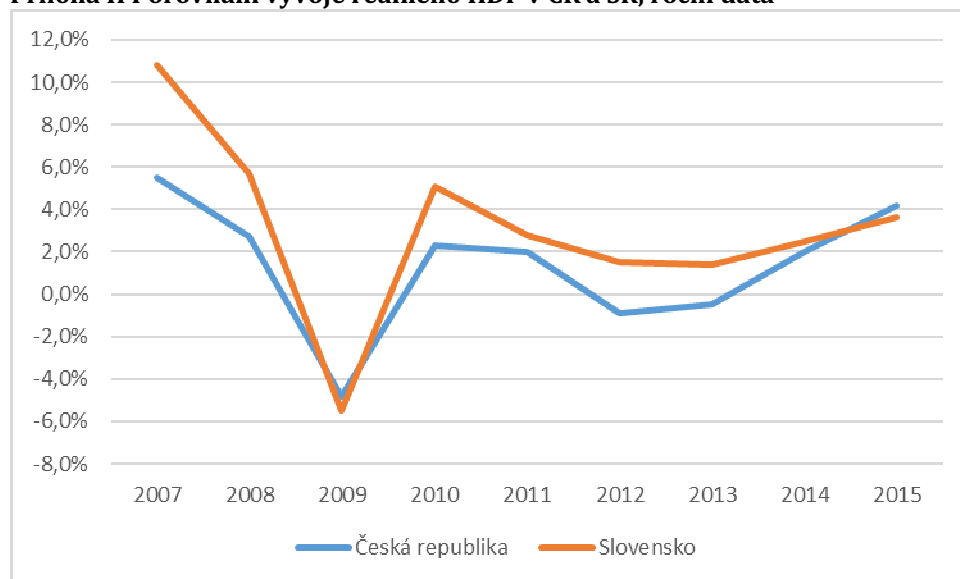
**Zdroj:** Čársky a kol., Vplyv krízy na ekonomik CEE6

### Příloha G Otevřenost ekonomik ČR a SR



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

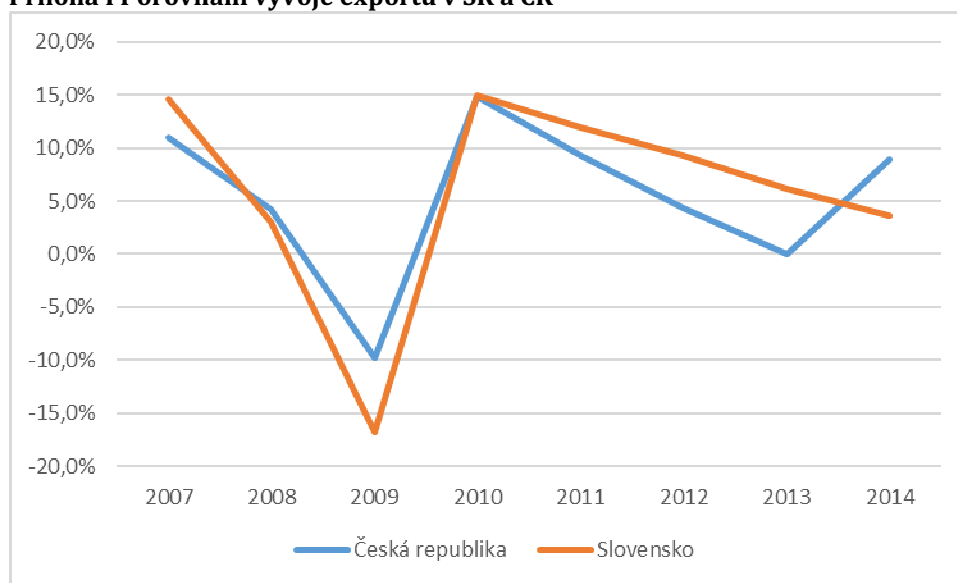
### Příloha H Porovnání vývoje reálného HDP v ČR a SR, roční data



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

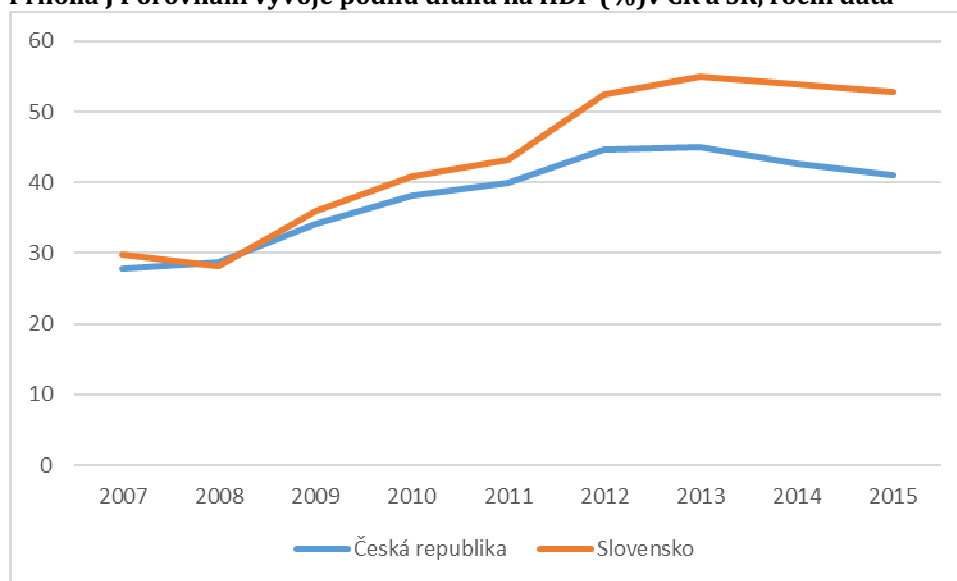


### Příloha I Porovnání vývoje exportu v SR a ČR



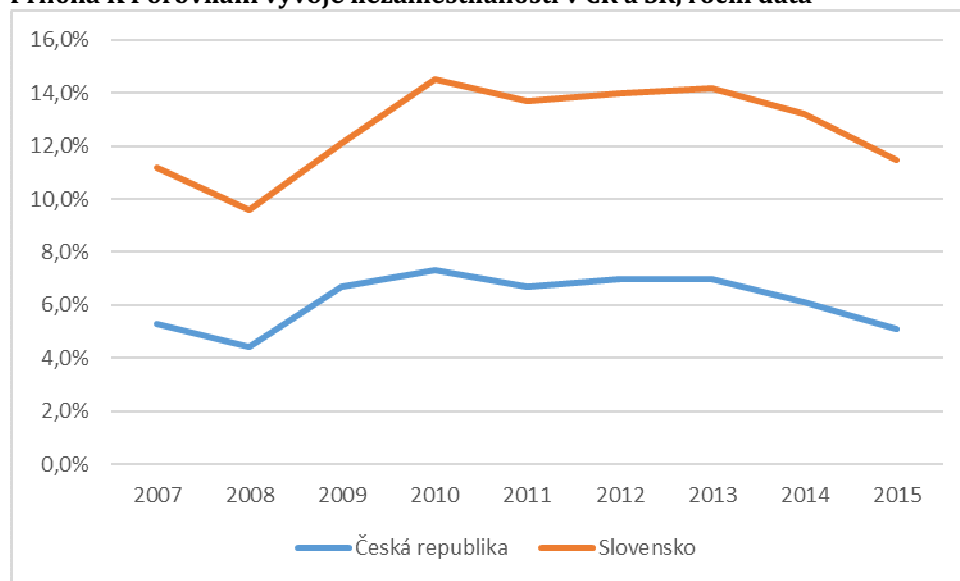
**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

### Příloha J Porovnání vývoje podílu dluhu na HDP (%)v ČR a SR, roční data



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

### Příloha K Porovnání vývoje nezaměstnanosti v ČR a SR, roční data

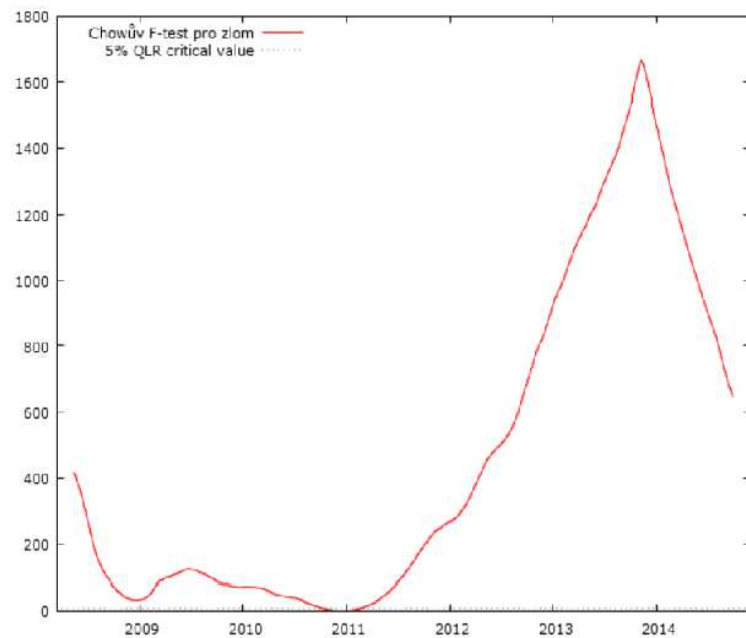


**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

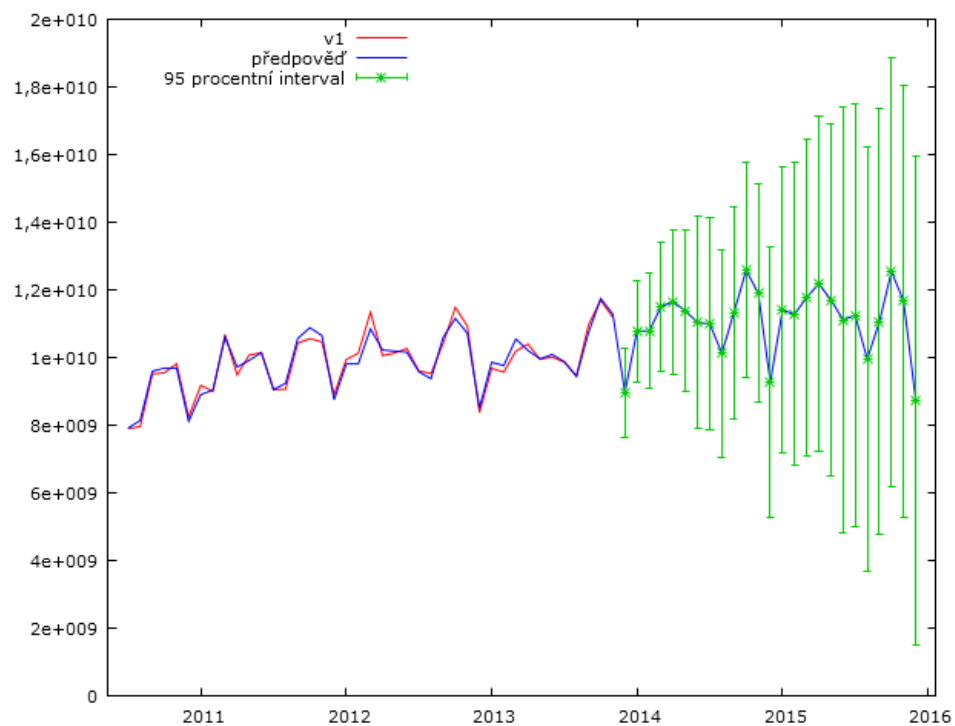
### Příloha L Výstup QLR testu z programu Gretl, který určuje strukturální zlom

Quantilový test podílu věrohodnosti pro strukturální zlom v nezaměstnanosti s usekáním 15%:

Maxima  $F(1, 3325) = 1669,44$  se dosahuje pro pozorování 2013-  
Asymptotic p-value = 0 for chi-square(1) = 1669,44



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

**Příloha M Model vytvořený v programu Gretl sloužící k predikci vývoje exportu**

**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě dat databáze Eurostat dostupných z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>