

MORAVSKÁ VYSOKÁ ŠKOLA OLOMOUC

Ústav ekonomie

Dagmar Hradečná

**Analýza úrovně konvergence České republiky se zeměmi
eurozóny**

Czech and EU Economies Convergence Level Analysis

Bakalářská práce

Vedoucí práce: doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D.

Olomouc 2014

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracovala samostatně a použila jen uvedené informační zdroje. Prohlašuji, že odevzdaná tištěná verze bakalářské práce se shoduje s elektronickou verzí vloženou do IS/STAG.

Olomouc 10. 3. 2014

.....

Poděkování

Mé poděkování patří doc. Ing. Richardu Pospíšilovi Ph.D. za odborné vedení, cenné rady, trpělivost a ochotu, kterou mi v průběhu zpracování bakalářské práce věnoval.

OBSAH

| | |
|---|-----------|
| Úvod | 5 |
| TEORETICKÁ ČÁST | 11 |
| 1 Hospodářská politika v EU v roce 2013 | 11 |
| 1.1 Ukazatele konvergence | 14 |
| 1.1.1 Reálná konvergence prostřednictvím ukazatele HDP | 14 |
| 1.1.2 Konvergence prostřednictvím ukazatele cenové stability | 17 |
| 1.1.3 Konvergence prostřednictvím ukazatele stavu veřejných financí | 19 |
| 1.1.4 Konvergence prostřednictvím ukazatele účasti v mechanismu směnných kurzů .. | 24 |
| 1.1.5 Konvergence prostřednictvím ukazatele konvergence úrokových sazeb | 27 |
| 1.2 Cyklická a strukturální sladěnost | 29 |
| 1.3 Přizpůsobovací mechanismy | 31 |
| PRAKTICKÁ ČÁST | 36 |
| 2 Devizové intervence | 36 |
| 2.1 Devizové intervence jako monetární nástroj | 36 |
| 2.2 Historie devizových intervencí a jejich vliv na hospodaření ČNB | 38 |
| 2.3 Technické a měnové souvislosti devizových intervencí | 38 |
| 2.4 Časový horizont devizových intervencí | 40 |
| 2.5 Vliv devizových intervencí na ekonomiku | 40 |
| 2.5.1 Důvody devizových intervencí | 41 |
| 2.5.2 Alternativní scénář bez devizových intervencí ČNB | 42 |
| Diskuse | 44 |
| Závěr | 46 |
| Literatura a prameny | 52 |
| Seznam tabulek | 57 |
| Seznam obrázků | 58 |

ÚVOD

Úroveň hospodářské konvergence České republiky a míra její ekonomické sladění s vyspělými ekonomikami Evropské unie je již dvě desetiletí laicky, odborně i vědecky velmi hojně diskutované téma. Navzdory některým čteným optimistickým očekáváním lze již dnes s určitostí tvrdit, že konvergence české ekonomiky na úroveň vyspělých zemí EU bude mnohem obtížnějším a časově náročnějším úkolem.

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

Česká republika se vstupem do Evropské unie automaticky účastní i hospodářské a měnové unie, přičemž získala statut členské země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura. Pro vstup členské země do eurozóny musí tato země kumulativně a současně splnit několik explicitně stanovených kritérií – Maastrichtských kritérií a dalších kritérií konvergence - bez jejichž splnění členství v eurozóně není možné.

Cílem práce je proto provést analýzu plnění těchto kritérií, vyhodnotit jejich vývoj v čase a na základě národohospodářských, měnově-politických a finančních hledisek se snažit predikovat jejich další vývoj. Souběžným cílem práce řešeným v praktické části práce bude rovněž analyzovat dopady cíleného oslabení kurzu české koruny na naši ekonomiku v posledních dnech a následný očekávaný růst cenové hladiny včetně podpory růstu reálného HDP. Proto bude cílem praktické části práce i komparovat plánovaný ekonomický vývoj v České republice po devizových

intervencích ČNB se stavem před těmito intervencemi a vyvodit z této skutečnosti relevantní doporučení a závěry.

Analyzovat kritéria ekonomické konvergence České republiky jako nečlenské země eurozóny s průměrem eurozóny, resp. s jejími vybranými zeměmi, klade vysoké nároky na komplexní pojetí analyzované problematiky, neboť řešené okruhy otázek se týkají nejen nejrůznějších aspektů měnové, rozpočtové, fiskální a hospodářské politiky, ale i vybraných okruhů z oblasti práva, sociologie apod. Těžiště práce však bude spočívat v analýze měnové a rozpočtové politiky jako dvou stěžejních pilířů hospodářské činnosti státu.

Měnová politika centrální banky patří mezi relativně již dobře teoreticky propracovanou problematiku ekonomie a financí. Nezávislá měnová politika, která je v českém prostředí reprezentována Českou národní bankou, je jedním ze dvou pilířů hospodářské politiky státu, jejímž cílem je péče o cenovou stabilitu.¹ Mimo to podporuje banka hladké fungování platebních systémů a dbá na stabilitu finanční soustavy. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.²

O cenové stabilitě jako o hlavním cíli měnové politiky u nás hovoří i Ústava České republiky, které zmiňuje rovněž nezávislost měnově politické činnosti centrální banky, do které lze zasahovat pouze na základě zákona.³ S využitím těchto právních předpisů potom můžeme nezávislost České národní banky analyticky rozčlenit na nezávislost institucionální, personální, finanční, funkční a rozpočtovou. Jde o zásadní instituty měnové politiky, které mají na její praktické uskutečňování zásadní vliv, proto je nelze pominout.

¹ Srov. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, § 2 odst 1 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance.

² Srov. tamtéž

³ Srov. Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, Hlava VI., článek 98 zákona č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky

Odborné literatury na téma měnové politiky existuje u nás již celá řada. Z této řady je nezbytné nastudovat především monografii autorského kolektivu Z. Revendy *Peněžní ekonomie a bankovníctví*⁴, která byla vydána již v 5. aktualizovaném vydání a která se týká obecných souvislostí měnové politiky, dvoustupňové bankovní soustavy u nás, centrálního bankovníctví a jeho transmisního mechanismu. Přímo centrálního bankovníctví se dotýká další monografie téhož autorského kolektivu *Centrální bankovníctví*⁵, která institut centrální banky a centrálního bankovníctví a jeho nástrojů zkoumá podrobněji. Z anglofonní literatury lze zmínit vědeckou publikaci J. A. Boeckha *The Great Reflation*⁶, která se zajímavým způsobem zabývá aktuálními dopady finanční krize na peněžní a kapitálový trh a především důsledky expanzivní měnové politiky a tzv. kvantitativního uvolňování na očekávaný nárůst cenové hladiny v budoucnosti. Dalšími aspekty měnové politiky, především úvěrovým obchodům centrálních a komerčních bank a jejich dopady do cenotvorby a cenové stability, se zabývá anglicky psaná monografie L. von Mises *The Theory of Money and Credit*.⁷

Jelikož se moje práce zabývá úrovní konvergence české ekonomiky s ekonomikami EU, a je tedy zaměřena na aktuální hodnoty a trendy a jejich poslední vývoj, nelze se obejít bez aktuálních webových zdrojů, ať již jde o stránky České národní banky⁸ nebo Českého statistického úřadu.⁹ Tyto stránky jsou zdrojem spolehlivých dat i analýz, které lze pro účel mé práce použít. Z anglicky prezentovaných webových stránek nelze pominout stránky Evropské centrální banky¹⁰, jejichž některá data jsou zde vedena i v českém překladu. Tyto stránky jsou nezávislým informačním zdrojem, který nahlíží na měnovou politiku v české republice z evropského pohledu.

Při analýze ekonomické konvergence a plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií Českou republikou je nezbytné vycházet ve vybraných aspektech ze společného dokumentu České národní banky a Ministerstva financí ČR *Vyhodnocení plnění*

⁴ Srov. REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví, 5. aktualizované vydání*, Management Press, Praha, 2012

⁵ Srov. REVENDA, Z. a kol. *Centrální bankovníctví, 3. aktualizované vydání*, Management Press, Praha, 2011

⁶ Srov. BOECKH, J. A. *The Great Reflation*, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2010

⁷ Srov. MISES, L. von *The Theory of Money and Credit*, Signalman Publishing, Orgando, USA, 2009

⁸ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, <<http://www.cnb.cz>>

⁹ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, <<http://www.czso.cz>>

¹⁰ EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, <<http://www.ecb.eu>>

Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou.¹¹ Tento materiál analyzuje kritérium cenové stability, dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, stability kurzu měny v kurzovém režimu ERM II¹² a stability dlouhodobých úrokových sazeb.

Rovněž tak oblast fiskální a rozpočtové politiky je oblastí, která je již do značné míry teoreticky rozpracována a která má již zformulována základní řešení, nástroje a východiska. Z oblasti veřejné ekonomiky a veřejných rozpočtů lze jako jeden ze základních monografických zdrojů použít 2. aktualizované vydání publikace B. Hamerníkové a A. Maaytové *Veřejné finance*¹³, dále monografii F. Ochrany, J. Pavla a L. Vítka *Veřejný sektor a veřejné finance*¹⁴ nebo R. Pospíšila *Veřejná ekonomika – současnost a perspektiva*.¹⁵

Z anglicky psaných zdrojů lze řadu dat a analýz nalézt ve 4. vydání monografie J. Grubera *Public Finance and Public Policy*¹⁶, která se dotýká hlavně konceptu a struktury veřejných financí v době finanční krize a dlouhodobé financovatelnosti veřejných rozpočtů. Dalším vynikajícím anglickým zdrojem informací je *Handbook of Public Finance*¹⁷ autorů J. Backhause a R. Wagnera, která se zabývá především financováním veřejných statků a veřejných služeb a strukturou veřejných rozpočtů v zahraničí.

Rovněž v oblasti veřejných rozpočtů je třeba pro účel práce využívat aktuální data a analýzy, které jsou dostupné na webových stránkách. Z výše jmenovaných a renomovaných stránek České národní banky a Českého statistického úřadu lze jmenovat stránky Ministerstva financí ČR¹⁸ nebo Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.¹⁹ Neocenitelným zdrojem dat, tabulek a grafů především pro účely mezinárodního srovnání a komparace ekonomik je Zpráva o globální konkurenceschopnosti (The

¹¹ MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou* [online]. [cit. 11-12-2013]. Dostupné na WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbcr/euro/Vyhodnoceni_Maastricht_2012_pdf.pdf>

¹² ERM II – Exchange Rate Mechanism II, Mechanismus směnných kurzů II

¹³ HAMERNÍKOVÁ, B., MAAYTOVÁ, A. *Veřejné finance*, Wolters Kluwer, Praha, 2009

¹⁴ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L. *Veřejný sektor a veřejné finance*, Grada, Praha, 2010

¹⁵ POSPÍŠIL, R. *Veřejná ekonomika – současnost a perspektiva*, Professional Publishing, Praha, 2013

¹⁶ GRUBER, J. *Public Finance and Public Policy*, Worth Publisher, USA, 2012

¹⁷ BACKHAUS, J., WAGNER, R. *Handbook of Public Finance*, Springer, USA, 2004

¹⁸ MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, <<http://www.mfcr.cz>>

¹⁹ MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, <<http://www.mpo.cz>>

Global Competitiveness Report), kterou vydává Světové ekonomické fórum sídlící v Ženevě.²⁰

Téma zvolené práce leží na pomezí fiskální a měnové politiky, zahrnuje tedy všechny významné aspekty hospodářské politiky jako celku. K takto široce koncipovanému pojetí a cílům práce je nezbytné zvolit adekvátní teoreticko – metodologická východiska spočívající především ve volbě vhodných metod práce a jejich následné aplikaci.

Z chronologického hlediska byla - a to vzhledem k široké teoretické základně mojí práce - úvodní metodou rešerše dostupných literárních pramenů. Šlo především o retrospektivní a průběžnou rešerši literárních i elektronických zdrojů, které se obsahově i tematicky vztahovaly k řešenému tématu.

Takto získaná data jsem podrobila metodické analýze, a to za využití svých dosavadních získaných znalostí z ekonomie, financí, fiskální i měnové politiky a dalších oblastí vědeckého zkoumání. Zvolená analýza byla úzce zaměřena na vytýčený cíl práce a snažila se nalézt základní odpovědi, které povedou k jeho úspěšnému splnění.

Vzhledem ke stále se měnícím podmínkám v oblasti národní ekonomiky České republiky i zemí eurozóny bylo třeba dedukovat některé závěry a zjištění z vybraných ekonomik členských zemí eurozóny na české podmínky a správně je aplikovat. Tato problematika se týkala širokého okruhu ekonomických otázek, jako jsou například kladné i záporné dopady přijetí jednotné měny, časová hlediska konvergence, vliv přetrvávající krize na úroveň sladování ekonomik a podobně.

Všechny takto zjištěné poznatky o úrovni konvergence české ekonomiky bylo třeba následně komparovat s vybranými zeměmi eurozóny, ať již šlo o tradiční a vyspělejší země eurozóny nebo o země, které vstoupily do EU spolu s námi a k eurozóně přistoupily teprve nedávno. Tato komparace se týkala na jedné straně těch veličin, které jsou v rámci ekonomické vyspělosti zemí ponejvíce uváděny, jako například výše a růst reálného HDP, index růstu spotřebitelských cen či

²⁰ THE GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT: *World Economic Forum* [online]. [cit. 10-12-2013]. Dostupné na WWW: <<http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>>

nezaměstnanost, tak i veličin, které jsou zohledňovány a vykazovány v rámci plnění tzv. Maastrichtských konvergenčních kritérií.

Na oblast konvergence české ekonomiky s vybranými ekonomikami EU lze nahlížet z více rovin, ať již jde o nastavení preferencí a hlavních cílů a nástrojů v měnově politické oblasti nebo o vybrané otázky z oblasti veřejných rozpočtů a rozpočtové a fiskální politiky. Především oblast veřejné ekonomiky a veřejných financí s sebou nese silnou politickou závislost na aktuálním politickém dění ve státě, čemuž odpovídá i určité nastavení například úrovně daňové alokace, mandatorních výdajů, způsobů konstrukce struktury státních rozpočtů a jejich vývoje v čase, deficitního financování, hlavních tezí fiskální reformy apod. Všechny tyto okolnosti mají zásadní dopad do životní úrovně lidí, což se projevuje v jednání vlády i Parlamentu ČR s praktickými dopady do legislativní oblasti. Jde například o nastavení parametrů daňových zákonů, zákona o rozpočtovém určení daní, zákonů v oblasti sociálního zabezpečení, abychom jmenovali alespoň některé. Stejně tak lze hodnotit například i poslední devizové intervence České národní banky, které oslabily kurz české koruny vůči euru a americkému dolaru o přibližně 7 %. Toto opatření na jedné straně zcela nepochybně podpoří český export, na druhou stranu bude mít s určitým časovým zpožděním svoje důsledky do oblasti růstu cen, růstu reálného HDP i očekávaného poklesu nezaměstnanosti.

Zásadní opatření v oblasti veřejných rozpočtů i měnové politiky tak bezprostředně ovlivňují úroveň konvergence české ekonomiky s ekonomikami eurozóny. Ekonomická konvergence je navíc širokým pojmem, který v sobě zahrnuje obyvatelstvem různě preferované oblasti ekonomické a legislativní činnosti státu. Opatření, které prospějí jedné skupině obyvatel, mohou snížit disponibilní důchod či dokonce přímo uškodit skupině druhé. Jde tedy o delikátní hledání východisek a kompromisů s cílem dosáhnout co možná nejvíce rovnovážného růstu ve všech preferovaných oblastech ekonomiky a přiblížit se v úrovni ekonomické konvergence vyspělým zemím EU co nejdříve.

TEORETICKÁ ČÁST

1 HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA V EU V ROCE 2013

Hospodářská politika zemí EU i samotné České republiky byla v uplynulém roce ještě více než v letech předchozích zaměřena na snahu o skloubení pokračující fiskální konsolidace se snahou o oživení hospodářského růstu, zlepšení situace na trhu práce, posílení sociálního rozměru reforem a udržení celkové makroekonomické a finanční stability. A to v podmínkách, kdy se napětí na finančních trzích – zvýšené v předchozích letech z důvodu eskalace dluhových problémů některých států eurozóny – výrazně snížilo. Eurozóna přitom dále zrychlila svůj postup na cestě k výrazně posílené koordinaci a integraci v oblasti hospodářské politiky, a to zejména na poli budování tzv. bankovní unie. Současná a zejména pak projektovaná budoucí podoba rámce fungování eurozóny se však vlivem probíhajících změn stále více vzdalují od stavu, který panoval v době, kdy Česká republika vstupovala do EU a kdy se zavázala přijmout euro.

Na poli koordinace hospodářských a fiskálních politik byl v listopadu 2012 odstartován třetí cyklus tzv. Evropského semestru.²¹ Evropská komise v jeho průběhu i nadále klade důraz na ozdravování veřejných financí, i když připouští možnost zpomalení konsolidace v některých zemích. Na závěr letošního Evropského semestru vydala Rada EU ve složení ministrů financí a hospodářství – tzv. Rada Ecofin²² - konkrétní doporučení adresované též Euroskupině²³, mezi něž patří mimo jiné postoupit v pracích na prohlubování hospodářské a měnové unie. Současně by měla být přijata opatření proti fragmentaci na finančních trzích ohrožující úvěrování, resp. zlepšující

²¹ Evropský semestr cyklus koordinace hospodářských a fiskálních politik v rámci EU. Je zaměřen na období šesti měsíců od začátku každého roku, a proto se označuje názvem semestr. Jeho hlavními cíli jsou zajistit zdravé veřejné finance, podpořit hospodářský růst a zabránit nadměrné makroekonomické nerovnováze v EU.

²² Rada Evropské unie pro hospodářské a finanční záležitosti (Economic and Financial Affairs Council). Rada zahrnuje několik oblastí politiky EU, jako je například koordinace hospodářských politik, hospodářský dohled, monitoring rozpočtové politiky členských států a veřejných financí, euro (právní, praktické a mezinárodní aspekty), finanční trhy a pohyb kapitálu a ekonomické vztahy se třetími zeměmi. Taktéž každoročně spolu s Evropským parlamentem připravuje rozpočet Evropské unie

²³ Euroskupina (jež získala s přijetím Lisabonské smlouvy svou vlastní právní subjektivitu) je tvořena ministry financí zemí eurozóny, přičemž se v tomto formátu scházejí na přípravných schůzkách rovněž experti na nižších pracovních úrovních.

přístup k externím zdrojům, zejména v případě malých a středních podniků, a podniknuty kroky ke zlepšení situace v bankovním sektoru.

Hlavním přetrvávajícím problémem společného projektu hospodářské a měnové unie je však stále problém fiskální konsolidace veřejných rozpočtů států eurozóny i ostatních členských států EU. Od loňského podzimu funguje permanentní záchranný fond eurozóny ESM - European Stability Mechanism. Euroskupina se v červnu 2013 dohodla na hlavních principech pro přímou rekapitalizaci bank prostřednictvím ESM. Jakmile bude vytvořen účinný jednotný mechanismus dohledu v eurozóně, mělo by být ESM v návaznosti na řádné rozhodnutí příslušných autorit umožněno rekapitalizovat banky přímo. V souvislosti s tím budou stanovena jasná kritéria způsobilosti a procesu této rekapitalizace. Celkový limit na přímou rekapitalizaci má činit 60 mld. EUR, přičemž rada guvernérů ESM může tuto částku změnit, pokud to bude nutné. Dále bylo dohodnuto schéma sdílení zátěže (tzv. burden sharing), které stanoví, do jaké úrovně rekapitalizace dotčené banky v problémech dorovnáva kapitálový deficit příslušný členský stát a od kdy vstupuje do hry ESM.

Je nesporné, že eurozóna zrychlila svůj postup na cestě k výraznému posílení koordinace a integrace v oblasti hospodářské politiky. Postupně dochází k přípravě a implementaci prvků nového budoucího uspořádání eurozóny, která nabírá směr ke vzniku tzv. bankovní unie, a nepřímo i fiskální, transferové a dluhové unie. Některé konkrétní aspekty bankovní unie jsou z pohledu České republiky a ČNB stále vnímány jako problematické. Přetrvávají obavy ohledně možnosti přímé rekapitalizace finančních ústavů z prostředků ESM, která může v konečném důsledku vést k dalšímu zvýšení rizika morálního hazardu, následnému rizikovějšímu chování bank a vyšší pravděpodobnosti vzniku finanční krize. V případě, že by se Česká republika v souvislosti s přijetím eura stala smluvní stranou mechanismu ESM, musela by do tohoto mechanismu vložit cca 40 mld. Kč a zavázat se – v případě nesplacení některých půjček či významného snížení bonity smluvních stran – dodat do mechanismu další finanční vklad až cca 310 mld. Kč. Jako problematické lze rovněž vnímat navrhované sjednocení systému pojištění vkladů, které by dále mohlo zesílit riziko přenášení následků nezodpovědného chování z rizikových oblastí či bank na zodpovědně se chovající subjekty.

Evropská centrální banka (ECB) pokračovala v uplynulém roce v uvolňování měnové politiky, když v květnu snížila svou hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na 0,50 % a její prezident Mario Draghi naznačil možnost budoucího snížení depozitní sazby pod nulovou hranici. Od července letošního roku začala ECB ovlivňovat tržní očekávání také formou tzv. „forward guidance“ a zároveň zmírnila podmínky pro kolaterál přijímaný v refinančních operacích. ECB i letos pokračuje v provádění hlavních refinančních operací s fixní úrokovou sazbou a plným uspokojením nabídek. V této souvislosti ECB upřesnila začátkem letošního roku postup při dřívějším splácení tříletých dodávacích refinančních operací. ECB rovněž počátkem letošního roku zveřejnila přehled dluhopisů držených centrálními bankami Eurosystemu z ukončeného programu nákupu cenných papírů (Securities Market Programme, SMP). Téměř polovina celkového objemu (218 mld. EUR) připadá na italské dluhopisy. Držba dluhopisů zemí s nadměrnými dluhovými problémy přitom může významně negativně ovlivnit kvalitu rozvahy ECB a v budoucnu pak představovat riziko tlaků na navýšení jejího kapitálu.

Komplexní posouzení dopadů přijatých kroků vyžaduje časový odstup, který dosud ještě není k dispozici. Nové návrhy a iniciativy navíc ztěžují identifikaci vlivů předchozích opatření. Přijímaná opatření tak v souhrnu implikují značný nárůst (potenciálních) finančních (a nejen finančních) nákladů spojených s přijetím eura. Rovněž koordinace hospodářských politik v EU se vlivem rozsáhlé nové agendy stává z organizačního hlediska náročnější než doposud.

V důsledku tak dochází k nárůstu požadavků na další vnitrostátní i unijní zdroje. Není proto ani vyloučena možnost, že začnou být vytvářeny nové orgány speciálně pro státy platící eurem. Nezdá se přitom, že by byl proces formování nové podoby eurozóny u konce. Lze tudíž očekávat další podstatné návrhy, resp. rozpracování návrhů stávajících. Z toho vyplývá značná nejistota ohledně budoucí podoby základního hospodářsko-politického a institucionálního uspořádání eurozóny. Tato nejistota představuje zásadní překážku pro spolehlivé hodnocení přínosů a nákladů vstupu České republiky do eurozóny.

1.1 Ukazatele konvergence

Mezi základní přímé ukazatele sladění patří vývoj domácí ekonomické aktivity měřený růstem reálného HDP a jeho poměr ve vztahu k průměru EU a dále ukazatele zahrnuté v Maastrichtských konvergenčních kritériích, tj. ukazatele cenové stability, dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, měnového kurzu a mechanismu ERM II²⁴ a dlouhodobých úrokových sazeb. Konvergence v ekonomické úrovni a cenové hladině zvyšuje pravděpodobnost, že v ekonomice budou probíhat podobné procesy a nebude docházet k zásadně odlišnému rovnovážnému vývoji. Dosažení vysoké synchronizace ekonomického vývoje v průběhu cyklu zvyšuje pravděpodobnost, že se vývoj v ekonomikách do budoucna nebude výrazně lišit. Nerovnovážné tlaky by mohly pramenit mj. z rozdílné ekonomické struktury, ale i nedostatečné konvergence v úrovni úrokových sazeb.

1.1.1 Reálná konvergence prostřednictvím ukazatele HDP

Stupeň reálné konvergence, měřený HDP na hlavu v paritě kupní síly a relativní cenovou hladinou HDP odvozenou z této parity, je základním ukazatelem podobnosti dvou ekonomik. Nízký stupeň reálné konvergence s eurozónou může indikovat četné výzvy z hlediska přijetí eura, protože lze předpokládat, že se vstupem do měnové unie se bude mezera ve stupni relativní vyspělosti dále uzavírat.

Jak dokládá následující tabulka, stále nedošlo k obnovení procesu přibližování se k eurozóně v HDP na hlavu v paritě kupní síly. Česká úroveň ekonomické aktivity se momentálně nachází na 73,5 % průměru eurozóny, což je méně než v roce 2007, kdy vývoj v Evropě ještě nebyl zasažen následnou hlubokou hospodářskou krizí. Nadále tak výrazně zaostává za sledovanými vyspělými zeměmi eurozóny (Rakousko, Německo). Lehce vyšší ekonomickou úroveň má rovněž Slovinsko, avšak tento rozdíl se v posledních pěti letech snížil. Naopak některé z nejméně vyspělých zemí měnové unie mají nižší HDP na hlavu než Česká republika (Slovensko, Portugalsko). To samé nadále platí rovněž pro nové členské země EU stojící mimo eurozónu (Maďarsko, Polsko).

²⁴ ERM II – Exchange Rate Mechanism II, tj. Mechanismus směnných kurzů, který posuzuje stabilitu centrální parity národní měny k euru.

Tabulka č. 1 - HDP na obyvatele v paritě kupní síly (EU 17²⁵ = 100 %)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Česká republika | 76,1 | 74,3 | 76,1 | 73,6 | 73,9 | 73,5 |
| Rakousko | 113,6 | 114,3 | 115,3 | 117,4 | 119,1 | 121,8 |
| Německo | 106,3 | 106,6 | 105,9 | 109,4 | 111,4 | 113,1 |
| Francie | 102,1 | 102,9 | 101,7 | 104,3 | 105,8 | 106,8 |
| Portugalsko | 72,1 | 71,7 | 73,7 | 74,3 | 71,7 | 61,1 |
| Maďarsko | 56,6 | 57,6 | 58,8 | 60,0 | 60,7 | 61,1 |
| Polsko | 50,0 | 51,6 | 51,8 | 57,7 | 59,6 | 69,8 |
| Slovinsko | 81,3 | 83,5 | 79,6 | 77,4 | 77,1 | 76,4 |
| Slovensko | 62,1 | 66,5 | 67,1 | 67,5 | 67,6 | 69,8 |

Zdroj: ČNB²⁶

Následující tabulka zachycuje cenovou hladinu HDP. V tomto ukazateli je úroveň České republiky výše než v předkrizovém období, od roku 2008 však jeho hladina de facto stagnuje. V roce 2012 dosáhla česká cenová hladina necelých 70 % průměru eurozóny. Nadále tak významně zaostávala nejen za Rakouskem a Německem, ale v menší míře i za Portugalskem a Slovinskem. Nižší cenovou hladinu mělo naopak Slovensko a zejména Maďarsko s Polskem.

Tabulka č. 2 - Průměrná cenová hladina HDP (EU 17 = 100 %)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Česká republika | 60,9 | 70,8 | 66,0 | 70,0 | 70,5 | 69,3 |
| Rakousko | 105,3 | 105,6 | 106,0 | 105,0 | 105,6 | 105,7 |
| Německo | 100,9 | 100,6 | 101,6 | 100,8 | 100,2 | 100,4 |

²⁵ V ukazateli EU17 je zahrnuto 17 starých členských zemí EU, tj. těch, které přistoupily k EU před Českou republikou a ostatními zeměmi Střední a Východní Evropy (do 1. 5. 2004)

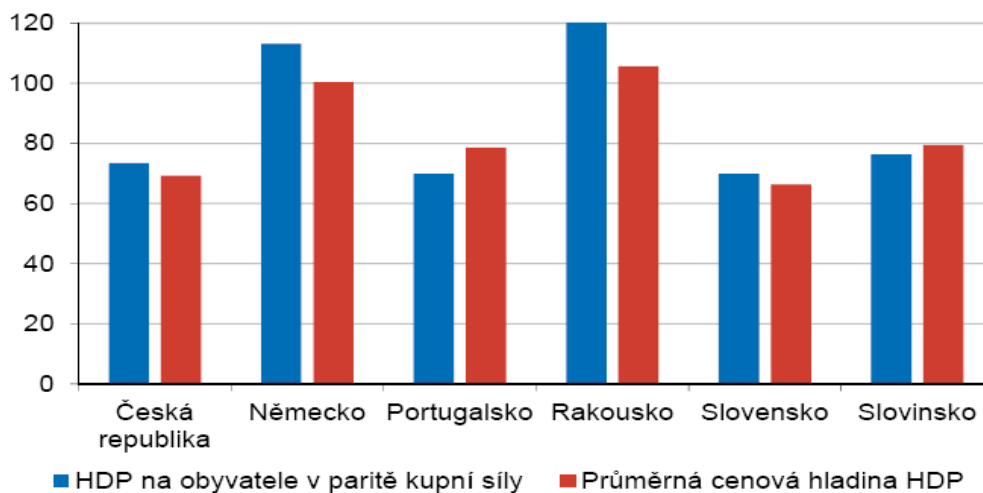
²⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií*, [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2013.pdf>

| | | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Francie | 101,9 | 102,0 | 102,0 | 101,6 | 101,9 | 102,2 |
| Portugalsko | 80,2 | 80,4 | 79,5 | 79,0 | 79,0 | 78,6 |
| Maďarsko | 63,4 | 63,8 | 56,2 | 58,2 | 58,2 | 56,4 |
| Polsko | 59,2 | 65,5 | 54,1 | 57,6 | 56,8 | 56,7 |
| Slovinsko | 76,4 | 78,6 | 80,9 | 81,1 | 80,3 | 79,4 |
| Slovensko | 59,1 | 63,7 | 64,2 | 65,0 | 66,3 | 66,4 |

Zdroj: ČNB²⁷

Česká cenová hladina se i v roce 2012 nadále nacházela pod úrovní, která by odpovídala dosažené výkonnosti ekonomiky. Podle výše uvedených údajů by měla být česká cenová hladina v relaci k průměru eurozóny zhruba o přibližně 5 % vyšší, tj. měla by zhruba odpovídat cenové hladině Slovinska či Portugalska. Následující graf ukazuje stupeň ekonomické sladění České republiky s vybranými zeměmi EU dle ukazatele HDP na obyvatele a průměrné cenové hladiny HDP.

Obr. č. 1 - Stupeň ekonomické konvergence ČR s vybranými zeměmi EU v roce 2012



Zdroj: ČNB²⁸

²⁷ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií*, [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2013.pdf>

²⁸ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Stupeň ekonomické konvergence vybraných států k eurozóně* [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

1.1.2 Konvergence prostřednictvím ukazatele cenové stability

Stupeň udržitelné konvergence je posuzován dle maastrichtských konvergenčních kritérií, kterými jsou kritérium cenové stability, kritérium stavu veřejných financí, kritérium účasti v mechanismu směnných kurzů a kritérium dlouhodobých úrokových sazeb.

Vymezení kritéria cenové stability

Článek 140 odst. 1 první odrážka Smlouvy o Evropském společenství (SES, dále jen Smlouva) vyžaduje: „dosažení vysokého stupně cenové stability patrné z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“.²⁹

Článek 1 Protokolu č. 13 o kritériích konvergence dále stanovuje, že: „kritérium cenové stability znamená, že členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením, jež nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků. Inflace se měří pomocí indexu spotřebitelských cen na srovnatelném základě s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech“.³⁰

Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Pokud jde o „průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením“, je tato míra inflace spočtena jako přírůstek posledního dostupného 12 měsíčního průměru harmonizovaného indexu spotřebitelských cen oproti průměru předchozích 12 měsíců. Referenční hodnotou cenového kritéria je prostý aritmetický průměr inflace nejvýše tří zemí, které dosáhly nejnižší míry inflace, odpovídající požadavkům cenové stability; navýšený o 1,5 %.

²⁹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - kritérium cenové stability* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

³⁰ Tamtéž

Implementace kritéria cenové stability – současná praxe

Smlouva i Protokol ponechávají v některých otázkách prostor pro interpretaci institucemi, které hodnotí plnění kritérií (Evropská komise a Evropská centrální banka). Proto je při vyhodnocení plnění kritérií třeba brát v úvahu také konkrétní způsob, jakým tyto instituce dané kritérium implementují. Dosavadní praxe naznačuje, že se jako referenční země automaticky nevylučují země s nízkou či zápornou mírou inflace, ale pouze ty, které vlivem mimořádných, resp. specifických faktorů vykazují výrazné odchylky ve svém cenovém vývoji od ostatních zemí EU. Příkladem bylo vyloučení Irska z výpočtu kritéria v Konvergenční zprávě z roku 2010 a Řecka v roce 2013. Výsledná hodnota kritéria tak může být velmi nízká, což platí zejména v aktuálním kontextu utlumené ekonomické aktivity.

Vyhodnocení plnění kritéria

V letech 2010 a 2011 Česká republika kritérium cenové stability splnila. V roce 2012 kritérium cenové stability splněno nebylo, od srpna 2013 však toto kritérium Česká republika opět plní. Následující tabulka ukazuje vývoj harmonizovaného indexu spotřebitelských cen v letech 2010 až 2013 a s odhadem jeho vývoje do roku 2016.

Tabulka č. 3 - Harmonizovaný index spotřebitelských cen (%)³¹

| | 2010 | 2011 | 2012 | 08/2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|---------|------|------|------|
| Průměr 3 zemí s nejnižší inflací | 0,9 | 1,6 | 1,6 | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,4 |
| Hodnota kritéria | 2,4 | 3,1 | 3,1 | 2,3 | 2,6 | 2,9 | 2,9 |
| Česká republika – skutečnost a predikce | 1,2 | 2,1 | 3,5 | 2,0 | 1,7 | 1,9 | 0,9 |

Zdroj: ČNB³²

³¹ Průměr posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců ke konci období v %

³² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Harmonizovaný index spotřebitelských cen* [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

Příčinami zvýšené inflace a nesplnění kritéria v roce 2012 byly administrativní opatření a nepříznivé nabídkové šoky v podobě vysokých cen ropy a potravin. K administrativním opatřením patřily zejména zvýšení snížené sazby DPH o 4 % na 14 % a zvýšení spotřebních daní. Inflační tlaky z domácí ekonomiky naopak nebyly a doposud nejsou vzhledem k hloubce záporné produkční mezery patrné. Také proto byl v srpnu 2013 i přes lednové zvýšení obou sazeb DPH o 1 % na 15 % a 21 % růst spotřebitelských cen jen mírný.

Cenový vývoj v České republice bude v letech 2014–2016 vedle standardních faktorů pravděpodobně nadále ovlivňován pouze mírným příspěvkem administrativních opatření. V roce 2014 bude domácí inflace velmi nízká v důsledku souběhu slabé dynamiky regulovaných cen a jen pozvolna oživující ekonomické aktivity. Kritérium cenové stability tak bude splněno i při zřejmě snížené hodnotě kritéria, odrážející skutečnost, že v zemích EU dochází v poslední době rovněž k dezinflaci. Velmi nízká inflace je pak predikována i v roce 2016, kdy se v souladu s platným legislativním stavem předpokládá sjednocení sazeb DPH na 17,5 % (s odhadovaným dopadem do snížení inflace spotřebitelských cen ve výši cca 1 %). Celkově by tedy kritérium cenové stability mělo být ze strany České republiky v letech 2014–2016 plněno s rezervou.

1.1.3 Konvergence prostřednictvím ukazatele stavu veřejných financí

Kritérium stavu veřejných financí je splněno pouze tehdy, jsou-li udržitelně plněny obě složky fiskálního kritéria, tj. deficitu i dluhu sektoru vládních institucí.

Vymezení kritéria stavu veřejných financí

Článek 140 odst. 2 druhá odrážka Smlouvy vyžaduje „dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevykazujících nadměrný schodek ve smyslu článku 126(6) Smlouvy“.³³

³³ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW: <https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

Podle článku 2 Protokolu č. 13 o kritériích konvergence kritérium znamená, že „v době šetření se na členský stát nevztahuje Rozhodnutí Rady podle článku 126 odst. 6 Smlouvy o existenci nadměrného schodku“.³⁴

Článek 126 Smlouvy upravuje postup při nadměrném schodku, který je blíže specifikován v Paktu o stabilitě a růstu. Podle článku 126 odst. 3 Smlouvy vypracuje Evropská komise zprávu, pokud členský stát EU nesplňuje požadavky dodržování rozpočtové kázně, a to zejména pokud:

1. poměr plánovaného nebo skutečného schodku sektoru vládních institucí k hrubému domácímu produktu překročí referenční hodnotu (stanovenou v Protokolu č. 12 o postupu při nadměrném schodku jako 3 % HDP), ledaže by:

- buď poměr podstatně a nepřetržitě klesal a dosáhl úrovně, která se blíží doporučené hodnotě, nebo

- překročení doporučené hodnoty bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstával blízko k doporučené hodnotě.

2. poměr dluhu sektoru vládních institucí k hrubému domácímu produktu překročí doporučenou hodnotu (stanovenou v Protokolu o proceduře při nadměrném schodku jako 60 % HDP), ledaže se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k doporučené hodnotě.

Vyhodnocení plnění kritéria

a) deficit sektoru vládních institucí

Kritérium stavu veřejných financí nebylo v letech 2009–2013 plněno. Na konci roku 2009 byl s Českou republikou již podruhé v historii zahájen postup při nadměrném schodku (poprvé v letech 2004–2008), a to na základě očekávaného překročení referenční hodnoty poměru deficitu sektoru vládních institucí k HDP. V důsledku recese na přelomu let 2008 a 2009 došlo k významnému zhoršení salda sektoru vládních institucí. Vedle dosud nedořešených strukturálních problémů čelil sektor vládních institucí bezprecedentnímu výpadku daňových příjmů: jednak vlivem výrazně nepříznivého hospodářského vývoje a jednak z důvodu schválených legislativních

³⁴ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW: <https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

změn. Současně došlo ke zvýšení výdajů spojených se zmírňováním dopadů hospodářské recese.

V letech 2010–2013 prováděla vláda konsolidaci veřejných rozpočtů, v důsledku čehož deficit sektoru vládních institucí postupně klesal. Výjimkou bylo prohloubení deficitu v roce 2012, které odráželo významné jednorázové vlivy, zejména pak vyrovnání státu s církvemi. Pro rok 2013 patří mezi opatření na příjmové straně veřejných rozpočtů především zvýšení obou sazeb DPH a dočasné úpravy daně z příjmu fyzických osob (do konce roku 2015), na straně výdajové úspory na peněžité sociální dávky v důsledku změny valorizačního vzorce (opět dočasné opatření do konce roku 2015). Přijatá opatření by měla přispět k dosažení deficitu 2,9 % HDP v roce 2013. Návrh státního rozpočtu na rok 2014 a střednědobý výhled státního rozpočtu a rozpočtů státních fondů pro roky 2015–2016 potom v podstatě předpokládají stabilizaci celkového salda sektoru vládních institucí těsně pod 3 % HDP. Na základě tohoto výhledu je očekáván pokles vládního deficitu pod referenční hodnotu udržitelným způsobem a v návaznosti na to ukončení procedury při nadměrném schodku a opětovné plnění kritéria veřejných financí od roku 2014. Následující tabulka ukazuje vývoj salda sektoru vládních institucí v letech 2010 až 2013 a s odhadem jeho vývoje do roku 2016.

Tabulka č. 4 - Saldo sektoru vládních institucí (metodika ESA, v % HDP)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 08/2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|---------|------|------|------|
| Hodnota kritéria | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| Česká republika – skutečnost a predikce | -4,7 | -3,2 | -4,4 | -2,9 | -2,9 | -2,9 | -2,8 |

Zdroj: ČSÚ³⁵

Z hlediska sladění ekonomiky České republiky s ekonomikou eurozóny a udržitelnosti veřejných financí zůstává řešení strukturálních problémů sektoru vládních institucí zásadní. Na základě Paktu stability a růstu byl pro Českou republiku již v roce

³⁵ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Notifikace vládního deficitu a dluhu, 2013 – 2016* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/eurostat_potvrdil_notifikace_vladniho_deficitu_a_dluhu_za_ceskou_republiku20121022>

2005 stanoven střednědobý rozpočtový cíl pro strukturální deficit (Medium-Term Objective, MTO) sektoru vládních institucí ve výši 1 % HDP, kterého bychom měli dosáhnout ve střednědobém horizontu. Při současném nastavení fiskální politiky nebude tento cíl v letech výhledu naplněn. Strukturální deficit pro rok 2013 se očekává ve výši 1,5 % HDP, v dalších letech je předpokládáno jeho zhoršení až k hodnotě 2,4 % HDP v roce 2016.

b) Dluh sektoru vládních institucí

Vzhledem k nízké výchozí úrovni dluhu sektoru vládních institucí neměla Česká republika s plněním této složky kritéria problémy. Po svém výrazném navýšení (zejména v důsledku započtení vládních záruk a dluhu ČKA) v období let 2001–2003 se dluh sektoru vládních institucí v letech 2007 až 2008 stabilizoval kolem hodnoty 30 % HDP. Od roku 2009 však vlivem hospodářské recese dochází k prudkému nárůstu úrovně dluhu, neboť jeho výši ve velké míře ovlivňuje schodkovost rozpočtů vládních institucí, kde největší vliv má deficit státního rozpočtu. Výrazný nárůst dluhu v roce 2012 byl ovlivněn tvorbou rezervy na financování vládního dluhu, jejíž postupné rozpouštění zmírňuje dynamiku růstu dluhu v roce 2013 a částečně i v dalším období. Přestože je ve srovnání s průměrem EU úroveň celkového zadlužení vládního sektoru v České republice relativně nízká, prostor pro plnění dluhového kritéria se v uplynulých letech výrazně zmenšil. Při daném nastavení fiskální politiky poroste relativní úroveň dluhu v celém horizontu výhledu, přičemž v roce 2016 pravděpodobně dosáhne hodnoty 49,9 % HDP. Následující tabulka ukazuje vývoj dluhu sektoru vládních institucí v letech 2010 až 2013 a s odhadem jeho vývoje do roku 2016.

Tabulka č. 5 - Dluh sektoru vládních institucí (metodika ESA, v % HDP)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 08/2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| Hodnota kritéria | -60,0 | -60,0 | -60,0 | -60,0 | -60,0 | -60,0 | -60,0 |
| ČR – skutečnost a predikce | -38,4 | -41,4 | -46,2 | -46,1 | -47,9 | -49,9 | -49,9 |

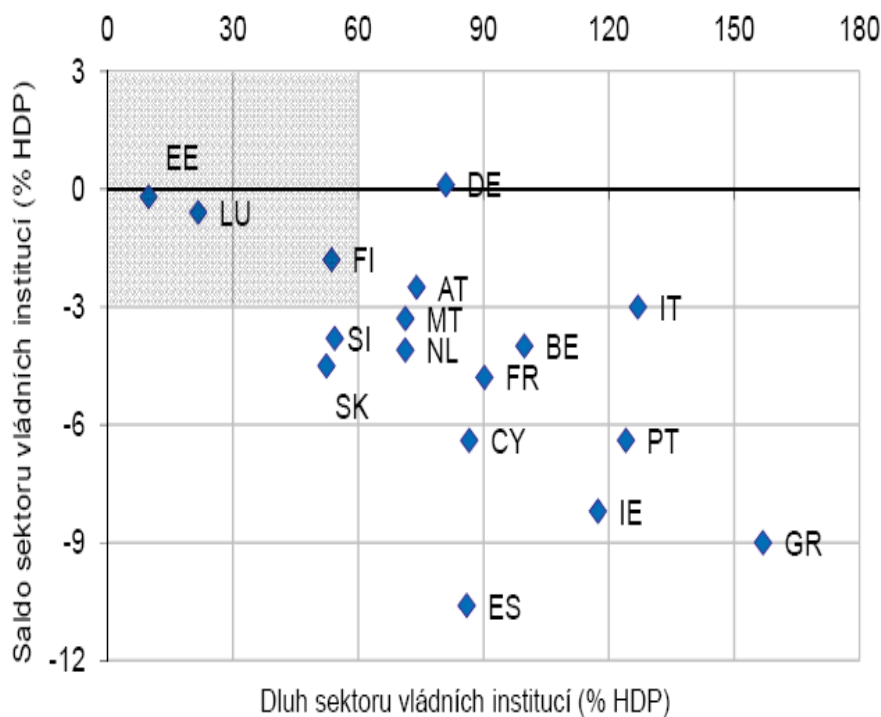
Zdroj: ČSÚ³⁶

³⁶ ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Notifikace vládního deficitu a dluhu, 2013 – 2016* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/eurostat_potvrdil_notifikace_vladniho_deficitu_a_dluhu_za_ceskou_republiku20121022>

Riziko pro dlouhodobý vývoj hospodaření sektoru vládních institucí představují negativní dopady stárnutí obyvatelstva. Ačkoliv byla v oblasti důchodového zabezpečení provedena poměrně významná opatření (tzv. parametrické úpravy stávajícího průběžného systému), v započatých reformách je nutné dále pokračovat.

Z osmnácti členských zemí eurozóny splňují kumulativně obě dvě kritéria pouze tři země, a sice Estonsko, Lucembursko a Finsko, ostatní ekonomiky stojí vně tohoto kritéria. V případě, že by Česká republika byla nyní součástí eurozóny, fiskální kritéria by splňovala rovněž, i když trajektorie jejich očekávaného vývoje není příliš uspokojivá. Následující grafy ukazují fiskální situaci zemí eurozóny a plnění kritéria dluhu sektoru vládních institucí v zemích EU.

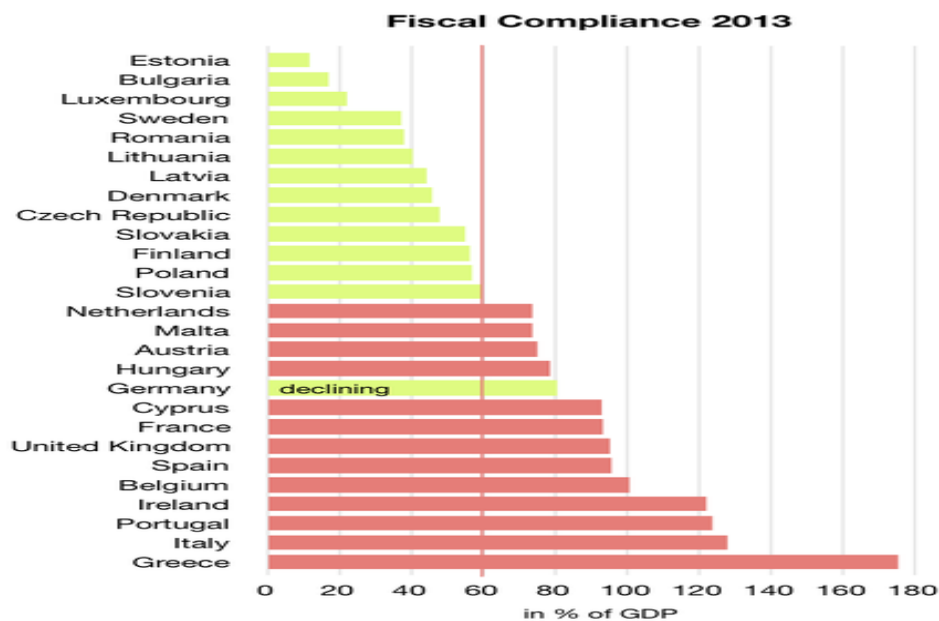
Obr. č. 2 - Fiskální situace členských zemí eurozóny v roce 2012



Zdroj: Eurostat³⁷

³⁷ EUROSTAT: *General Government Gross Debt (Maastricht criterion)* [online]. [cit. 27-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=TIPSGO1>

Obr. č. 3 - Plnění kritéria dluhu sektoru vládních institucí v zemích EU v roce 2013



Zdroj: Eurostat³⁸

1.1.4 Konvergence prostřednictvím ukazatele účasti v mechanismu směnných kurzů

Vymezení kritéria účasti v mechanismu směnných kurzů ERM II.

Článek 140 odst. 1, třetí odrážka Smlouvy vyžaduje: „dodržování normálního flukтуаčního rozpětí stanoveného mechanismem měnových kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvaci vůči měně jiného členského státu“.³⁹

Článek 3 Protokolu o kritériích konvergence, stanoví, že: „kritérium účasti v mechanismu měnových kurzů Evropského měnového systému, jak je uvedeno v článku 140 odst. 1 třetí odrážce Smlouvy, znamená, že členský stát alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením dodržoval flukтуаční rozpětí stanovené mechanismem měnových kurzů Evropského měnového systému, aniž by byl směnný kurz vystaven silným

³⁸ EUROSTAT: *EU government deficit at 2,2 % of GDP and public debt at 69,0 % of GDP* [online]. [cit. 03-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15092003-AP/EN/2-15092003-AP-EN.HTML>

³⁹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - Kritérium stability kurzu měny a účasti v ERM II* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW: <https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

tlakům. Zejména pak nesměl členský stát v tomto období z vlastního podnětu devalvovat dvoustranný střední kurz své měny vůči euru⁴⁰.

Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Smlouva odkazuje na kritérium účasti v Evropském mechanismu měnových kurzů (ERM do prosince 1998 a následně ERM II od ledna 1999).

Zaprvé, ECB a EK v souladu se zněním Smlouvy vyhodnocují, zda se země účastnila mechanismu ERM II „alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením“.

Zadruhé, co se týče definice „normálního flukтуаčního rozpětí“, ECB vychází z formálního stanoviska, které přednesla Rada EMI v říjnu 1994 a z jejich vyjádření ve zprávě „Progress towards Convergence“⁴¹ vydané v listopadu 1995.

Stanovisko Rady EMI z října 1994 uvádí, že „širší flukтуаční pásmo přispělo k dosažení udržitelné míry stability měnových kurzů v rámci ERM“, že „Rada EMI považuje zachování současných pravidel za vhodné“ a že „členské státy by se i nadále měly snažit předcházet výrazným fluktuacím měnových kurzů tím, že zaměří svou politiku na dodržování cenové stability a snižování schodků veřejných rozpočtů, čímž přispějí k naplnění požadavků článku 140, odst. 1 Smlouvy a příslušného protokolu“.

Ve zprávě „Progress towards Convergence“, bylo konstatováno, že „když byla Smlouva sestavována, představovalo tzv. normální flukтуаční rozpětí odchylku o $\pm 2,25$ % od bilaterální centrální parity a odchylka o ± 6 % představovala výjimku. V srpnu 1993 bylo přijato rozhodnutí o rozšíření flukтуаčního rozpětí na ± 15 %. Interpretace tohoto kritéria, a především pojmu „normální flukтуаční rozpětí“, se tak stala poněkud složitější.“ Dále pak bylo navrženo, že při závěrečném hodnocení bude třeba vzít ohled na „specifický vývoj měnových kurzů v rámci Evropského měnového systému (EMS)

⁴⁰ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - Kritérium stability kurzu měny a účasti v ERM II* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

⁴¹ EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, <<http://www.ecb.eu>>

od roku 1993“. Proto je při hodnocení vývoje měnových kurzů kladen důraz na to, zda byl měnový kurz blízko centrální paritě v rámci ERM II.

Zatřetí, při posuzování přítomnosti „výrazného napětí“ nebo „silných tlaků“ na měnový kurz se zkoumá míra odchýlení kurzů k euru od centrálních parit v rámci ERM II. Vedle toho se používají další ukazatele, jako například krátkodobé úrokové diferenciály vůči eurozóně a jejich vývoj. Dále se bere ohled na to, jakou roli hrály devizové intervence.

Vyhodnocení plnění kritéria

Formální plnění kurzového kritéria není až do vstupu České republiky do mechanismu směnných kurzů možné, hodnocení plnění kritéria stability měnového kurzu lze tedy provádět pouze v analytické rovině. Hypotetická centrální parita CZK/EUR je pro účely takového hodnocení stanovena jako průměrná hodnota kurzu v 1. čtvrtletí 2011, tedy čtvrtletí předcházejícího hypotetickému vstupu do ERM II na počátku 2. čtvrtletí 2011, který by umožňoval případné přijetí eura od 1. 1. 2014. Pomocí této parity lze teoreticky sledovat, zda by Česká republika kritérium stability měnového kurzu v daném časovém horizontu splňovala. Úroveň kurzu byla přitom již v průběhu roku 2013 ovlivňována také komunikací ČNB, která signalizovala připravenost použít měnový kurz v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek po dosažení dolní hranice úrokových sazeb. V listopadu 2013 zahájila ČNB přímé intervence na devizovém trhu za účelem dalšího uvolnění měnových podmínek, které vedly k oslabení kurzu na hodnoty poblíž 27 CZK/EUR. Tato hodnota přitom zůstává v rámci hypotetického flukтуаčního pásma. Režim používání kurzu jako dalšího nástroje uvolněné měnové politiky přitom nelze vnímat jako nastavení centrální parity směřující k přijetí eura. Kurzový závazek ČNB je dlouhodobý a bude platit tak dlouho, dokud ČNB nezíská jistotu, že významně kleslo riziko podstřelování inflačního cíle ve výši 2 %. Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad (technicky) nulovou úroveň.

Délka setrvání členské země EU v mechanismu je Smlouvou stanovena minimálně na dva roky před vyhodnocením připravenosti na přijetí eura. Z dokumentů

Strategie přistoupení ČR k eurozóně (září 2003) a Aktualizované strategie přistoupení ČR k eurozóně (srpen 2007) vyplývá, že se vláda a ČNB shodují na setrvání České republiky v ERM II jen po minimálně nutnou dobu. Z toho současně vyplývá, že by se Česká republika měla zapojit do ERM II teprve po dosažení vysoké míry ekonomické sladění a po vytvoření předpokladů pro to, aby jí bylo umožněno krátce po vyhodnocení kurzového kritéria přijmout měnu euro. Zapojení České republiky do ERM II by se navíc mělo odehrát v podmínkách stabilní situace v tuzemské ekonomice, stability světových finančních trhů i příhodných investičních nálad vůči České republice i celému středoevropskému regionu.

Obr. č. 4 - Nominální měnový kurz CZK/EUR ve flukтуаčním pásmu $\pm 15\%$



Zdroj: ČNB⁴²

1.1.5 Konvergence prostřednictvím ukazatele konvergence úrokových sazeb

Vymezení kritéria konvergence úrokových sazeb

Článek 140 odst. 1čtvrtá odrážka Smlouvy vyžaduje: „stálost konvergence dosažené členským státem a jeho účast v mechanismu měnových kurzů Evropského měnového systému, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb“.

Článek 4 Protokolu č. 13 o kritériích konvergence specifikuje, že: „kritérium konvergence úrokových sazeb znamená, že v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2 procentní body úrokovou sazbu nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti

⁴² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vybraný devizový kurz CZK/EUR – graf* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form_js.jsp>

cenové stability nejlepších výsledků. Úrokové sazby se zjišťují na základě dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů, s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech“.⁴³

Implementace kritéria konvergence úrokových sazeb – současná praxe

Stejně jako v případě kritéria cenové stability i zde poskytuje Smlouva a Protokol prostor pro volnější interpretaci stanovení konkrétní hodnoty kritéria. Zda budou do výpočtu kritéria úrokových sazeb zahrnuty všechny tři země použité pro výpočet kritéria cenové stability, nebo zda bude některá ze zemí pro účely výpočtu úrokového kritéria vyřazena, je v kompetenci hodnotících institucí. Příkladem je vyřazení vysoké hodnoty úrokových sazeb Irska z výpočtu příslušného kritéria v Konvergenční zprávě z roku 2012.

Vyhodnocení plnění kritéria

Roční průměrné dlouhodobé úrokové sazby České republiky pro konvergenční účely měly v období 2010–2013 kontinuálně klesající tendenci. Ve sledovaném období Česká republika toto konvergenční kritérium úrokových sazeb vždy plnila se značnou rezervou. Následující tabulka ukazuje vývoj dlouhodobých úrokových sazeb pro konvergenční účely v letech 2010 až 2013 a s odhadem jejich vývoje do roku 2016.

Tabulka č. 6 - Dlouhodobé úrokové sazby pro konvergenční účely (průměr posledních 12 měsíců, v %)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 08/2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|------|------|------|---------|------|------|------|
| Průměr 3 zemí s nejnižší inflací | 4,0 | 3,3 | 3,1 | 2,2 | 2,9 | 3,5 | 3,3 |
| Hodnota kritéria | 6,0 | 5,3 | 5,1 | 4,2 | 4,9 | 5,5 | 5,3 |
| ČR – skut. a před. | 4,2 | 3,7 | 2,8 | 2,2 | 2,3 | 2,7 | 3,1 |

Zdroj: Eurostat⁴⁴

⁴³ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

⁴⁴ EUROSTAT, LONG-TERM INTEREST RATES: *Maastricht criterion interest rates* [online]. [cit. 02-2014]. Dostupné na WWW:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_SDDS/EN/irt_lt_mcby_esms.htm>

Dodržení fiskální konsolidace se projevuje v dlouhodobě stabilním a kvalitním ratingovém hodnocení České republiky a bezproblémovým upisováním českých státních dluhopisů, což přispívá ke stabilitě jejich výnosů.

Vzhledem ke stále existujícím a ne zcela vyřešeným dluhovým problémům v eurozóně je predikce pro roky 2014–2016 zatížena určitými riziky. Na základě dosavadního vývoje se však lze domnívat, že by Česká republika neměla mít problémy s plněním tohoto konvergenčního kritéria ani v následujícím období. Podstatnou podmínkou je však zachování důvěry finančních trhů ve střednědobou konsolidaci a dlouhodobou udržitelnost českých veřejných financí.

1.2 Cyklická a strukturální sladěnost

Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený stupeň reálné ekonomické konvergence. Její vyšší úroveň přispívá k větší podobnosti dlouhodobého rovnovážného vývoje a nepřímo může přispět i k nižší pravděpodobnosti nesladěného vývoje v kratším období. S vyšším stupněm konvergence v ekonomické úrovni dosaženým před vstupem do ERM II a přijetím eura lze očekávat další nárůst relativní cenové úrovně, což sníží možné budoucí tlaky na růst cenové hladiny a rovnovážné posilování reálného kurzu.

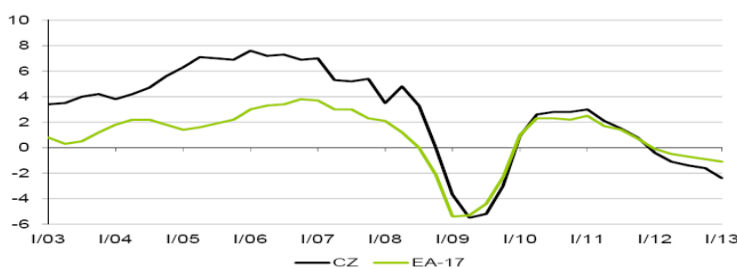
Před vypuknutím krize česká ekonomika reálně konvergovala k eurozóně, tento trend se však v roce 2009 zastavil a od té doby relativní ekonomická úroveň České republiky vůči eurozóně stagnuje. V posledních letech dosahuje HDP na obyvatele zhruba tří čtvrtin průměru eurozóny. Také v případě cenové hladiny HDP došlo vlivem krize k přerušení procesu sbližování, když se cenová hladina zastavila na úrovni kolem 70 % průměru eurozóny. Cenová hladina se tak nadále nachází na mírně nižší hodnotě, než by odpovídalo dosažené výkonnosti ekonomiky.

Mzdová úroveň v České republice v roce 2012 představuje zhruba 40 % průměrné úrovně eurozóny při přepočtu pomocí měnového kurzu a zhruba 60 % s použitím parity kupní síly. Reálný kurz české koruny (na bázi HICP) posiloval mezi lety 2003 a 2012 průměrným tempem přibližně 3 % ročně, přičemž kolem svého dlouhodobého trendu vykazuje významné výkyvy, které v posledních letech přispívají k tlumení makroekonomických šoků. Dle provedených analýz lze v průběhu příštích

pěti let očekávat – za předpokladu obnovení konvergence reálného HDP – rovnovážné reálné zhodnocování koruny vůči euru, avšak zřejmě nižším tempem než v minulosti. Po vstupu do eurozóny by pokračující reálné posilování kurzu znamenalo inflační diferenciál vůči eurozóně a s ním spojené nižší (či dokonce záporné) reálné úrokové sazby.⁴⁵

Dostatečná sladěnost ekonomické aktivity zvyšuje pravděpodobnost, že jednotná měnová politika v měnové unii bude vhodně nastavena i z pohledu české ekonomiky. Provedené analýzy ukazují zvýšení korelace celkové ekonomické aktivity České republiky a eurozóny v posledních letech, podobně je tomu u vývoje aktivity v průmyslu či vývozní aktivity. Nárůst sledovaných korelací je nutné částečně přisoudit většímu významu společných mimořádných šoků v podobě globální hospodářské krize, následného dočasného zotavení ekonomické aktivity a posléze reálných ekonomických dopadů dluhové krize v eurozóně. V souvislosti s těmito událostmi tak není jisté, zda zvýšená sladěnost hospodářského cyklu přetrvává i v podmínkách běžného vývoje evropských ekonomik. Následující graf ukazuje sladěnost růstu HDP v České republice a v eurozóně.

Obr. č. 5 - Růst HDP v České republice a v eurozóně



Zdroj: ČNB⁴⁶

Podobnost struktury ekonomické aktivity s eurozónou by měla snižovat riziko výskytu asymetrických ekonomických šoků. Přetrvávající relativně vysoký podíl

⁴⁵ MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií 2013* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <<http://www.mfcr.cz/cs/zahranicni-sektor/monitoring/maastrichtska-kriteria-a-sladenost-cr/2013/vyhodnoceni-plneni-maastrichtskych-konve-15684>>

⁴⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vyhodnocení současného stupně ekonomické sladěnosti s eurozónou* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

průmyslu (navíc s mimořádně významnou váhou silně procyklického automobilového průmyslu) a nižší podíl služeb ve srovnání s eurozónou může pro českou ekonomiku znamenat vyšší riziko asymetrických šoků, na které nemůže případná společná měnová politika reagovat. Rozdíly ve struktuře se navíc stále prohlubují, a strukturální nesladěnost tak zůstává jedním z rizik z hlediska přijetí společné měny.

Vysoká obchodní a vlastnická provázanost české ekonomiky s eurozónou zvyšuje přínosy z odstranění možných výkyvů vzájemného měnového kurzu a snížení transakčních nákladů. Eurozóna je aktuálně (tj. na základě dat za leden až červenec 2013) partnerem pro 63 % českého vývozu a pro 61 % dovozu, což je úroveň srovnatelná či vyšší než v ostatních sledovaných zemích stojících mimo eurozónu. Poměrně vysoký je také podíl vzájemného vnitrodvětvového obchodu. Míra vlastnické provázanosti měřená stavem přímých investic z eurozóny je v české ekonomice, i přes mírný pokles v roce 2011, stále vyšší než na Slovensku, v Polsku, Maďarsku i Slovinsku.

1.3 Přízpůsobovací mechanismy

Fiskální politika

Fiskální politika může při správném nastavení působit proticyklicky, a být tak stabilizačním prvkem ekonomického vývoje, zatímco v opačném případě se sama může stát zdrojem ekonomických šoků. Čím blíže vyrovnanosti je bilance sektoru vládních institucí ve své strukturální části a čím nižší je akumulovaný dluh vládního sektoru, tím větší je v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a pro případné provádění proticyklických diskrečních opatření.

Česká rozpočtová politika byla charakteristická chronickými schodky a procyklickým působením po většinu sledovaného období. Dodatečné daňové příjmy v letech 2006–2008 nebyly používány na snižování fiskálního deficitu, ale spíše ke generování nových veřejných výdajů. Podobně daňové škrty ovlivňující příjmovou stranu nebyly doprovázeny odpovídajícími úspornými opatřeními na straně výdajů vládního sektoru, a to ani v letech rychlého ekonomického růstu. Žádoucí proticyklický charakter měla fiskální politika zejména v roce 2009, kdy došlo k přijetí vládních protikrizových a jiných opatření. V roce 2010 byla započata fiskální konsolidace, ovšem

za cenu výrazně procyklického restriktivního působení fiskální politiky v letech 2010–2013.

Celkový dluh sektoru vládních institucí České republiky je sice ve srovnání s mnoha státy Evropské unie na nižší úrovni, v uplynulých letech však velmi rychle narůstal. Rizikem pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí je rovněž vysoký a rostoucí podíl mandatorních výdajů spolu s očekávaným vlivem demografických změn na výdaje penzijního systému (tento vliv je zmírňován zvýšením věkové hranice pro odchod do důchodu v rámci parametrických úprav průběžného veřejného důchodového systému) a systému zdravotní péče. Související rizika jsou však ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi menší.

Měnová politika

Rychlá konvergence nominálních úrokových sazeb v souvislosti se vstupem do eurozóny působila v minulosti na některé ekonomiky jako asymetrický šok vyvolávající makroekonomické nerovnováhy a rizika pro finanční stabilitu. Pro zemi plánující vstup do měnové unie je proto výhodou dřívější postupné sblížení úrokových sazeb. Z tohoto pohledu je příznivé, že rozdíl mezi českými úrokovými sazbami a sazbami eurozóny byl dlouhodobě velmi nízký. Diferenciály výnosů státních dluhopisů vůči Německu krátkodobě vzrostly na začátku roku 2009, k jejich dalšímu dočasnému navýšení došlo také vlivem zesílení napětí na finančních trzích v souvislosti s další eskalací dluhové krize eurozóny v první polovině roku 2012. Dlouhodobě však platí, že ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi stojícími mimo eurozónu je úrokový diferenciál českých a německých dlouhodobých úrokových sazeb na výrazně nižší úrovni.

Dalším indikátorem signalizujícím možnost sdílení jednotné měny je dlouhodobě podobný pohyb kurzů měn vůči referenční měně. V porovnání s ostatními sledovanými měnami byla korelace vývoje kurzů české koruny a eura k dolaru relativně vysoká a stabilní. V souvislosti s globální finanční a následně i evropskou dluhovou krizí došlo k dočasnému nárůstu volatility kurzu koruny vůči euru. Korelace kurzů koruny a eura vůči dolaru však zůstala vysoká (korelační koeficient dosahuje hodnot kolem 90%), přičemž je i nadále vyšší než pro polský zlotý a maďarský forint. To naznačuje, že česká měna reaguje na změny vnějšího prostředí podobně jako euro, a indikuje tak vysoký stupeň sladění.

Velikost finančního sektoru je v České republice ve srovnání s eurozónou stále výrazně nižší. Hloubka finančního zprostředkování měřená podílem aktiv finančních institucí k HDP se pohybuje na zhruba čtvrtinové úrovni eurozóny. Poměr bankovních úvěrů soukromému sektoru k HDP dosáhl v roce 2012 v České republice 57 %, a je ve srovnání s eurozónou méně než poloviční. Současná úroveň uvedených ukazatelů v eurozóně však nemusí být optimální, naopak v řadě zemí může být odrazem předluženosti soukromého i veřejného sektoru.

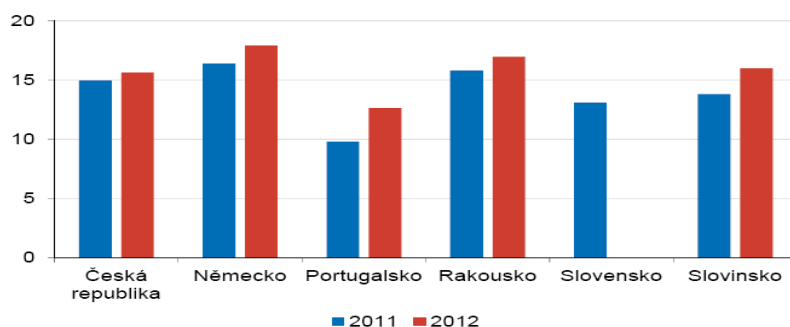
Vliv měnověpolitických sazeb na klientské sazby byl v České republice v minulosti zhruba podobný jako v eurozóně, transmise sazeb je rychlá a u většiny typů úvěrů probíhá v rámci jednoho měsíce. Globální finanční a ekonomická krize vedla k dočasnému zpomalení a oslabení transmise měnověpolitických úrokových sazeb do české ekonomiky v důsledku nárůstu klientských rizikových premií, tento nárůst byl však srovnatelný s jádrovými zeměmi eurozóny. Struktura fixací úrokových sazeb u nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům je podobná jako v eurozóně, přičemž u hypoték dominují v České republice úvěry s relativně kratší fixací (převážně do pěti let) než v eurozóně, kde jsou častěji používány i delší fixace.

K rozdílným dopadům jednotné měnové politiky by mohly vést rozdíly ve strnulosti inflace v zemích měnové unie, nicméně strnulost inflace v České republice je mezi srovnávanými zeměmi průměrná, výrazný není ani rozdíl vůči jádrovým zemím eurozóny. Inflační perzistence tak v české ekonomice nepředstavuje významné riziko pro symetrické působení společné měnové politiky.

Velikost finančního sektoru je v České republice ve srovnání s eurozónou stále výrazně nižší. Hloubka finančního zprostředkování měřená podílem aktiv finančních institucí k HDP se pohybuje na zhruba čtvrtinové úrovni eurozóny. Poměr bankovních úvěrů soukromému sektoru k HDP dosáhl v roce 2012 v České republice 57 %, a je ve srovnání s eurozónou méně než poloviční. Současná úroveň uvedených ukazatelů v eurozóně však nemusí být optimální, naopak v řadě zemí může být odrazem předluženosti soukromého i veřejného sektoru. Bankovní systém v České republice současně ukazuje vysoký stupeň odolnosti a stability, co se týče výše bankovních rezerv

ke krytí možného rizika ztráty. Následující graf ukazuje srovnání kapitálové přiměřenosti⁴⁷ bank v České republice a ve vybraných zemích EU.

Obr. č. 6 - Ukazatel kapitálové přiměřenosti bank V České republice a zemích EU (%)



Zdroj: ECB⁴⁸

Trh práce

Trh práce je dalším z významných mechanismů, jimiž se ekonomika může vyrovnávat s asymetrickými šoky při absenci samostatné měnové politiky. Ačkoliv je pružnost českého trhu práce ve srovnání s ostatními evropskými ekonomikami spíše průměrná, nelze z hlediska přizpůsobovacích schopností po případném přijetí eura hodnotit tento stav jako dostatečný. Mezi slabá místa nadále patří přetrvávající relativně vysoké implicitní zdanění práce a poměrně nízká mobilita pracovní síly. Objem vnitřního stěhování v rámci České republiky patří mezi nižší. Do roku 2008 rostoucí celkové zastoupení cizích státních příslušníků v populaci se následně v souvislosti s nižší poptávkou po zahraniční pracovní síle v období utlumené ekonomické aktivity zastavilo na hodnotách nižších, než je typické pro vyspěl země eurozóny.

V České republice i nadále přetrvávají významné regionální rozdíly v nezaměstnanosti mezi jednotlivými kraji. Na druhé straně lze na trhu práce vidět známky zlepšení pružnosti, když je v poslední době v reakci na hospodářský útlum pozorováno zvýšené využívání zkrácených úvazků namísto propouštění či snižování

⁴⁷ Kapitálová přiměřenost – Capital Adequacy Ratio (CAR) je základní ukazatel, kterým se měří finanční zdraví a stabilita banky. Udává, kolik má banka vytvořených rezerv k tzv. rizikově váženým aktivům. Minimální hodnota platná od roku 1988 a závazná dle tzv. Basilejských dohod je 8 %.

⁴⁸ EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA: *Pokrok při operačním provádění nařízení o jednotném mechanismu dohledu SSM, Čtvrtletní zpráva* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmqr20141cs.pdf>>

mezd. Dlouhodobá i strukturální nezaměstnanost se tak v České republice sice mírně zvýšila, avšak mezi srovnávanými zeměmi stále patří k nejnižším.

Reakce mezd na hospodářský cyklus může přispět ke schopnosti ekonomiky vstřebat šoky, na které nemůže reagovat společná měnová politika. V České republice lze z dlouhodobějšího pohledu pozorovat relativně silnou reakci nezaměstnanosti na fázi hospodářského cyklu a zároveň slabou, resp. opožděnou reakci reálných mezd na vývoj nezaměstnanosti. To naznačuje, že se ekonomické šoky v minulosti promítaly spíše do nezaměstnanosti, místo aby byly tlumeny vývojem reálných mezd, které jsou málo pružné. V posledním období však dochází v České republice k přizpůsobení trhu práce prostřednictvím již zmíněného využívání kratších úvazků a zároveň poklesu reálných mezd.

PRAKTICKÁ ČÁST

2 DEVIZOVÉ INTERVENCE

Téma devizových intervencí České národní banky z podzimu minulého roku, které byly a jsou namířeny k oslabení devizového kurzu české koruny vůči euru i dalším světovým měnám, byly a jsou stále hojně diskutovaným tématem. Devizové intervence mají svoje zastánce i odpůrce a argumentace každého z názorových táborů mají svůj racionální základ a dají se dobře obhájit, resp. i vyvrátit.

K devizovým intervencím přistoupila Česká národní banka v průběhu zadání mé práce a v průběhu řešení její teoretické části. V teoretické části jsem se zabývala základními charakteristikami konvergence, které dle mého názoru tkví v konvergenci základních makroekonomických a fiskálně-monetárních charakteristik české ekonomiky, tedy ve vývoji reálného HDP a HDP na obyvatele a ve vývoji plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií, tedy ukazatelů cenové stability, udržitelnosti veřejných financí, kurzového režimu v rámci mechanismu ERM II a dlouhodobých úrokových sazeb.

Z výše uvedených důvodů jsem si zvolila problematiku devizových intervencí jako problematiku k analýze v praktické části práce. Oslabení koruny devizovými intervencemi je expanzivním opatřením podporujícím český export, hospodářský růst a mající za cíl podpořit i domácí agregátní poptávku utlumenou deflačními očekáváním. Souběžným důsledkem tohoto opatření však může být i růst cenové hladiny v domácí ekonomice a možné eventuelní problémy s naplněním cíle České národní banky v oblasti režimu cílování inflace.

2.1 Devizové intervence jako monetární nástroj

Devizové intervence jsou nákupy či prodeje cizích měn za českou korunu Českou národní bankou na devizovém trhu, jejichž cílem může být buď tlumení volatility na devizovém trhu a/nebo uvolnění popř. zpřísnění měnové politiky. Devizové intervence nejsou v režimu cílování inflace běžně používaným nástrojem. Tím jsou

zejména úrokové sazby. Nicméně za jistých okolností může nastat situace, kdy je zapotřebí devizových intervencí využít. Příkladem takové situace je snížení měnověpolitických úrokových sazeb na tzv. „technickou nulu“, kdy případné další potřebné uvolnění měnové politiky lze docílit oslabením kurzu koruny. V této situaci se ČNB ocitla na podzim 2013, kdy bankovní rada přijala kurzový závazek intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.

Cíl použití kurzu jako dalšího měnověpolitického nástroje – a tedy použití devizových intervencí k oslabení koruny – je stejný jako u úrokových sazeb. To znamená udržet cenovou stabilitu v české ekonomice v souladu s inflačním cílem ČNB (od roku 2010 je platný inflační cíl ČNB ve výši 2 %). Jde tedy jinými slovy o snahu významně omezit riziko deflace a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby. Vývoj základních úrokových sazeb ČNB od roku 2012 ukazuje následující tabulka. Z ní je zřejmé, že změna a regulace úrokových sazeb jako základního nástroje pro řízení měnové politiky je v současnosti prakticky vyčerpána, neboť dvě nejpoužívanější sazby – diskontní a dvoutýdenní repo sazba – jsou na technicky nulové hodnotě.

Tabulka č. 7 - Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 2012 do současnosti (%)

| Změna k datu | Diskontní sazba | Dvoutýdenní repo sazba | Lombardní sazba |
|---------------------|------------------------|-------------------------------|------------------------|
| 29.6.2012 | 0,50 | 0,25 | 1,50 |
| 1.10.2012 | 0,25 | 0,10 | 0,75 |
| 2.11.2012 | 0,05 | 0,05 | 0,25 |

Zdroj: ČNB⁴⁹

⁴⁹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Změny nastavení základních měnově politických nástrojů od roku 1993* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie>

2.2 Historie devizových intervencí a jejich vliv na hospodaření ČNB

Devizové intervence centrálních bank jsou standardním a poměrně často používaným měnově politickým nástrojem. Oslabení měny v zásadě vede ke zvýšení konkurenceschopnosti exportovaného zboží, neboť toto zboží na zahraničních trzích zlevní. Naopak zvyšuje cenu importovaného zboží, takže tím stimuluje poptávku po zboží domácí výroby a tím vylepšuje obchodní bilanci země a ukazatel čistého exportu.

Česká národní banka naposledy intervenovala v roce 2002. Cíl tehdejších intervencí byl do značné míry jiný než dnes. Tehdy bylo cílem zabránit zpříšňování měnových podmínek a snížit výraznou volatilitu kurzu koruny, a to v podmínkách nenulových úrokových sazeb. Současné intervence jsou prováděny výhradně s cílem uvolnit měnové podmínky prostřednictvím měnového kurzu a dosáhnout dvouprocentního inflačního cíle v situaci, kdy úrokové sazby dosáhly svého technického omezení (technicky nulové hladiny) a nelze je dále snižovat ve snaze o další uvolnění měnové politiky.

Podle článku 98 Ústavy ČR a v souladu s primárním právem EU je hlavním cílem činnosti ČNB péče o cenovou stabilitu.⁵⁰ Cílem ČNB proto není maximalizace jejího zisku. Lze nicméně očekávat, že ve střednědobém horizontu oslabení kurzu zlepší hospodaření ČNB z toho důvodu, že oslabený kurz zvýší korunovou hodnotu držených devizových rezerv, a tím vytvoří účetní zisk ČNB. V dlouhodobém horizontu zvýšení devizových rezerv přirozeně zvýší citlivost účetních výsledků ČNB na vývoj kurzu koruny, ale to nebude mít dle provedených výpočtů výrazný dopad na schopnost ČNB v budoucnu plně uhradit svou současnou kumulovanou ztrátu.

2.3 Technické a měnové souvislosti devizových intervencí

Kurz koruny se nestal novým cílem měnové politiky, ale pouze jejím nástrojem používaným v tuto chvíli místo úrokových sazeb k plnění inflačního cíle. Bankovní rada ČNB rozhodla o používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky, a tedy o zahájení devizových intervencí, dne 7. listopadu 2013. Tento nástroj je pro Českou

⁵⁰ Srov. Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, Hlava VI., článek 98 zákona č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky

republiku, která je malou otevřenou ekonomikou s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, účinnější k uvolnění měnových podmínek než jiné nástroje. Použití devizových intervencí jako vhodného nástroje proti deflačním rizikům nedávno doporučila ČR i hodnotící mise Mezinárodního měnového fondu. O tom, že dalším případným nástrojem uvolnění měnové politiky po dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb bude kurz koruny, rozhodla bankovní rada již na podzim roku 2012.

Na základě mandátu uděleného bankovní radou nakupuje Sekce bankovních obchodů ČNB dle potřeby a podmínek na trhu zahraniční měnu tak, aby dosáhla požadovaného uvolnění měnových podmínek. Na devizovém trhu bude ČNB v případě potřeby intervenovat na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euro – v souladu s rozhodnutím bankovní rady – poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Jinými slovy, ČNB vnímá kurzový závazek jako asymetrický, tj. jednostranný ve smyslu toho, že nepřipustí posílení kurzu na úroveň, které by už nebylo možné interpretovat jako „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. Na objem nákupů neexistuje žádné omezení. ČNB může jakožto centrální banka nakoupit libovolné množství cizí měny. Kurz bude v následujícím období poblíž 27 korun za euro nebo i slabší. Případné odchylky na slabší úroveň kurzu, než je 27 korun za euro, budou určovány nabídkou a poptávkou na mezibankovním devizovém trhu. Následující graf ukazuje vývoj kurzu české koruny k euro v roce 2013 s názorným posunem kurzu po devizové intervenci České národní banky.

Obr. č. 7 - Vývoj kurzu české koruny k euro v roce 2013



Zdroj: ČNB⁵¹

⁵¹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vybrané devizové kurzy – CZK/EUR – grafy* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form_js.jsp>

2.4 Časový horizont devizových intervencí

Česká národní banka je dle řady vyjádření rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude nutno k plnění jejího inflačního cíle. Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad (technicky) nulovou úroveň. Přitom lze předpokládat, že potřeba uvolněné měnové politiky bude trvat delší období. Ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky bude po příslušném měnověpolitickém rozhodnutí bankovní rady oznámeno podobně jako jeho zahájení. Jak uvádí prohlášení bankovní rady ČNB zveřejněné po posledním měnověpolitickém jednání 6. 2. 2014, bankovní rada předpokládá udržování současného kurzového závazku přinejmenším do začátku roku 2015.⁵²

Smyslem tohoto dlouhodobého závazku je poskytnout podnikům a vlastně celé ekonomice zcela mimořádnou míru jistoty ohledně vývoje kurzu koruny. Jinými slovy, ČNB přijetím tohoto závazku zajišťuje všechny subjekty v ekonomice na řadu měsíců dopředu proti posílení kurzu významněji pod hladinu 27 korun za euro.⁵³

2.5 Vliv devizových intervencí na ekonomiku

Oslabení kurzu koruny vede ke zvýšení dovozních cen, a tím i celkové cenové hladiny v tuzemsku. V menší míře podpoří i domácí ekonomickou aktivitu. Vlivem nárůstu dovozních cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, jejich poptávka však může být ve zvýšené míře přeměrována k domácím zboží a službám a podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podporuje české vývozy, a tím roste konkurenceschopnost a ziskovost podniků a i jejich ochota investovat. Oživení výroby následně přispívá k nárůstu zaměstnanosti a mezd, což zvyšuje kupní sílu domácností.

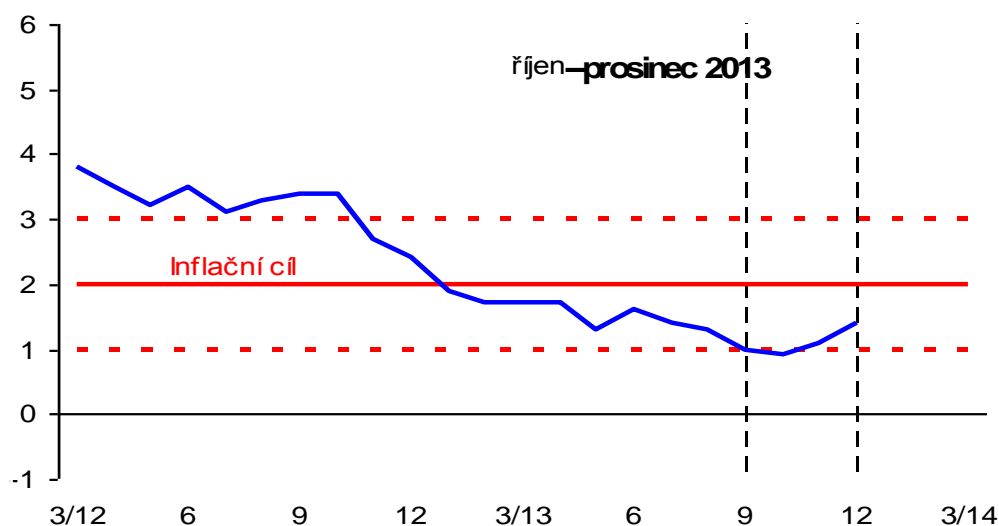
⁵² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Prohlášení bankovní rady pna tiskové konferenci po měnovém zasedání* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW:

<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2014/140205_prohlaseni.html>

⁵³ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kurzový závazek aneb jak ČNB drží kurz u 27 Kč za euro* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html>

Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad (technicky) nulovou úroveň. Zde je třeba zmínit článek 98 Ústavy ČR⁵⁴, který cenovou stabilitu vidí jako hlavní cíl činnosti ČNB. Tento závazek je plně slučitelný s primárním právem EU. V posledních dvou letech měla česká ekonomika spíše tendenci k deflačnímu vývoji, takže obavy z růstu inflace, byť po devizových intervencích, se nezdají opodstatněné. Následující graf ukazuje vývoj indexu spotřebitelských cen v České republice.

Obr. č. 8 - Vývoj indexu CPI v České republice od března 2012 do března 2014



Zdroj: ČNB⁵⁵

2.5.1 Důvody devizových intervencí

Česká ekonomika prošla v posledních dvou letech obdobím hospodářského útlumu, který se nepříznivě odrazil v nárůstu nezaměstnanosti, v poklesu příjmů a spotřeby domácností, stejně jako zisků a investic firem. Česká národní banka reagovala na uvedený vývoj tím, že bezezbytku využila svého hlavního měnověpolitického

⁵⁴ Hlava VI, článek 98 Ústavy ČR: (1) Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu; do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona. (2) Postavení, působnost a další podrobnosti stanoví zákon.

⁵⁵ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Zpráva o inflaci 1/2014* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/zoj_2014_I_grafy.html>

nástroje, když v závěru roku 2012 snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %). Dále se ČNB zavázala, že na této rekordně nízké hladině budou úrokové sazby ponechány tak dlouho, jak bude potřeba. Cílem ČNB přitom v souladu s jejím zákonným mandátem bylo a je udržet cenovou stabilitu, a tím přispívat ke stabilnímu vývoji české ekonomiky. ČNB proto současně již od podzimu roku 2012 komunikovala připravenost použít své další nástroje v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. Pro tento účel byl z mnoha dobrých důvodů vybrán měnový kurz. Již samotné vyhlášení ČNB, že je připravena kurzu použít, vedlo koncem roku 2012 a začátkem roku 2013 k oslabení kurzu koruny, které umožnilo zbrzdit dezinflační tendence a pomohlo ekonomice se přeci jen trochu nadechnout.

Ukázalo se, že recese a útlum na trhu práce odeznívají jen velmi pomalu a jejich protiinflační dopady vedou spolu s poklesem cen surovin a energií k dalšímu snižování inflace. Ta začátkem příštího roku klesne k nule, po očištění o úpravy spotřebních daní na cigarety dokonce úhrnná cenová hladina začne (zatím jen mírně) klesat. Ceny mnoha položek spotřebního koše (zejména ceny spotřebního zboží) přitom klesají již delší dobu. Proto ČNB jednala, aby dostála svému zákonnému mandátu, kterým je péče o cenovou stabilitu.

2.5.2 Alternativní scénář bez devizových intervencí ČNB

Bez dalšího uvolnění měnové politiky ČNB hrozilo, že se dosavadní poměrně stabilní kurzový vývoj přeruší a koruna začne výrazně posilovat. Současně v poslední době zesílil pokles inflačních očekávání podniků, domácností i finančních trhů. Předchozí úsilí ČNB uvolnit měnové podmínky (tj. oslabit reálný měnový kurz a snížit reálné úrokové sazby) tak mohlo být bez další akce zvráceno. Takové nežádoucí zpřísnění měnové politiky by dále zesílilo protiinflační tendence v ekonomice, tj. zbrzdilo či zcela zastavilo počínající oživení a zlepšování situace na trhu práce a uvrhlo ekonomiku do další vlny recese či dokonce do deflace, tj. do setrvalého poklesu cenové hladiny.

Pokles cen nakupovaného zboží a služeb, který je na úrovni jednotlivce jako spotřebitele zdánlivě pozitivní skutečností, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevídaným. Centrální banky všude ve světě se maximálně snaží

rizikům takového vývoje předcházet. V očekávání poklesu cen totiž řada podniků či domácností odkládá své nákupy na pozdější dobu, což ovšem vede k tomu, že chybí, resp. se v čase odsouvá poptávka. Není-li poptávka, není potřeba tolik vyrábět, firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků, což tlačí na další pokles cen. A tak dokola. Říká se tomu deflačně-recesní spirála, z níž není snadné cesty ven, když už se do ní nějaká ekonomika dostane. Nesmírně negativní zkušenost s deflačním vývojem ve 30. letech minulého století je v tomto ohledu stále silným mementem pro všechny hospodářsko-politické autority, zejména pak pro centrální banky. Negativní zkušenost s deflací má v posledních dvou desetiletích rovněž Japonsko. ČNB se proto v souladu se svým mandátem pečovat o cenovou stabilitu rozhodla konat tak, aby výše uvedené riziko vyloučila, tj. aby zajistila rychlejší návrat inflace do dvouprocentního cíle, tj. do bezpečné vzdálenosti od deflačních vod.

Podle předpokladů ČNB by se při nečinnosti měnové politiky mohla česká ekonomika v příštím roce dostat do deflace trvající přinejmenším 2-3 čtvrtletí. To je ovšem velmi optimistický předpoklad, protože jak ukazuje historická zkušenost, deflaci může být velmi obtížné zastavit, jakmile se jednou rozjede. Proto její prevence je lepší než pokusy o následnou léčbu. Díky oslabení kurzu hrozba deflační pasti pomine a ekonomický růst zrychlí. Dle kvantifikace ČNB hrubý domácí produkt v roce 2014 díky slabšímu kurzu vzroste o 2,1 %. V případě nečinnosti měnové politiky by ekonomika oživovala podstatně pomaleji.

DISKUSE

Česká národní banka při devizových intervencích do 20. listopadu nakoupila devizy v hodnotě zhruba 200 miliard Kč. Prodáváním korun a nákupy deviz ČNB při intervencích na devizovém trhu po oznámení rozhodnutí bankovní rady velmi rychle oslabila kurz koruny na úroveň poblíž 27 Kč za euro ve snaze předejít riziku škodlivé deflace a udržet cenovou stabilitu. Odhadovaná suma 200 mld. euro – která nebyla bankou oficiálně potvrzena, tvoří čtvrtinu až pětinu jejích devizových rezerv. Podle vyjádření banky bude banka v intervencích pokračovat, pokud bude třeba a kurz vykáže tendenci k opětovnému posilování. Podle vyjádření některých členů bankovní rady by se kurz měl držet hlouběji pod 27 Kč, spíše však k 28 Kč za euro. Lze předpokládat, že ani takto nízký kurz koruny nebude mít výraznější proinflační vliv.

Bankovní rada ČNB rozhodla o používání devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek 7. listopadu 2013. Prodejem korun a nákupy eur chce ČNB bránit "přílišnému posílení" kurzu koruny pod úroveň 27 korun za euro. Analytici po zahájení intervencí odhadovali, že ČNB vydala na nákupy deviz po prvních intervencích dalších přibližně 100 miliard Kč, když nakoupila 3 až 5 miliard euro. Razance intervencí svědčí o jednoznačném a silném závazku ČNB držet kurz koruny v blízkosti hranice 27 Kč za euro, či ještě níže. A právě tato razance intervencí, které navíc často doprovází komentáře členů bankovní rady svědčící o odhodlání centrální banky, mohou snížit potřebu reálných zásahů na trhu do budoucna. Bilanční suma ČNB podle údajů o dekádní bilanci stoupla k 20. listopadu 2013 na 1 077 miliardy korun.

ČNB zveřejňuje ukazatele o bilanci a devizových rezervách pravidelně. Stav devizových rezerv ke konci listopadu byl zveřejněn 6. prosince 2013. Devizové rezervy zahrnují likvidní zahraniční aktiva ČNB ve směnitelných měnách. Mezi devizové rezervy řadí monetární zlato, zvláštní práva čerpání, rezervní pozici u Mezinárodního měnového fondu a krátkodobá aktiva ve vztahu k zahraničí (tj. vklady, cenné papíry, valuty a jiná aktiva). Řada ekonomů však průvodní a sekundární jevy intervencí nepovažuje za podstatné a žádoucí. Tvrdí, že posláním centrální banky a jejím hlavním

cílem není ani hospodářský růst, ani nízká nezaměstnanost a ani růst devizových rezerv země, ale hlavně a primárně cenová stabilita v ekonomice.

Intervence na devizovém trhu je běžný obchod. Intervence tak podle ČNB nejsou prostým utrácením korun, ale jsou investicí a vedou k nárůstu devizových rezerv ČNB. „Za nulových úrokových sazeb centrální banka při intervencích vydává české koruny bez jakýchkoli nákladů. Eura, která za koruny při intervencích nakupuje, investuje ČNB do kvalitních cenných papírů, zejména vládních dluhopisů zemí jako jsou Spojené státy, Německo, Švédsko, Kanada, Austrálie,“ uvádí dnešní tiskové prohlášení ČNB s tím, že finanční krize ukázala, že výhodou pro finanční stabilitu země jsou spíše vyšší než nižší devizové rezervy. Devizové rezervy ČNB dosáhly k 31.1.2014 výše 56.231 mil. USD, oproti 45.664 mil. USD před rokem⁵⁶, tj. meziročně o přibližně o 23 %.

Oblast devizových intervencí a v širším slova smyslu oblast řízení a naplňování měnové politiky centrální bankou je oblastí s různými možnými úhly interpretace a výkladu. V zásadě jde o oblast měnové politiky a financí, tedy oblast společenskovední, do které vstupuje celá řada exogenních vlivů a vlivů mimo vlastní měnovou politiku a ekonomickou vědu, ať již jde o vlivy politické, historické, kulturní apod. Celá řada vybraných ekonomik světa poněkud podivuhodně funguje s vysokou inflací po celé desetiletí, jiné ekonomiky naopak – na základě historických zkušeností – dbají na nízkou inflaci i za cenu pomalejšího hospodářského růstu. Česká národní banka – zřejmě pro absenci konzistentní mnohaleté státní hospodářské politiky – vzala na sebe částečně i úkol hospodářského oživení české ekonomiky a jejího růstu.⁵⁷ Vzájemná dichotomie těchto cílů je rovněž zřejmě příčinou rozdílného výkladu devizových intervencí ČNB, od naprostého odmítání tohoto kroku s odvoláním, že jde o úkol vlády, až po souhlasné stanovisko, že jde o jednu či jedinou možnost, jak vyvést českou ekonomiku z krize. Pravda, zdá se, bude někde uprostřed.

⁵⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Devizové rezervy – struktura* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/platbejni_balance_stat/devizove_rezervy/drs_struktura_cs.htm>

⁵⁷ § 2 odst. 1 zákona č. 6/1993 Sb., o ČNB, Hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.

ZÁVĚR

Oblast ekonomické konvergence domácí ekonomiky s ekonomikami vybraných zemí EU je poměrně širokým a komplikovaným okruhem problematiky. Ať již jde o volbu měřitelných nástrojů a veličin, které jsou pro měření úrovně konvergence vhodné, tak i o jejich následnou správnou a náležitou interpretaci. Interpretace zjištěných výsledků je obtížná především v tom, že jednotlivé různě se vyvíjející ekonomické veličiny a agregáty jsou pro jednu skupinu obyvatel vhodné, pro jinou nikoliv. Zjištěná analýza tak musí být interpretována a pochopena ve svojí komplexnosti a při vědomí rozdílů preferencí jednotlivých sociálních skupin.

Tato komplikovanost se může týkat například i agregátů, jejichž vývoj lze interpretovat a vysvětlovat poměrně jednoznačně. Například růst reálného HDP je pozitivní ekonomickou realitou, aby však bylo možno toto říci zcela jednoznačně, je třeba vyhodnotit jeho vnitřní strukturu. Tedy stojí-li za tímto růstem například růst spotřeby domácností či zvýšené státní výdaje a následně čím jsou tyto výdaje financovány. Pokud jsou financovány nárůstem deficitu a útratami na dluh, jde o jev převážně škodlivý, neboť úrokové zatížení v budoucnu zatíží soukromé a veřejné rozpočty, a tím opět vytlačí spotřebu a investice. Rovněž tak růst reálného HDP tažený čistým exportem je jevem, který je třeba blíže vysvětlit. Pokud byl tento export stimulován devizovými intervencemi a poklesem kurzu měny, bude mít toto opatření negativní vliv na stabilitu cenové hladiny domácí ekonomiky.

Vlivem globální finanční a hospodářské krize vyplynula na povrch strukturální slabost některých ekonomik a nízká institucionální připravenost eurozóny na řešení krizových situací. Reakcí na to bylo zahájení záchranných a posléze reformních kroků, které mají značné dopady na fungování měnové unie. Pro země se závazkem budoucího přijetí eura, jako je Česká republika, je tak důležité vedle svých domácích parametrů ekonomické sladění s eurozónou sledovat i institucionální a hospodářský vývoj v zemích jednotné evropské měny a v eurozóně jako celku.

Déletrvající ekonomický útlum v eurozóně (zejména v jejím jižním křídle) vede k otázce, zda je existence měnové unie v současném složení rozdílně výkonných ekonomik optimální. Přes splnění Maastrichtských konvergenčních kritérií (v případě

Řecka zčásti jen díky nepřesným statistikám) před přijetím eura jsou země eurozóny různorodé a v souvislosti s dluhovou krizí se některé z rozdílů mezi nimi ještě prohloubily. V roce 2011 a 2012 se dokonce spekulovalo o neudržitelnosti měnové unie, v posledním roce nicméně došlo k uklidnění situace, přestože řada problémů v eurozóně přetrvává.

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

Vývoj v eurozóně v posledních letech přitom na jedné straně poukazuje na rozdílnost jednotlivých zemí měnové unie, na straně druhé vede ke změně jejího institucionálního nastavení, čímž může výrazně měnit přínosy a náklady přijetí eura. Budoucí podoba hospodářskopolitického uspořádání měnové unie přitom mění náhled na ekonomické přínosy a náklady plynoucí z přistoupení. Vedle cíle v podobě fiskální konsolidace usilovala hospodářská politika EU v posledním období intenzivněji také o podporu oživení hospodářského růstu. Eurozóna přitom dále zrychlila svůj postup na cestě k výrazně posílené koordinaci a integraci v oblasti hospodářské politiky, a to zejména na poli budování tzv. bankovní unie. Od loňského podzimu funguje výše zmíněný záchranný fond eurozóny ESM – European Stability Mechanism, který by měl rozšířit svou působnost i na přímou rekapitalizaci bank poté, co bude ustaven jednotný mechanismus dohledu.

Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený stupeň reálné ekonomické konvergence. Před vypuknutím krize česká ekonomika reálně konvergovala k eurozóně, tento trend se však v roce 2009 zastavil a od té doby relativní

ekonomická úroveň České republiky vůči eurozóně stagnuje. V posledních letech dosahuje HDP na obyvatele zhruba tří čtvrtin průměru eurozóny. Také v případě cenové hladiny HDP došlo vlivem krize k přerušení procesu sblížení, když se cenová hladina zastavila na úrovni kolem 70 % průměru eurozóny. Cenová hladina se tak nadále nachází na mírně nižší hodnotě, než by odpovídalo dosažené výkonnosti ekonomiky. Podobnost struktury ekonomické aktivity s eurozónou by měla snižovat riziko výskytu asymetrických ekonomických šoků. Přetrvávající relativně vysoký podíl průmyslu (navíc s mimořádně významnou váhou silně procyklického automobilového průmyslu) a nižší podíl služeb ve srovnání s eurozónou může pro českou ekonomiku znamenat vyšší riziko asymetrických šoků, na které nemůže případná společná měnová politika reagovat. Rozdíly ve struktuře se navíc stále prohlubují, a strukturální nesladěnost tak zůstává jedním z rizik z hlediska přijetí společné měny.

Rychlá konvergence nominálních úrokových sazeb v souvislosti se vstupem do eurozóny působila v minulosti na českou ekonomiku jako asymetrický šok vyvolávající makroekonomické nerovnováhy – především hrozbu vyšší inflace či pouhých inflačních očekávání. Pro zemi plánující vstup do měnové unie, jako je Česká republika, je proto výhodou dřívější postupné sblížení úrokových sazeb. Z tohoto pohledu je příznivé, že rozdíl mezi českými úrokovými sazbami a sazbami eurozóny byl dlouhodobě velmi nízký.

Dalším indikátorem signalizujícím možnost sdílení jednotné měny je dlouhodobě podobný pohyb kurzů měn vůči referenční měně. V porovnání s ostatními sledovanými měnami byla korelace vývoje kurzů české koruny a eura k dolaru relativně vysoká a stabilní. To naznačuje, že česká měna reaguje na změny vnějšího prostředí podobně jako euro, a indikuje tak vysoký stupeň sladěnosti.

Stupeň euroizace⁵⁸ v České republice je dlouhodobě nízký a je dán vysokou důvěrou ekonomických subjektů v domácí měnu, dlouhodobě nízkou a stabilní inflací, plovoucím kurzem a nízkými úrokovými sazbami. Využití zahraniční měny je soustředěno především do sektoru podniků zapojených do zahraničního obchodu.

⁵⁸ Euroizace – pojem používaný například na webových stránkách ČNB či MFČR, který označuje spontánní používání eura mimo eurozónu pro účely transakcí nebo jako uchovatel hodnoty či kapitálu.

Fiskální politika může při správném nastavení působit proticyklicky, a být tak stabilizačním prvkem ekonomického vývoje, zatímco v opačném případě se sama může stát zdrojem ekonomických šoků. Čím blíže vyrovnanosti jsou veřejné rozpočty ve své strukturální části a čím nižší je akumulovaný dluh veřejných financí, tím větší je v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a pro případné provádění proticyklických diskrečních opatření. Celkový dluh sektoru vládních institucí České republiky je sice ve srovnání s mnoha státy Evropské unie na nižší úrovni, v uplynulých letech však velmi rychle narůstal. Rizikem pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí je rovněž vysoký a rostoucí podíl mandatorních výdajů spolu s očekávaným vlivem demografických změn na výdaje penzijního systému (tento vliv je zmírňován zvýšením věkové hranice pro odchod do důchodu v rámci „malé“ důchodové reformy) a systému zdravotní péče. Související rizika jsou ale ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi menší.

ANOTACE

| | |
|--|--|
| Příjmení a jméno autora: | Dagmar Hradečná |
| Instituce: | Moravská vysoká škola Olomouc |
| Název práce v českém jazyce: | Analýza úrovně konvergence České republiky se zeměmi eurozóny |
| Název práce v anglickém jazyce: | Czech and EU Economies Convergence Level Analysis |
| Vedoucí práce: | doc. Ing. Richard Pospíšil Ph.D. |
| Počet stran: | 57 |
| Počet příloh: | 0 |
| Rok obhajoby: | 2014 |
| Klíčová slova v českém jazyce: | Česká národní banka, Maastrichtská kritéria, měnová politika, devizové intervence, měnový kurz, konvergence |
| Klíčová slova v anglickém jazyce: | Czech National Bank, Maastricht criterion, monetary policy, currency interventions, exchange rate, convergence |

Deset let od vstupu České republiky do EU se znovu nabízí aktuální otázka analýzy ekonomické konvergence České republiky se zeměmi EU. Toto desetiletí bylo naplněno poměrně hlubokými změnami, kdy se střídalo období prosperity s následnou krizí. V práci byly analyzovány ekonomické proměnné upravené v podobě Maastrichtských konvergenčních kritérií – ukazatel cenové stability, úrovně zadluženosti a deficitu veřejných rozpočtů, stability měnového kurzu a úrokových sazeb. V průběhu zadání a zpracování práce přistoupila Česká národní banka k devizovým intervencím oslabujícím kurz české koruny, což se stalo základem pro praktickou část práce. Práce analyzuje dopad kurzových intervencí na hospodářský růst v České republice a predikuje a komparuje vývoj hospodářství bez těchto intervencí. Analýzou bylo zjištěno, že kurzové intervence přispěly k hospodářskému růstu a zároveň nedošlo k ohrožení naplnění hlavního cíle měnové politiky České národní banky, kterým je cenová stabilita.

Since the Czech Republic joined the EU ten years ago there is again a current question about the Czech Republic economic convergence analysis. This decade was filled with rather deep changes when periods of boom was taking turns subsequent crises. There were analysed the economic variables adapted for the shape of the Maastricht convergent criterion – the indicator of price stability, government budget deficit, exchange rate and joining Exchange rate mechanism and the interest rate stability in the piece of work. The Czech National Bank approached the foreign exchange interventions to weaken the Czech crown exchange rate during the assignment and processing which became a framework of the practical part of the work. The work analyses an exchange rate interventions impact for the economic growth in the Czech Republic, predicts and compares an economy course without the preceding interventions. It was found out by analysis the exchange rate interventions contributed to the economy growth and nevertheless the Czech National Bank main goal of monetary politics – the price stability was not endanger.

LITERATURA A PRAMENY

Seznam literatury

BACKHAUS, J., a WAGNER, R. *Handbook of Public Finance*, USA: Springer, 2004. 554 s. ISBN 978-1-4020-7865-4

BOECKH, J. A. *The Great Reflation*, USA, New Jersey: John Wiley & Sons, 2010. 314 s. ISBN 978-0-470-53877-7

GRUBER, J. *Public Finance and Public policy*, USA: Worth Publisher, 2012. 700 s. ISBN 978-1429-219-495

HAMERNÍKOVÁ, B., a MAAYTOVÁ, A. *Veřejné finance*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. 340 s. ISBN 978-80-735-74-970

MISES, L. von *The Theory of Money and Credit*, USA, Organado: Signalman Publishing, 2009. 445 s. ISBN 978-1442-175-952

OCHRANA, F., a PAVEL, J., a VÍTEK, L. *Veřejný sektor a veřejné finance*, 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 261 s. ISBN 978-80-247-3228-2

POSPÍŠIL, R. *Veřejná ekonomika – současnost a perspektiva*, 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2013. 195 s. ISBN 978-80-7431-112-3

REVENDA, Z. a kol. *Centrální bankovníctví*, 3. vyd. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-240-6

REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*, 5. vyd. Praha: Management Press, 2012. 424 s. ISBN 978-80-7261-051-1

Seznam elektronických zdrojů

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, <<http://www.cnb.cz>>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Změny nastavení základních měnově politických nástrojů od roku 1993* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vybrané devizové kurzy – CZK/EUR – grafy* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form_js.jsp>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Prohlášení bankovní rady pna tiskové konferenci po měnovém zasedání* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2014/140205_prohlaseni.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kurzový závazek aneb jak ČNB drží kurz u 27 Kč za euro* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Zpráva o inflaci 1/2014* [online]. [cit. 01-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/zoi_2014_I_grafy.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Devizové rezervy – struktura* [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_struktura_cs.htm>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - kritérium cenové stability*

[online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - kritérium dlouhodobě*

udržitelného stavu veřejných financí [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - Kritérium stability kurzu měny a*

účasti v ERM II [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Kritéria konvergence - Kritérium dlouhodobých*

úrokových sazeb [online]. [cit. 04-03-2014]. Dostupné na WWW:

<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Harmonizovaný index spotřebitelských cen* [online]. [cit.

22-02-2014]. Dostupné na WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Stupeň ekonomické konvergence vybraných států*

k eurozóně [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních*

kritérií, [online]. [cit. 22-02-2014]. Dostupné na WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2013.pdf>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vybraný devizový kurz CZK/EUR – graf* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW:
<http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form_js.jsp>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Vyhodnocení současného stupně ekonomické sladěnosti s eurozónou* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW:
<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, <<http://www.czso.cz>>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Notifikace vládního deficitu a dluhu, 2013 – 2016* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW:
<http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/eurostat_potvrdil_notifikace_vladniho_deficitu_a_dluhu_za_ceskou_republiku20121022>

EUROSTAT: *General Government Gross Debt (Maastricht criterion)* [online]. [cit. 27-02-2014]. Dostupné na WWW:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=TIPSGO10>

EUROSTAT: *EU government deficit at 2,2 % of GDP and public debt at 69,0 % of GDP* [online]. [cit. 03-03-2014]. Dostupné na WWW:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15092003-AP/EN/2-15092003-AP-EN.HTML>

EUROSTAT, LONG-TERM INTEREST RATES: *Maastricht criterion interest rates* [online]. [cit. 25-02-2014]. Dostupné na WWW:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_SDDS/EN/irt_lt_mcby_esms.htm>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, <<http://www.ecb.eu>>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA: *Pokrok při operačním provádění nařízení o jednotném mechanismu dohledu SSM, Čtvrtletní zpráva* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmqr20141cs.pdf>>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, <<http://www.mfcr.cz>>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií 2013* [online]. [cit. 28-02-2014]. Dostupné na WWW: <<http://www.mfcr.cz/cs/zahranicni-sektor/monitoring/maastrichtska-kriteria-a-sladenost-cr/2013/vyhodnoceni-plneni-maastrichtske-konve-15684>>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY: *Vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně sladění ČR s eurozónou* [online]. [cit. 11-12-2013]. Dostupné na WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbcr/euro/Vyhodnoceni_Maastricht_2012_pdf. >

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, <<http://www.mpo.cz>>

THE GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT: *World Economic Forum* [online]. [cit. 10-12-2013]. Dostupné na WWW: <<http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>>

Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava ČR, Hlava VI., článek 98 zákona č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, § 2 odst 1 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance

SEZNAM TABULEK

| | |
|--|-------|
| Tabulka č. 1 - HDP na obyvatele v paritě kupní síly..... | 15 |
| Tabulka č. 2 - Průměrná cenová hladina HDP | 15,16 |
| Tabulka č. 3 - Harmonizovaný index spotřebitelských cen | 18 |
| Tabulka č. 4 - Saldo sektoru vládních institucí | 21 |
| Tabulka č. 5 - Dluh sektoru vládních institucí..... | 22 |
| Tabulka č. 6 - Dlouhodobé úrokové sazby pro konvergenční účely..... | 28 |
| Tabulka č. 7 - Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 2012 do současnosti | 37 |

SEZNAM OBRÁZKŮ

| | |
|---|----|
| Obr. č. 1 - Stupeň ekonomické konvergence ČR s vybranými zeměmi EU..... | 16 |
| Obr. č. 2 - Fiskální situace členských zemí eurozóny v roce 2012..... | 23 |
| Obr. č. 3 - Plnění kritéria dluhu sektoru vládních institucí v zemích EU v roce 2013... | 24 |
| Obr. č. 4 - Nominální měnový kurz CZK/EUR ve flukтуаčním pásmu $\pm 15\%$ | 27 |
| Obr. č. 5 - Růst HDP v České republice a v eurozóně..... | 30 |
| Obr. č. 6 - Ukazatel kapitálové přiměřenosti bank V ČR a zemích EU (%)..... | 34 |
| Obr. č. 7 - Vývoj kurzu české koruny k euru v roce 2013..... | 39 |
| Obr. č. 8 - Vývoj indexu CPI v České republice od března 2012 do března 2014..... | 41 |