

# **VYHODNOCENÍ PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ A STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI ČR S EUROZÓNOU**

společný dokument Ministerstva financí ČR a České národní banky  
schválený vládou České republiky na jejím zasedání dne 21. prosince 2009

## OBSAH

---

<b>1</b>	<b>Shrnutí a doporučení k připravenosti na vstup ČR do ERM II a do eurozóny .....</b>	<b>3</b>
1.1	Vyhodnocení plnění konvergenčních kritérií .....	3
1.2	Vyhodnocení analýz ekonomické sladění .....	4
1.3	Závěry a doporučení .....	6
<b>2</b>	<b>Vyhodnocení současného a očekávaného plnění maastrichtských kritérií .....</b>	<b>7</b>
2.1	Kritérium cenové stability .....	7
2.2	Kritérium udržitelnosti veřejných financí .....	8
2.3	Kritérium stability měnového kurzu .....	10
2.4	Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb .....	13
<b>3</b>	<b>Vyhodnocení současného stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou .....</b>	<b>15</b>
3.1	Cyklická a strukturální sladění .....	15
3.2	Prizpůsobovací mechanismy .....	20

## SEZNAM TABULEK

---

Tabulka 2.1:	Harmonizovaný index spotřebitelských cen .....	8
Tabulka 2.2:	Saldo sektoru vládních institucí .....	9
Tabulka 2.3:	Vládní dluh .....	10
Tabulka 2.4:	Výnosy do splatnosti 10letých státních dluhopisů na sekundárním trhu .....	13

## SEZNAM GRAFŮ

---

Graf 2.1:	Nominální měnový kurz CZK/EUR .....	12
Graf 3.1:	Reálná ekonomická konvergence vybraných států k eurozóně v roce 2008 .....	16
Graf 3.2:	Růst HDP v ČR a eurozóně .....	17
Graf 3.3:	Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu .....	19
Graf 3.4:	Míra dlouhodobé nezaměstnanosti .....	21

# 1 SHRNU TÍ A DOPORU ČENÍ K PŘIPRAVENOSTI ČESKÉ REPUBLIKY NA VSTUP DO ERM II A DO EUROZÓNY

Podmínkou pro vstup členské země EU do eurozóny je vedle slučitelnosti právních předpisů této země s čl. 108 a 109 Smlouvy o založení ES a Statutem Evropského systému centrálních bank také dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence.

Jejím měřítkem je z pohledu evropských struktur plnění čtyř konvergenčních kritérií: vysokého stupně cenové stability patrného z vývoje inflace; dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí hodnocené na základě vývoje vládního deficitu a vládního dluhu; stability měnového kurzu hodnocené pohybem kurzu uvnitř normálního fluktuačního rozpětí systému ERM II po období dvou let bez devalvace a stálosti nominální konvergence odrážející se v úrovni dlouhodobých úrokových měr.

Česká republika (ČR) je zavázána podnikat kroky k tomu, aby byla na přistoupení k eurozóně co nejdříve připravena. Stanovení termínu vstupu je však v kompetenci členského státu a závisí na jeho připravenosti. Případné neplnění kritérií konvergence nemá pro ČR žádné přímé důsledky. Výjimkou je kritérium udržitelnosti veřejných financí, kdy při jeho neplnění je země podrobena proceduře při nadměrném schodku. V té se ČR nacházela od jara 2004 do června 2008 a tato procedura bude pravděpodobně vůči ČR znovu zahájena ještě před koncem roku 2009.

## 1.1 Vyhodnocení plnění konvergenčních kritérií

**Kritérium cenové stability** ČR ke konci roku 2009 splní vlivem výrazné dezinflace, zapříčiněné jednak odezněním převážně jednorázových nákladových faktorů z minulého období a jednak vlivem ekonomické recese. Cenový vývoj ČR v letech 2010–2012 by měl být ve znamení relativně pomalého růstu spotřebitelských cen. Ve střednědobém výhledu jsou navíc očekávány spíše tlaky na zvyšování referenční hodnoty cenového kritéria v souvislosti s celosvětovým ekonomickým oživením. Plnění kritéria cenové stability by tak pro ČR nemělo představovat výraznější problém, pokud v rozhodném období nedojde k výrazným nepředvídatelným šokům.

Snížení inflačního cíle ČNB pro národní CPI od 1. ledna 2010 na 2,0 % s tolerančním rozmezím  $\pm 1,0$  p.b. vytváří zároveň lepší podmínky pro plnění kritéria. Je však žádoucí, aby v období rozhodném pro vyhodnocení kritéria nedocházelo k významným proinflačním úpravám nepřímých daní či jiným administrativním opatřením v oblasti spotřebitelských cen, které by znesnadňovaly splnění kritéria.

**Kritérium udržitelnosti veřejných financí** ČR v současnosti neplní a při současném nastavení fiskální politiky a očekávaném makroekonomickém vývoji ani ve střednědobém horizontu pravděpodobně plnit nebude.

Deficit veřejných rozpočtů je pro rok 2009 notifikován ve výši 6,6 % HDP. Platná fiskální strategie vlády směřuje ke snížení tohoto deficitu v roce 2010 na úroveň 5,3 % HDP. Bez přijetí dalších opatření se však deficit sektoru vlády dle prognózy MF ČR zvýší v roce 2011 na 5,6 % HDP, resp. 5,5 % HDP v roce 2012, což je vysoko nad 3% referenční hodnotou.

Kritérium podílu vládního dluhu na HDP je ČR dlouhodobě plněno. Vzhledem k relativně nízké výchozí úrovni vládního dluhu nemá ČR zatím s plněním tohoto kritéria problémy, ačkoli dynamika růstu zadlužení se počínaje rokem 2009 výrazně zvyšuje. Pro rok 2009 je očekáván dluh ve výši 35,6 % HDP, tj. o přibližně 5 p.b. vyšší zadlužení než v předchozích šesti letech, kdy se podíl dluhu k HDP pohyboval okolo 30 %. Ve střednědobém horizontu

úroveň vládního dluhu z důvodu očekávaných každoročních deficitů sektoru vlády výrazně naroste, a to až na úroveň téměř 45 % HDP v roce 2012. Riziko pro budoucí vývoj představují také očekávané negativní dopady stárnutí obyvatelstva. Pokud nebudou provedeny nezbytné reformy důchodového a zdravotního systému, bude v dlouhodobém výhledu nutné počítat s dalším zvyšováním podílu dluhu na HDP.

Vyhodnocení plnění **kritéria stability měnového kurzu** je možné až poté, co česká měna vstoupí do kurzového mechanismu ERM II a bude stanovena centrální parita koruny k euru. Měnový kurz koruny k euru vykazuje v čase dlouhodobě apreciační trend a jeho vývoj byl dosud převážně umírněný. Výjimkou byly globální finanční a ekonomickou krizí poznamenané roky 2008 a 2009, během nichž kurz koruny zaznamenal kumulativní (za předcházejících 24 měsíců) zhodnocení (resp. znehodnocení) vyšší než 15 %. Druhá polovina roku 2008 byla navíc výjimkou z dosavadního trendu posilování, když se v souvislosti s globální krizí změnila nálada investorů na finančních trzích, což se projevilo korekcí vývoje kurzu koruny. Rozsah depreciace mezi červencem 2008 a únorem 2009 naznačuje možná rizika v plnění kurzového kritéria. Pozorované výrazné výkyvy kurzu v poslední době tedy ukazují, že v turbulentních dobách může být plnění kritéria stability měnového kurzu obtížné. Pro úspěšné plnění kritéria stability měnového kurzu do budoucna tak bude klíčové vhodné načasování vstupu do kurzového mechanismu ERM II, kterému by mělo předcházet zklidnění situace na světových finančních trzích a investičních nálad vůči našemu regionu, stejně jako konsolidace domácích veřejných financí. Velmi důležité bude rovněž správné nastavení centrální parity kurzu koruny k euru.

**Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb** v současnosti ČR plní a taktéž prognóza výnosů do splatnosti 10letých státních dluhopisů nenaznačuje problémy s plněním tohoto kritéria do budoucna.

## 1.2 Vyhodnocení analýz ekonomické sladění

Česká ekonomika v minulých letech v důsledku rychlého hospodářského růstu postupně snižovala svůj odstup od průměrné ekonomické úrovně eurozóny a vykazovala rovněž prvky narůstající sladění. Vývoj v posledním roce byl však výrazně ovlivněn dopady světové finanční a hospodářské krize, která vedla k prudkému ekonomickému útlumu. V důsledku krize dochází především k výraznému zhoršení výhledu veřejných financí. Zvýšily se úrokové diferenciály a kurzová volatilita, rozvolnila se integrace finančních trhů. V roce 2009 pravděpodobně dojde k dočasnému přerušení trendu přibližování tuzemské cenové hladiny k eurozóně a nárůstu dlouhodobé nezaměstnanosti. Pozitivním prvkem z hlediska pružnosti české ekonomiky je postupné dílčí zlepšování podnikatelského prostředí, naopak v nastavení institucionálního rámce na trhu práce přetrvávají problémy. Oproti minulému roku se v důsledku hospodářské krize ekonomická připravenost na přijetí jednotné měny euro v ČR znatelně zhoršila.

V delší časové perspektivě, tj. od roku 2003, kdy byla přijata Strategie přistoupení ČR k eurozóně, došlo z hlediska přijetí eura i samotné pružnosti české ekonomiky k vývoji příznivým i nepříznivým směrem. Oproti roku 2003 postoupila reálná a nominální konvergence. Hospodaření veřejných financí se v letech 2004–2008 zlepšilo, v souvislosti s ekonomickým zpomalením však dojde v letech 2009 a 2010 k opětovnému výraznému zhoršení fiskálního vývoje, které bude vedle cyklických faktorů způsobeno i očekávaným růstem strukturálního schodku veřejných financí. V posledním období došlo ke zvýšení korelace ekonomické aktivity s eurozónou, a to především v souvislosti se světovou finanční a ekonomickou krizí. S ohledem na globální a výjimečný charakter tohoto šoku nemusí pozorovaný nárůst korelace signalizovat dlouhodobou změnu sladění české ekonomiky

s eurozónou. Od roku 2003 nedochází ani k výrazným strukturálním zlepšením na trhu práce. S výjimkou dílčích pozitivních změn u podnikatelského prostředí nedošlo ke zvýšení pružnosti české ekonomiky.

Z hlediska připravenosti na přijetí eura lze charakteristiky českého hospodářství v současnosti rozdělit na čtyři skupiny.

První skupinu tvoří **ekonomické ukazatele hovořící pro přijetí eura v ČR**, mezi které patří již tradičně zejména vysoká míra otevřenosti české ekonomiky, velká obchodní i vlastnická provázanost s eurozónou a dosažení dlouhodobé konvergence v míře inflace a nominálních úrokových sazbách, i když v poslední době došlo k nárůstu úrokových diferenciálů oproti eurozóně a jejich volatilitě.

Druhá skupina zahrnuje **oblasti, které sice nadále představují z hlediska přijetí eura v ČR riziko makroekonomických nákladů, ale v posledních letech vykázaly náznaky zlepšení**. Za pozitivní lze označit rychlou reálnou ekonomickou konvergenci ČR včetně dalšího přiblížení tuzemské cenové hladiny k odpovídající úrovni v eurozóně, i když rozdíl v cenové hladině i úrovni ekonomické vyspělosti přetrvává a u cenové hladiny se navíc odstup od eurozóny v roce 2009 (zřejmě pouze přechodně) opět zvýší. Korelace vývoje ekonomické aktivity v ČR a v eurozóně se v posledním období zvýšila, to však odráží extrémní globální vývoj v posledním období a zřejmě nezvyšuje pravděpodobnost většího sladění hospodářského cyklu do budoucna v podmínkách běžného vývoje světové ekonomiky. Za pozitivní z hlediska pružnosti trhu práce lze označit schopnost využít přílivu zahraniční pracovní síly v době hospodářského růstu a naopak snižovat počet zahraničních pracovníků v době současného ekonomického útlumu. Příznivý vývoj představuje i zastavení růstu celkového zdanění práce a růstu poměru minimální mzdy k průměrné mzdě. Vývoj nominálních mezd v české ekonomice v posledních dvou letech vykazoval známky pružnosti, v reálném vyjádření však ke zvýšení pružnosti mezd prozatím nedošlo. K postupnému dílčímu zlepšování dochází v oblasti podmínek pro podnikání.

Třetí skupinu tvoří **oblasti, kde v posledním období došlo z hlediska budoucího přijetí eura k nepříznivému vývoji**. V důsledku hospodářského propadu a přijatých rozpočtových opatření došlo k výraznému zhoršení výhledu veřejných financí. Celkový fiskální deficit v roce 2009 zřejmě převyší 6 %, přičemž dojde k podstatnému nárůstu strukturálního schodku jdoucímu z části na vrub protikrizovému balíčku fiskálních opatření. I přes následně přijatá opatření ke stabilizaci veřejných rozpočtů jsou z dlouhodobé perspektivy riziky pro vývoj a udržitelnost veřejných financí nedávno započatý rychlý nárůst výdajů na obsluhu veřejného dluhu a bohužel již tradičně opomíjené dlouhodobé výzvy související se stárnutím populace. Dočasně nepříznivým faktorem z hlediska budoucího přijetí eura a jemu předcházející účasti v ERM II je i přetrvávající nejistota na finančních trzích, která se – i přes postupné zklidňování situace v průběhu roku 2009 – projevuje v jejich nadále zvýšené volatilitě. V souvislosti s tím došlo ke snížení sladění vývoje měnového kurzu koruny s eurem i sladění výnosů s eurozónou u jednotlivých aktiv finančního trhu. Hospodářský útlum se v následujícím roce dále projeví v nárůstu dlouhodobé nezaměstnanosti. Existující strukturální problémy na trhu práce byly prohloubeny změnou v oblasti sociálních dávek v roce 2007, která nebyla následující reformou plně napravena.

Čtvrtá skupina obsahuje další **oblasti vykazující problémy z hlediska pružnosti ekonomiky a její schopnosti přizpůsobit se šokům, u nichž navíc nedochází k významnému zlepšení**. Trvalým problémem je zde nízká či nevyhovující kvalifikace dlouhodobě nezaměstnaných osob. Náklady na propouštění z pracovních poměrů na dobu neurčitou zůstávají v mezinárodním srovnání velmi vysoké, zejména pokud jde o ukončení pracovních poměrů trvajících krátkou dobu, a přispívají k nepružnosti zaměstnávání.

### 1.3 Závěry a doporučení

Pokud jde o maastrichtská konvergenční kritéria, hlavní bariéru jejich plnění představuje stav veřejných financí v oblasti deficitu. S odezněním jednorázových inflačních vlivů přechodně výrazně zvyšujících inflaci v roce 2008 došlo v roce 2009 ke značné deflaci k hodnotám umožňujícím plnění kritéria cenové stability, k jejíž udržitelnosti do budoucna přispěje i nový inflační cíl ČNB platný od roku 2010. Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb je, a s velkou pravděpodobností i nadále bude, bez problémů plněno. Kritérium kurzové stability ČR neplní z důvodu své neúčasti v kurzovém mechanismu ERM II. Negativním faktorem v tomto ohledu je v posledních letech zvýšená volatilita kurzu koruny v důsledku světové finanční krize. Plnění kurzového kritéria po případném vstupu do ERM II by tak v těchto podmínkách mohlo být velmi obtížné.

V oblasti sladění ekonomiky se zejména v důsledku hospodářské krize připravenost ČR na přijetí eura zhoršila. Ačkoliv ČR v posledních letech postupně snižuje svůj odstup od ekonomické úrovně eurozóny, nedochází k výrazným zlepšením fungování a pružnosti českého hospodářství. Vzhledem k markantnímu zvýšení deficitu veřejných financí v roce 2009 zůstává nadále výzvou nejen odstranění strukturálního deficitu, ale zejména zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí. Minulý pozitivní vývoj na trhu práce byl tažen z velké míry cyklickými faktory, přičemž k výraznému strukturálnímu zlepšení nedošlo a v nastavení institucionálního rámce přetrvávají problémy. K postupnému dílčímu zlepšování dochází z hlediska podnikatelského prostředí. Aktuální ekonomickou recesi lze považovat za dočasně nepříznivý faktor z hlediska budoucího přijetí eura, neboť zhoršuje vývoj veřejných financí a může generovat zvýšenou variabilitu měnového kurzu. Přetrvávající nejistota na finančních trzích nevytváří příznivé prostředí pro vstup do kurzového mechanismu ERM II. Mechanismus ERM II je totiž potenciálně zranitelný vůči změnám nálady na finančních trzích a tokům krátkodobého kapitálu. Případný nepříznivý vývoj během pobytu české koruny v tomto mechanismu by mohl přinést makroekonomické náklady a sladění ekonomiky s eurozónou spíše snížit.

Za současných podmínek je velmi nepravděpodobné, že ČR bude ve střednědobém horizontu schopna plnit všechna maastrichtská konvergenční kritéria. Zásadní bariérou pro vstup do měnové unie přitom bude vyšší než 3% deficit sektoru vládních institucí. Stejně tak je nejisté udržení a potřebné další zvyšování dosaženého stupně sladění české ekonomiky s eurozónou v nejbližších letech. **V této situaci proto nelze dospět k závěru, že bylo dosaženo dostatečného pokroku při vytváření podmínek pro přijetí eura, aby mohlo dojít ke stanovení cílového data vstupu do eurozóny. Proto Ministerstvo financí a Česká národní banka v souladu se schválenou Aktualizovanou strategií přistoupení ČR k eurozóně doporučují vládě ČR toto datum prozatím nestanovovat. Doporučení nestanovovat prozatím cílové datum pro vstup do eurozóny zároveň implikuje doporučení, aby ČR v průběhu roku 2010 neusilovala o vstup do mechanismu ERM II.**

## 2 VYHODNOCENÍ SOUČASNÉHO A OČEKÁVANÉHO PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ

Stupeň udržitelné konvergence, jenž je jedním z předpokladů zavedení eura definovaným ve Smlouvě o založení ES, je posuzován dle maastrichtských konvergenčních kritérií. Jedná se o kritérium cenové stability, kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí, kritérium měnového kurzu a kritérium dlouhodobých úrokových sazeb. Kritéria jsou detailněji specifikována v Protokolech začleněných ve Smlouvě o založení ES, konkrétně v Protokolu o postupu při nadměrném schodku a Protokolu o kritériích konvergence uvedených v článku 121 Smlouvy o založení ES.

### 2.1 Kritérium cenové stability

#### Box 2.1: Vymezení kritéria cenové stability

##### Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 první odrážka Smlouvy vyžaduje: „dosažení vysokého stupně cenové stability patrné z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše třech členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“.

Článek 1 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 Smlouvy, stanovuje, že: „kritérium cenové stability, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 první odrážce, 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.“

##### Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Pokud jde o „průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením“, tato míra inflace se vypočítává jako přírůstek posledního dostupného 12měsíčního průměru harmonizovaného indexu spotřebitelských cen oproti předchozímu 12měsíčnímu průměru.

Referenční hodnota vztažená k hodnotám „nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků“, se v praxi počítá jako nevážený aritmetický průměr míry inflace ve třech zemích, které dosáhly nejnižší míry inflace, za předpokladu, že tato míra inflace je v souladu s požadavky cenové stability.

##### Implementace kritéria cenové stability – současná praxe

Smlouva i Protokol ponechávají v některých otázkách prostor pro interpretaci institucemi, které hodnotí plnění kritérií. Proto je při vyhodnocení plnění kritérií třeba brát v úvahu také konkrétní způsob, jakým tyto instituce dané kritérium aplikují.

Jak ukázaly zkušenosti z konvergenčních zpráv vydaných po roce 2004, EK i ECB v uvedených zprávách pracovaly se třemi zeměmi s nejnižší nezápornou inflací, i když se poněkud lišily v konkrétní interpretaci sousloví „které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků“.

Negativní verdikt pro Litvu<sup>1</sup> v konvergenčních zprávách z května 2006 navíc ukázal, že je třeba počítat s velmi striktním hodnocením udržitelnosti plnění kritéria. Pokud lze ve výhledu nejbližších měsíců očekávat zvýšení inflace nad referenční hodnotu, závěrem může být, že dané zemi se nedaří plnit kritérium udržitelným způsobem. Podobný signál vyslalo poměrně ostré hodnocení rizik udržitelnosti plnění tohoto kritéria Slovenskem v Konvergenční zprávě ECB v roce 2008, a to i přesto, že Slovensko nakonec do eurozóny počínaje rokem 2009 vstoupilo.

<sup>1</sup> V Litvě došlo k nárůstu inflace mezi roky 2004 a 2006. V důsledku toho při vyhodnocení na jaře 2006 přesáhla litevská inflace o 0,1 procentního bodu referenční hodnotu kritéria cenové stability.



Dle výpočtu hodnoty kritéria tři zemí s nejnižší nezápornou inflací (Tabulka 2.1) ČR ve sledovaném období nesplnila kritérium v roce 2007 a 2008. Z exogenních faktorů v roce 2008 působil zvláště prudký růst cen potravin a energií (zejména ropy) a také vlna administrativních opatření (zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 %, zavedení ekologických daní, poplatků ve zdravotnictví a další zvyšování spotřebních daní). Rok 2009 je ve znamení meziročně výrazně nižších cen energií i potravin v podmínkách globální krize, což se společně s propadem domácí ekonomiky projevuje ve výrazné deflaci. V obou uplynulých letech byl vývoj inflace rovněž ovlivněn zvýšenou kolísavostí měnového kurzu. Kritérium cenové stability by ČR měla opět začít plnit od září 2009.

### Tabulka 2.1: Harmonizovaný index spotřebitelských cen

(průměr posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců ke konci období, růst v %)

	2006	2007	2008	8/2009	2009	2010	2011	2012
<b>Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací</b>	1,4	1,3	2,6	0,2	0,1	0,7	1,2	1,2
<b>Hodnota kritéria</b>	2,9	2,8	4,1	1,7	1,6	2,2	2,7	2,7
<b>Česká republika</b>	2,1	3,0	6,3	2,2	0,6	1,2	1,6	1,8

Zdroj: Eurostat, Evropská komise – Ekonomická prognóza (podzim 2009).<sup>2</sup> Prognóza pro ČR je převzata z Makroekonomické predikce MF ČR z října 2009.

Cenový vývoj ČR v letech 2010–2012 bude ovlivňován vedle standardních faktorů i nadále nezanedbatelným příspěvkem administrativních opatření k růstu spotřebitelských cen. Kritérium cenové stability by však ze strany ČR mělo být pro roky 2010–2012 plněno, pokud nenastanou neočekávané jednorázové šoky. K udržitelnému plnění tohoto kritéria i v dalším období napomůže také nově nastavený inflační cíl ČNB. Je však žádoucí, aby v období rozhodném pro vyhodnocení kritéria (tj. období účasti v ERM II) nedocházelo k významným proinflačním úpravám nepřímých daní či jiným administrativním opatřením v oblasti spotřebitelských cen. Ty by totiž splnění kritéria znesnadňovaly.

## 2.2 Kritérium udržitelnosti veřejných financí<sup>3</sup>

### 2.2.1 Kritérium vládního deficitu

#### Box 2.2: Vymezení kritéria udržitelnosti veřejných financí

##### Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 druhá odrážka Smlouvy vyžaduje „dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevyskyzujících nadměrný schodek ve smyslu článku 104 Smlouvy“.

Podle článku 2 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 Smlouvy, toto kritérium znamená, že „v době šetření se na členský stát nevztahuje Rozhodnutí Rady podle čl. 104 odst. 6 Smlouvy o existenci nadměrného schodku“.

Článek 104 Smlouvy upravuje postup při nadměrném schodku. Podle článku 104 odst. 2 a 3 Smlouvy vypracuje Evropská komise Zprávu, pokud členský stát EU nesplňuje požadavky dodržování rozpočtové kázně, a to zejména pokud:

<sup>2</sup> Vlivem časového posunu pro předložení konvergenčních programů jednotlivých členských zemí za rok 2009 a v intencích současné ekonomické situace, kdy v letech 2011–2012 lze očekávat jen mírné oživení, byla pro stanovení referenční hodnoty inflačního kritéria pro rok 2012 použita data shodná s rokem 2011.

<sup>3</sup> Kritérium udržitelnosti veřejných financí je splněno pouze tehdy, jsou-li udržitelně plněny obě složky fiskálního kritéria, tj. vládního deficitu i vládního dluhu.



1. poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu překročí referenční hodnotu (stanovenou v Protokolu 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 vládního zadlužení k hrubému domácímu produktu překročí doporučenou hodnotu (stanovenou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 60 % HDP), ledaže se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k doporučené hodnotě.

ČR se nacházela od roku 2004 v proceduře při nadměrném schodku. Při zahájení této procedury byl Radou ECOFIN poskytnut ČR termín do konce roku 2008 na snížení vládního deficitu důvěryhodným a udržitelným způsobem pod úroveň 3 % HDP. Příznivý fiskální výsledek roku 2007 vedl v červnu 2008 k ukončení procedury.

Kritérium deficitu vládního sektoru není plněno (Tabulka 2.2). Vedle dosud nedořešených strukturálních problémů českých veřejných financí vládní sektor aktuálně čelí bezprecedentnímu výpadku daňových příjmů. K tomu dochází jednak vlivem mimořádně nepříznivého hospodářského vývoje a jednak z titulu schválených legislativních změn zejména na příjmové straně veřejných rozpočtů. Ty mimo jiné souvisely se snahou zmírnit dopady hospodářské krize. Ani aktuálně přijatá stabilizační opatření nejsou dlouhodobějším systematickým řešením schodků vládního sektoru.

### **Tabulka 2.2: Saldo sektoru vládních institucí**

(metodika ESA 1995, v % HDP)

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Hodnota kritéria</b>	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
<b>Česká republika</b>	-2,6	-0,7	-2,0	-6,6	-5,3	-5,6	-5,5

Zdroj: ČSÚ, Notifikace vládního deficitu a vládního dluhu (říjen 2009), Fiskální výhled MF ČR.

Střednědobý výhled státního rozpočtu pro roky 2010–2012 sice předpokládá určitou stabilizaci salda vládního sektoru, nicméně úroveň deficitů je z hlediska udržitelnosti veřejných financí nepřijatelná. Přestože je tento propad způsoben do značné míry ekonomickou recesí, bude nutné se do budoucna zaměřit na vyšší rozpočtovou disciplínu a přijetí dalších opatření vedoucích ke snížení strukturálního schodku, neboť každoroční vysoký deficit sektoru vládních institucí zásadním způsobem přispívá ke zvyšování vládního dluhu v poměru k HDP. Vzhledem k předpokladu vstupu ČR do procedury při nadměrném schodku ke konci roku 2009 lze očekávat významný tlak evropských institucí na vyšší míru konsolidace českých veřejných financí.

Z hlediska sladění ekonomiky ČR s ekonomikou eurozóny a udržitelnosti veřejných financí je vyřešení strukturálních problémů veřejných financí zásadní. Ve střednědobém horizontu vyplývá z Paktu stability a růstu pro ČR cíl pro strukturální deficit vládního sektoru ve výši 1 % HDP. Tento střednědobý rozpočtový cíl se ČR zavázala dosáhnout co nejdříve, nejpozději však v roce 2012 (viz Konvergenční program ČR z roku 2008). Z dnešního pohledu je však pravděpodobné, že tento cíl nebude v roce 2012 naplněn. Strukturální deficit se očekává v roce 2009 okolo 5 % HDP s následným snížením v roce 2010 k cca 3 % HDP a mírným zhoršením pro roky 2011 a 2012.

Jednorázově by mohlo vládní deficit prohloubit rovněž schválení zákona o nápravě některých majetkových křivd způsobených církvím, případně jednorázové řešení ekologických závazků.

Eventuelní dopady na veřejné finance budou záviset na konkrétní podobě příslušných opatření.

## 2.2.2 Kritérium vládního dluhu

Vzhledem k nízké výchozí úrovni vládního dluhu neměla zatím ČR s plněním kritéria problémy (Tabulka 2.3). V uplynulých několika letech se vládní dluh stabilizoval kolem hodnoty 30 % HDP, kam se dostal po svém výrazném navýšení (zejména v důsledku vládních garancí) v období 2001–2003. Výši dluhu ve velké míře ovlivňuje vývoj deficitu veřejných rozpočtů, kde největší zastoupení má deficit státního rozpočtu, u kterého se od letošního roku očekává prudký nárůst. Ve srovnání s ostatními zeměmi není úroveň celkového zadlužení vysoká, ale v důsledku krize se jeho dynamika výrazně zvyšuje. Dalším faktem je, že dynamika růstu dluhu byla v posledních letech citelně zpomalována vysokým inkasem privatizačních příjmů. Tento efekt však s končícím privatizačním procesem vyprchává. Je tedy je zřejmé, že období, kdy bylo kritérium vládního dluhu plněno s velkou rezervou, končí a že bude třeba začít věnovat udržitelnosti jeho plnění do budoucna zvýšenou pozornost.

### Tabulka 2.3: Vládní dluh

(metodika ESA 1995, v % HDP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Hodnota kritéria</b>	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
<b>Česká republika</b>	29,6	29,0	30,0	35,6	39,6	42,1	44,3

Zdroj: ČSÚ, Notifikace vládního deficitu a vládního dluhu (říjen 2009), Fiskální výhled MF ČR.

Další riziko představují negativní dopady stárnutí obyvatelstva. Pokud nebudou provedeny nezbytné reformy, které by mírnily fiskální dopady stárnutí obyvatelstva, zejména reformy důchodového systému a systému poskytování zdravotní péče, bude v dlouhodobém výhledu nutné počítat s dalším zvyšováním podílu dluhu na HDP.

## 2.3 Kritérium stability měnového kurzu

### Box 2.3: Vymezení kritéria stability měnového kurzu

#### Ustanovení Smlouvy

Článek 121 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“.

Článek 3 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 odst. 1 Smlouvy, stanoví, že: „kritérium účasti v mechanismu měnových kurzů Evropského měnového systému, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 třetí odrážce této 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 měnový kurz vystaven silným tlakům. Zejména pak nesměl členský stát v tomto období z vlastního podnětu devalvovat dvoustranný střední kurz své měny vůči měně kteréhokoli jiného členského státu.“

#### 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).

Zprvé, ECB v souladu se zněním Smlouvy vyhodnocuje, 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 jejích vyjádření ve zprávě „Progress towards Convergence“ 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 121 odst. 1 Smlouvy a příslušného protokolu“.

Ve zprávě „Progress towards Convergence“, která byla zveřejněna v listopadu 1995, bylo konstatováno, že „když byla Smlouva sestavována, představovalo tzv. normální flukтуаční rozpětí odchylku o  $\pm 2,25$  % od bilaterální centrální parity a odchylka o  $\pm 6$  % představovala výjimku. V srpnu 1993 bylo přijato rozhodnutí o rozšíření flukтуаčního rozpětí na  $\pm 15$  %. 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) od roku 1993“.

Proto je při hodnocení vývoje měnových kurzů kladen důraz na to, zda byl měnový kurz blízko centrální parity 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.

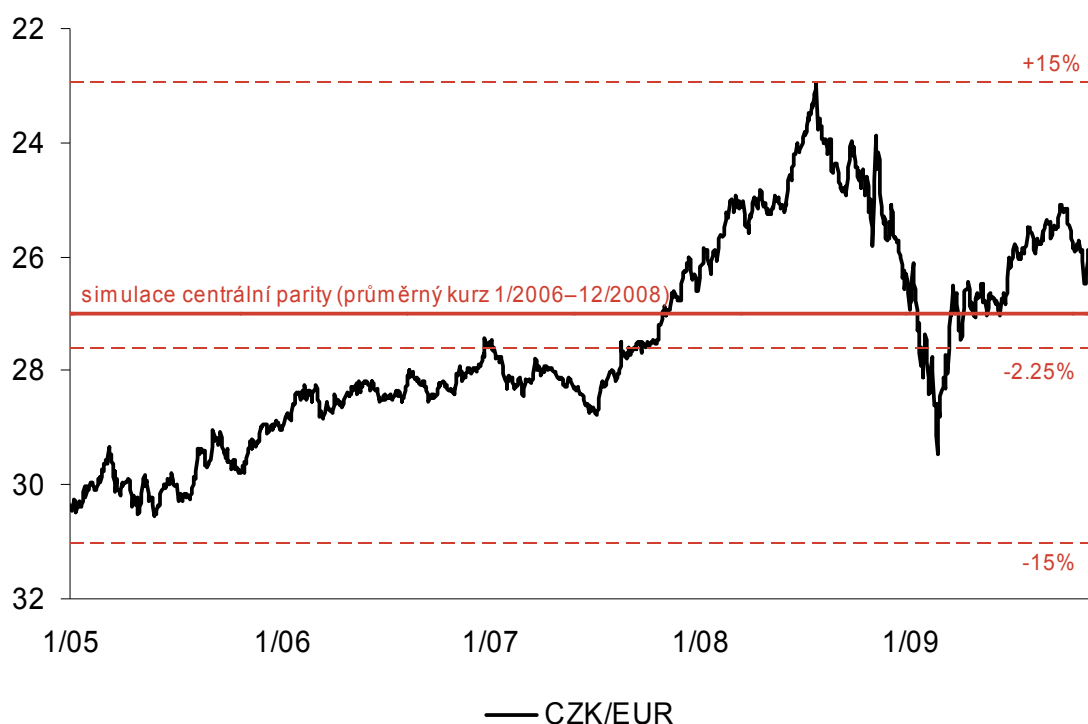
Příklad hodnocení udržitelnosti plnění kritéria kurzové stability v případě Slovenska v Konvergenční zprávě ECB z roku 2008 opět připomíná, že v interpretaci konvergenčních kritérií a jejich plnění jsou některé evropské autority aktuálně nakloněny spíše přísnějšímu pohledu.

Přijetí členského státu EU do eurozóny je podmíněno úspěšným, minimálně dvouletým setrváním národní měny v Evropském mechanismu měnových kurzů II (ERM II). Česká měna se zatím do systému nezapojila, proto také nemá konkrétně stanovenou centrální paritu k euru, vůči níž by se sledovaly fluktuace měnového kurzu a tedy i plnění tohoto kritéria. Pro plnění kritéria bude klíčové načasování vstupu do mechanismu ERM II a vhodné zvolení centrální parity.

Pomocí hypotetické centrální parity CZK/EUR, jež je stanovena na základě průměrné denní hodnoty kurzu pro období 2006–2008 (Graf 2.1), lze teoreticky sledovat, zda by ČR kritérium stability měnového kurzu v daném časovém horizontu splňovala.

Kurz koruny vůči euru má dlouhodobě tendenci k apreciaci. Trend posilování koruny však byl zhruba ve druhé polovině loňského a na počátku letošního roku přerušeno významným oslabením, jež bylo dáno zejména zhoršením sentimentu vůči středoevropskému regionu. Od března do září 2009 koruna opět posilovala. Během let 2008 a 2009 přitom kurz koruny zaznamenal kumulativní (za předcházejících 24 měsíců) zhodnocení (resp. znehodnocení) vyšší než 15 %. Zejména rozsah depreciační mezi červencem 2008 a únorem 2009 o 23 % naznačuje možná rizika v plnění kurzového kritéria.

**Graf 2.1: Nominální měnový kurz CZK/EUR**



Poznámka: Pohyb kurzu v grafu směrem nahoru znamená posilování koruny. Hypotetická centrální parita je simulována průměrnou hodnotou kurzu v letech 2006 až 2008.

Zdroj: ČNB, výpočet MF ČR. Údaje do 5.11. 2009.

Délka setrvání členské země EU v mechanismu je Smlouvou stanovena minimálně na dva roky. 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 ČR v ERM II, které výrazně nepřesáhne minimálně nutnou dobu, a také na tom, že by se ČR měla zapojit do mechanismu ERM II teprve až po vytvoření předpokladů pro to, aby jí bylo umožněno v době vyhodnocování kurzového kritéria přijmout měnu euro a poté bez problémů realizovat výhody z jejího přijetí<sup>4</sup>.

Pozorované výrazné výkyvy kurzu v poslední době ukazují, že v turbulentních dobách může být plnění kritéria stability měnového kurzu obtížné. Pro úspěšné plnění kritéria stability měnového kurzu do budoucna tak bude klíčové vhodné načasování vstupu do kurzového mechanismu ERM II, kterému by mělo předcházet zklidnění situace na světových finančních trzích a investičních nálad vůči našemu regionu, stejně jako konsolidace domácích veřejných financí. Velmi důležité bude rovněž správné nastavení centrální parity kurz koruny k euru.

<sup>4</sup> Blíže viz společné materiály vlády ČR a ČNB: „Strategie přistoupení České republiky k eurozóně“ a „Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně“ dostupné na webové adrese [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu\\_strategie\\_pristoupeni.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/eu_strategie_pristoupeni.html).

## 2.4 Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb

### Box 2.4: Vymezení kritéria dlouhodobých úrokových sazeb

#### Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 čtvrtá odrážka Smlouvy vyžaduje: „stálost konvergence dosažené členským státem a jeho účasti v mechanismu měnových kurzů Evropského měnového systému, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb“.

Článek 4 Protokolu o kritériích konvergence uvedených v článku 121 Smlouvy specifikuje, že: „kritérium konvergence úrokových sazeb, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 čtvrté odrážce této Smlouvy, 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 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.“

#### Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Při zkoumání „průměrné dlouhodobé nominální úrokové sazby“ za období „jednoho roku před šetřením“ se tato dlouhodobá průměrná úroková sazba vypočítává jako aritmetický průměr za posledních 12 měsíců, za které jsou k dispozici údaje o HICP.

„Úroková sazba nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“, pomocí které je definována referenční hodnota, se určuje jako nevážený aritmetický průměr dlouhodobých úrokových sazeb ve třech zemích, které dosáhly nejnižší nezáporné míry inflace. Úrokové sazby se měří na základě harmonizovaných dlouhodobých úrokových sazeb, které byly sestaveny pro vyhodnocování konvergence, tj. výnosů do splatnosti 10letých konvergenčních státních dluhopisů.

Průměrné výnosy 10letých státních dluhopisů v ČR měly v uplynulých několika letech převážně rostoucí charakter. Po celou dobu však bylo maastrichtské kritérium dlouhodobých úrokových sazeb plněno.

**Tabulka 2.4: Výnosy do splatnosti 10letých státních dluhopisů na sekundárním trhu**  
(průměr posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců ke konci období, růst v %)

	2006	2007	2008	8/2009	2009	2010	2011	2012
<b>Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací</b>	4,2	4,4	4,2	4,2	4,1	4,7	5,2	5,2
<b>Hodnota kritéria</b>	6,2	6,4	6,2	6,2	6,1	6,7	7,2	7,2
<b>Česká republika</b>	3,8	4,3	4,6	4,7	4,9	4,3	4,3	4,3

Zdroj: Evropská komise, výpočet MF ČR.

Pro nadcházející období 2010–2012 očekáváme za předpokladu snižování rizikových premií a uzavírání rozpětí mezi českými a evropskými státními dluhopisy mírný pokles jejich výnosů do doby splatnosti a poté stabilitu. Vývoj konvergenčního kritéria<sup>5</sup> do budoucna naznačuje jeho mírné zvyšování, a to především v souvislosti s masivními fiskálními impulzy v západních ekonomikách, které i přes celosvětový pokles rizikových premií pravděpodobně povedou k vyšším požadovaným výnosům z titulu obav o udržitelnost fiskálního vývoje. Ve stejném směru může působit nárůst globálních inflačních tlaků v souvislosti s přijatými

<sup>5</sup> Pro roky 2009–2012 není k dispozici prognóza dlouhodobých úrokových sazeb pro země s nejnižší nezápornou mírou inflace, jež jsou nutné k výpočtu kritéria. Predikce hodnoty kritéria proto vychází z předpokladu, že se budou dlouhodobé úrokové sazby pohybovat shodně s vývojem inflace, tj. nebude docházet ke změně reálných úrokových sazeb. Budoucí hodnotu kritéria je tak třeba vnímat pouze jako orientační.

hospodářsko-politickými opatřeními na podporu finančního sektoru a poptávky v hlavních světových ekonomikách. Vzhledem k dlouhodobému nízkoinflačnímu charakteru české ekonomiky neočekáváme ve střednědobém výhledu významnější problémy, které by se mohly při plnění kritéria dlouhodobých úrokových sazeb v ČR vyskytnout.

### 3 VYHODNOCENÍ SOUČASNÉHO STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI ČR S EUROZÓNOU

Tato část poskytuje přehled výsledků souboru analýz zaměřených na hodnocení stupně sladění české ekonomiky s ekonomikou eurozóny nad rámec formálních kritérií, jejichž plnění je hodnoceno v předchozí části. Realizace výhod spojených se zavedením eura bude záviset na schopnosti české ekonomiky fungovat bez samostatné měnové politiky a možnosti kurzového přizpůsobení vůči nejvýznamnějším obchodním partnerům. Tato schopnost bude ovlivněna podobností hospodářského vývoje české ekonomiky s vývojem v eurozóně, neboť stupeň sladění bude spoluurčovat vhodnost nastavení měnových podmínek eurozóny pro aktuální situaci v ČR. Důležitým faktorem bude zároveň schopnost rychlého přizpůsobení ekonomickým šokům. Ekonomickou sladěnost a připravenost české ekonomiky na přijetí eura lze tak hodnotit z hlediska dlouhodobých ekonomických trendů, střednědobého vývoje ekonomické aktivity a strukturální podobnosti české ekonomiky s ekonomikou eurozóny, které ovlivňují pravděpodobnost asymetrického vývoje a výskytu asymetrických šoků, a schopnosti ekonomiky šoky tlumit a pružně se jim přizpůsobovat.

Analýzy jsou rozděleny do dvou základních skupin podle typu otázky, na kterou se snaží nalézt odpověď. Část „Cyklická a strukturální sladěnost“ vypovídá o velikosti rizika výskytu ekonomických šoků, jejichž dopad na českou ekonomiku bude odlišný od dopadu na eurozónu jako celek (tzv. asymetrické šoky). Část „Přizpůsobovací mechanismy“ odpovídá na otázku, do jaké míry je česká ekonomika schopna tlumit dopady případných asymetrických šoků. Základním teoretickým východiskem pro podkladové analýzy je teorie optimálních měnových zón. Účelem analýz je zhodnotit vývoj jednotlivých ukazatelů sladění v čase a ve srovnání s vybranými zeměmi. Srovnávané země jsou buď již nyní členy eurozóny (Rakousko, Německo, Portugalsko, Slovensko a Slovinsko)<sup>6</sup> nebo na toto členství do budoucna aspirují (Polsko, Maďarsko). Jednotlivé studie byly zpracovány na základě statistických údajů a informací dostupných v červnu 2009. Některé studie, a to zejména v oblasti fiskální politiky, byly aktualizovány v listopadu 2009. Závěr o tom, zda je česká ekonomika dostatečně připravena na přijetí společné měny, nelze učinit absolutně, ale ze zmíněného srovnání s jinými zeměmi a z posouzení vývoje v čase. Obecně lze očekávat, že výhody přijetí společné měny porostou s vyšší ekonomickou sladěností a se silnějšími přizpůsobovacími mechanismy.

#### 3.1 Cyklická a strukturální sladěnost

Náklady plynoucí ze ztráty vlastní měnové politiky ČR budou citelné zejména v případě, že česká ekonomika nebude sladěna s ekonomikou eurozóny. S vyšší sladěností budou rizika přistoupení ČR k eurozóně klesat.

Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený **stupeň reálné ekonomické konvergence**. Její vyšší úroveň přispívá k vyšší podobnosti dlouhodobého rovnovážného vývoje. Nepřímo může přispět také 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

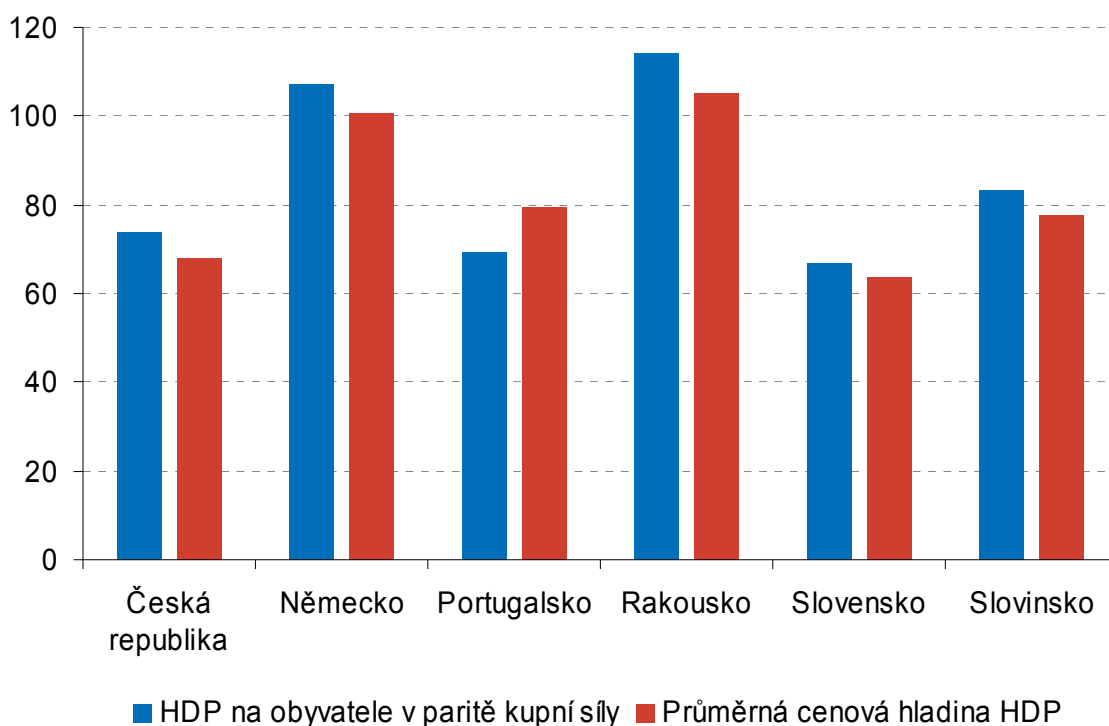
---

<sup>6</sup> Výběr srovnávaných zemí eurozóny zahrnuje jednak země srovnatelné z hlediska ekonomické úrovně, jednak země, se kterými je česká ekonomika obchodně propojena. Hodnoty ukazatelů pro eurozónu jsou definovány na úrovni EA-16.



sníží možné budoucí tlaky na růst cenové hladiny a rovnovážné posilování reálného kurzu. Proces konvergence ekonomické úrovně i cenové hladiny se v posledních šesti letech urychlil. V roce 2008 dosáhla ČR v HDP na hlavu téměř 75 % průměru eurozóny, což představuje mírně vyšší životní úroveň než v nejméně vyspělých zemích eurozóny (Graf 3.1). Cenová hladina ČR během roku 2008 v důsledku rychlého posílení měnového kurzu výrazně vzrostla, přesto se nacházela nadále níže, než by odpovídalo pozorované výkonnosti ekonomiky. Při dosažených 68 % průměrné cenové hladiny eurozóny se však odchylka oproti minulosti relativně snížila. V roce 2009 lze ale v důsledku oproti předchozímu roku slabšího kurzu naopak očekávat (pravděpodobně pouze přechodné) opětovné zvýšení odstavu cenové hladiny oproti eurozóně. Reálný kurz české koruny (na bázi HICP) posiloval mezi lety 1998 a 2008 průměrným tempem 4,2 % ročně, což bylo výrazně vyšší tempo než ve srovnávaných stávajících zemích eurozóny s výjimkou Slovenska. V souvislosti s reálnou konvergencí lze do budoucna očekávat pokračování rovnovážného trendu reálného posilování koruny vůči euru, a to dle provedených analýz tempem 1,3–3,5 % za rok. Přetrvání reálného posilování po vstupu do eurozóny s sebou zpočátku ponese odpovídající předstih inflace v ČR před inflací v eurozóně a s ním spojené nižší (v případě krátkodobých sazeb peněžního trhu možná i záporné) domácí reálné úrokové sazby. S případným dlouhodobým přetrváním takového stavu může být spojeno riziko přehřívání ekonomiky s nepříznivými důsledky pro makroekonomickou i finanční stabilitu.

**Graf 3.1: Reálná ekonomická konvergence vybraných států k eurozóně v roce 2008**  
(průměr EA-16=100)



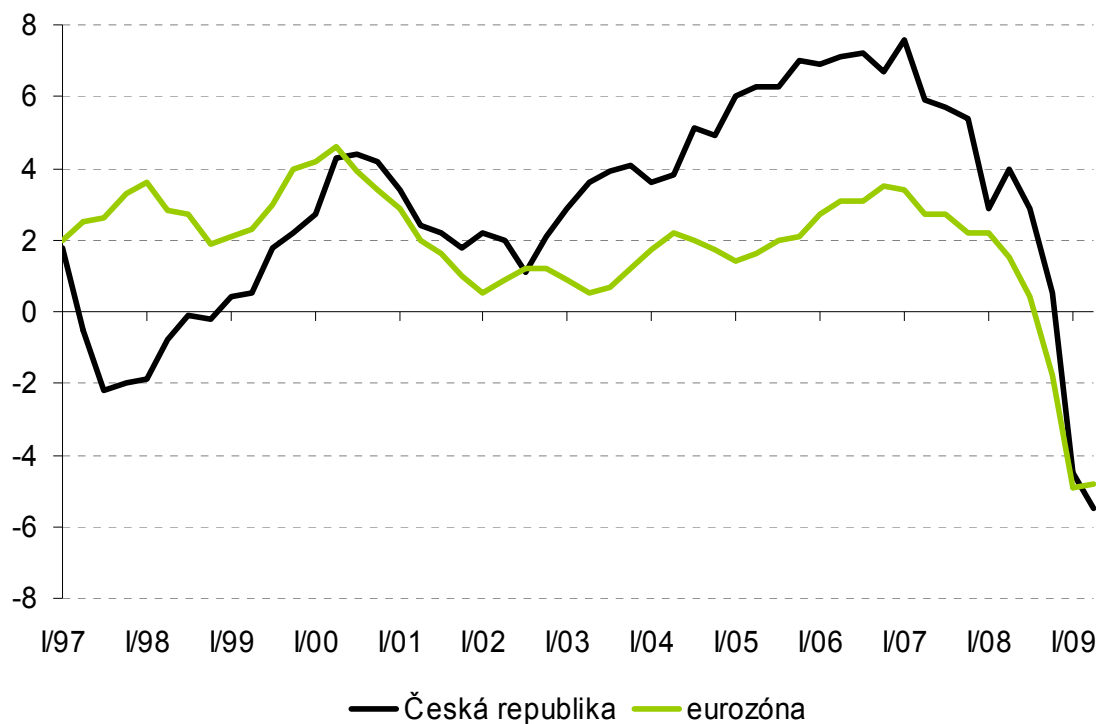
Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB.

**Sladěnost ekonomické aktivity a podobnost ekonomických šoků** napomůže účinnému a vhodnému působení jednotné měnové politiky na ekonomiku v měnové unii. Provedené analýzy ukazují zvýšení korelace celkové ekonomické aktivity ČR a eurozóny v posledním období, podobně je tomu u vývoje aktivity v průmyslu či vývozní aktivity. Vývozní aktivity ČR je podle provedených analýz v posledním období statisticky významně korelována s vývozem eurozóny a oproti loňským analýzám vzrostly i korelace vývozu ČR do eurozóny

s HDP eurozóny, přičemž obdobný vývoj bylo možné identifikovat u většiny sledovaných zemí. Výrazný nárůst sledovaných korelací zejména v posledním období, včetně korelace nabídkových šoků, je však třeba brát s velkou dávkou obezřetnosti, neboť právě tyto ukazatele jsou silně ovlivněny globálním hospodářským útlumem v posledním období. Ten dopadl jak na českou ekonomiku, tak na ekonomiku eurozóny (Graf 3.2), a v jeho důsledku pozorované zvýšené korelace tak nemusí být dobrým indikátorem budoucího vývoje.

### Graf 3.2: Růst HDP v České republice a eurozóně

(v %, meziročně, sezonně očištěno)



Zdroj: Eurostat. Údaje k 5.11. 2009.

Konkrétním asymetrickým faktorem, který by mohl potenciálně ovlivnit českou ekonomiku, by mohlo být zvýšené **čerpání finančních prostředků ze strukturálních fondů Evropské unie**. To by mohlo představovat výrazný ekonomický stimul, který by se projevil zejména ve zvýšené investiční aktivitě. Náběh skutečného čerpání prostředků ze strukturálních fondů EU a jejich ekonomické využití v ČR bylo do konce roku 2008 pozvolné. Údaje o využití prostředků ze strukturálních fondů za 1. pololetí 2009 však naznačují, že počáteční potíže s čerpáním byly již pravděpodobně překonány a v následujících letech tak lze očekávat urychlení čerpání finančních prostředků na strukturální akce (z alokace přidělené pro období 2007–2013), což by se mělo projevit i v nárůstu přílivu finančních prostředků z fondů EU. Ekonomický stimul z těchto toků však bude záviset na skutečném rozsahu využití těchto prostředků konečnými příjemci. Podle aktuálních odhadů tak v následujících letech lze očekávat jen mírný kladný ekonomický impulz z titulu přílivu prostředků z fondů EU, jehož odhadnuté hodnoty nenaznačují riziko výrazného asymetrického šoku.

Podobnost **struktury ekonomické aktivity** s eurozónou by měla snižovat riziko výskytu asymetrických ekonomických šoků. Česká ekonomika si ve srovnání s eurozónou zachovává z hlediska tvorby produktu své specifikum v podobě vyššího podílu průmyslu a menšího podílu některých služeb na HDP. Srovnatelnou ekonomickou strukturu má ze sledovaných zemí také Slovensko. Možným – a posledním vývojem potvrzovaným – zdrojem odvětvového

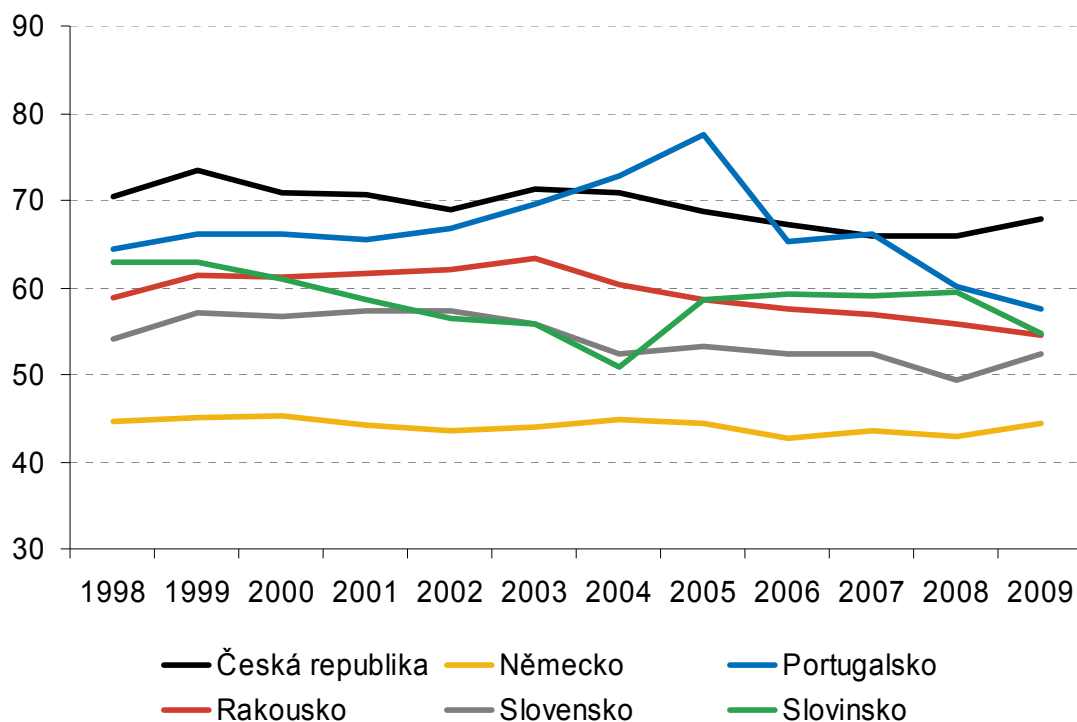
šoku je (podobně jako v Německu) oproti eurozóně nadprůměrný podíl automobilového průmyslu na celkové produkci a přidané hodnotě českého hospodářství.

Rychlá konvergence **nominálních úrokových sazeb** těsně před vstupem do eurozóny působila v minulosti na některé ekonomiky jako asymetrický šok. Pro zemi plánující vstup do měnové unie je proto výhodou spíše jejich dřívější postupné sblížení. Rozdíl mezi českými úrokovými sazbami a úrokovými sazbami eurozóny byl po dlouhou dobu (tj. v období 2002–2007) v podstatě nulový či dokonce záporný. V polovině roku 2008 však došlo k otevření mírného kladného úrokového diferenciálu, který se dále zvyšoval v průběhu roku 2009 v důsledku prohloubení globální finanční krize a významného poklesu klíčových sazeb ECB včetně jejího využívání nekonvenčních nástrojů měnové politiky. Úrokové diferenciály tříměsíčních a pětiletých sazeb, resp. sazeb u desetiletých vládních dluhopisů vzrostly, přesto zůstávají v porovnání s Maďarskem a Polskem na relativně nižší úrovni. Přetrvává rovněž zvýšená nejistota a rozkolísanost úrokových diferenciálů.

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 až do poloviny roku 2008 relativně vysoká a dosahovala úrovně kolem 0,8–0,9. Od roku 2000 byla výraznější výjimkou v tomto ohledu pouze období rychlého posilování koruny během let 2001–2002 a krátké období po vypuknutí finanční krize. Z ostatních zemí podobné hodnoty zaznamenalo pouze Slovensko, naopak nižší korelací kurzů bylo charakteristické Maďarsko, Polsko a v době před vstupem do ERM II také Slovinsko. V období po pádu Lehman Brothers došlo k hlubokému propadu korelace měn všech srovnávaných zemí v současnosti stojících mimo eurozónu, a to řádově o několik desítek procent. Pokles sladění vývoje těchto měn vůči euru byl ovlivněn vysokým nárůstem volatility na světových finančních trzích a neodrážel vždy jen fundamentální faktory. Trhy očekávaná volatilita měnových kurzů v těchto zemích v poslední době klesá ze svých vrcholných hodnot pozorovaných zejména ve druhé polovině roku 2008, nadále však zůstává vyšší než před rokem 2008.

Vysoká **obchodní a vlastnická provázanost** české ekonomiky s eurozónou umocňuje přínosy z odstranění možných výkyvů vzájemného měnového kurzu. Eurozóna je po vstupu Slovenska partnerem pro téměř 70 % českého vývozu (Graf 3.3), což je úroveň srovnatelná či vyšší než v ostatních sledovaných zemích. Míra vlastnické provázanosti s eurozónou na straně přílivu přímých investic je v české ekonomice relativně vysoká a v čase dále roste. Silné ekonomické propojení české ekonomiky s eurozónou vytváří předpoklady pro zvyšování hospodářské sladění s touto oblastí. Z tohoto pohledu je příznivým aspektem i vysoká intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou, která je jen mírně nižší než v Rakousku a Německu.

**Graf 3.3: Podíl vývozu do eurozóny na celkovém vývozu**  
(v %)



Zdroj: Eurostat, MMF, výpočet ČNB.

Analýza českého **finančního systému** a v jeho rámci bankovního sektoru ukazuje, že i přes menší podíl finančního systému na HDP a menší hloubku finančního zprostředkování ve srovnání s průměrem eurozóny a jejími zakládajícími členskými zeměmi zpravidla převažují společné znaky působení na ekonomiku, zejména ve standardních podmínkách ekonomického vývoje. V probíhající situaci globální finanční krize a ekonomické recese se nicméně ukázalo, že vůči šokům je vysoce odolný pouze dostatečně kapitalizovaný a na externím financování nezávislý bankovní sektor s vysokou bilanční likviditou, který se i v období před přijetím eura soustředí na tradiční obchodní model konzervativního bankovního zprostředkování převážně v domácí měně. Reakce na asymetrické šoky přicházející z globálních finančních trhů je za této situace mnohem efektivnější z hlediska zajištění funkčnosti a stability systému. Naopak bankovní sektory, které byly závislé na externím financování a i v důsledku příliš optimistických očekávání ohledně brzkého přijetí eura vykazovaly značný rozsah aktivních operací v zahraničních měnách, byly negativním externím šokem výrazně zasaženy.

V důsledku dynamického vývoje úvěrů domácnostem i podnikům v ČR v období posledních sedmi let vzrostl podíl klientských úvěrů na celkových úvěrech i na HDP. Tento vývoj znamenal na jedné straně přibližování odpovídajícím průměrným podílům v eurozóně, na druhé straně však vysoký růst úvěrů a nárůst zadlužení domácností a podniků může podle historické zkušenosti některých zemí vést k vyššímu riziku nesplácení úvěrů v situaci nepříznivého ekonomického vývoje. Zpomalení úvěrové emise v ČR v posledním období v důsledku recese a zvýšení obezřetnosti na straně bank i příjemců úvěrů však případné riziko předlužení reálného sektoru tlumí.

Domácí finanční instituce nebyly globální finanční krizí přímo výrazněji zasaženy vzhledem k minimální expozici vůči toxickým a dalším velmi rizikovým aktivům. Projevy finanční krize se ale v omezené míře týkají některých domácích finančních institucí prostřednictvím

jejich investic do zahraničních dluhopisů, akcií a podílových listů, případně do nemovitostí. Snížení hodnoty jejich majetku v důsledku přecenění některých aktiv však nemělo na funkčnost domácího finančního systému zásadní vliv. Lze tak předpokládat, že dominantní bude nepřímý vliv krize skrze zhoršenou finanční situaci domácností a podniků, projevující se zejména v pravděpodobném zvýšení míry nesplácení úvěrů v následujícím období.

**Struktura finančních aktiv a pasiv českých nefinančních podniků a domácností** se nadále liší od struktury aktiv a pasiv subjektů v eurozóně. Rozdíl je patrný zejména v poměrně vysokém podílu pohledávek z obchodního styku na aktivech podniků a ve vyšším podílu oběživa a vkladů na aktivech domácností. Lze však pozorovat pozvolné přibližování struktury v eurozóně. Zadluženost českých podniků a domácností je zatím výrazně nižší než ve sledovaných zemích eurozóny. Vliv sazeb peněžního a finančního trhu na klientské sazby byl v ČR v minulosti zhruba podobný jako v eurozóně, vlivem ekonomické krize se však v ČR projevuje mírně vyšší strnulost klientských sazeb. Úroková citlivost nově poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům je podobná jako v eurozóně, u domácností je u úvěrů na bydlení patrná větší váha dlouhodobých fixací sazeb. Využívání eura při finančních transakcích nefinančních podniků pozvolna roste, což je odrazem otevřenosti české ekonomiky a jejího zapojení do zahraničního obchodu. Stupeň spontánní euroizace je však zatím na stále relativně nízké úrovni, i když existuje rozdíl mezi podniky a domácnostmi. Rozšíření držby hotovosti a vkladů v cizí měně domácnostmi je v ČR zhruba srovnatelné s vybranými středoevropskými zeměmi, čerpání cizoměnových úvěrů je však nepatrné.

Stupeň **integrace českých finančních trhů** (peněžního, devizového, dluhopisového a akciového) a trhů eurozóny je obdobný jako u trhů srovnávaných nových členských zemí EU. V porovnání s Rakouskem a Portugalskem je integrace trhu vládních dluhopisů a akciového trhu též srovnatelná. Rychlost eliminace šoků na českých finančních trzích se od roku 2002 zvyšovala, v poslední době však došlo (s výjimkou trhu vládních dluhopisů) k poklesu rychlosti přizpůsobení v důsledku dopadů světové finanční krize. Finanční krize obecně v posledních dvou letech rozvolnila integraci finančních trhů ve všech srovnávaných zemích. Naopak citlivost cen aktiv v jednotlivých zemích na globální události se v období po vypuknutí finanční krize vyvíjí nestejněsměrně, pro ČR poněkud vzrostla u devizového a akciového trhu.

### 3.2 Přizpůsobovací mechanismy

Z hlediska **veřejných financí** ČR bude důležitá schopnost jejich stabilizačního působení na ekonomiku při respektování evropských fiskálních pravidel. V rámci Paktu stability a růstu se ČR zavázala směřovat ve střednědobém horizontu k dosažení podílu strukturálního deficitu vládního sektoru na HDP ve výši maximálně 1 % do roku 2012. Čím blíže vyrovnanosti jsou veřejné rozpočty ve své strukturální části, tím větší je v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a případné provádění diskrečních opatření. Po zlepšení strukturálního deficitu v roce 2007 došlo v ČR v roce 2008 vlivem přijatých opatření na příjmové straně rozpočtů a urychlení růstu některých výdajů k jeho opětovnému nárůstu. I vývoj strukturálního schodku v roce 2009 je v důsledku protikrizových a dalších opatření výrazně negativní. Ačkoliv by odstranění nepříznivých strukturálních vlivů mělo být i nadále důležitou prioritou ČR, směřování k plnění tohoto cíle představuje v současnosti velkou výzvu, a to i přes přijetí opatření ke stabilizaci veřejných rozpočtů na podzim 2009. V souvislosti s výhledem deficitních rozpočtů je očekáván i nárůst veřejného dluhu. Pro ČR tak dojde k přerušení minulého trendu snižování podílu veřejného dluhu na HDP. Ačkoliv je pro ČR problém veřejného dluhu méně vážný než pro většinu srovnávaných zemí, jeho podíl na HDP se pravděpodobně již v roce 2010 přiblíží 40 %. Rizikem pro dlouhodobou udržitelnost veřejných financí tak je v kontextu současného ekonomického oslabení nárůst

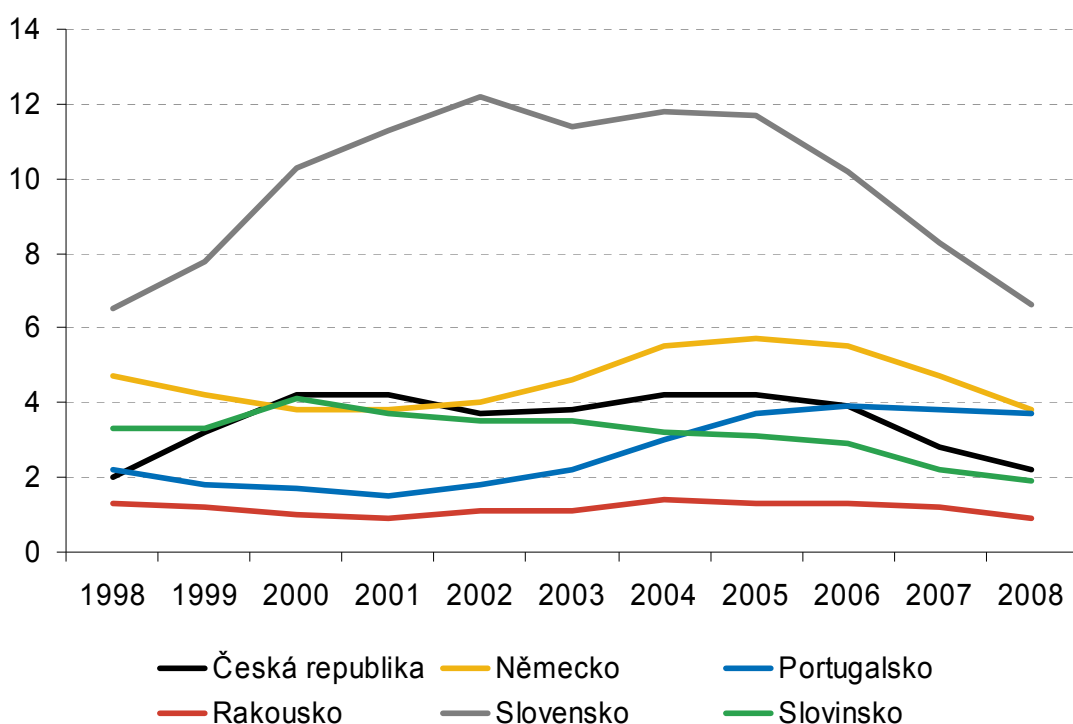
mandatorních výdajů na dluhovou službu spolu s očekávaným vlivem demografických změn na výdaje penzijního systému a systému zdravotní péče.

**Pružnost mezd** může přispět ke schopnosti ekonomiky vstřebat šoky, na které nemůže reagovat společná měnová politika. Analýzy ukazují, že pružnost reálných mezd v ČR byla v minulém období nízká, podobně jako v ostatních srovnávaných zemích. Vývoj nominálních mezd v posledních dvou letech však vykazuje známky pružnosti. Současná krize zasahuje podniky především v oblasti snížení poptávky. Přibližně dvě třetiny podniků reagují na krizi zmrazením mezd, využívány jsou i jiné způsoby snižování nákladů práce, například zkrácení pracovního týdne. Reakce prostřednictvím snížení nominálních mezd je méně rozšířená, ale podobně jako u zmrazení mezd častější ve srovnání s obdobím před krizí. Rozdíly ve **strnulosti inflace** v zemích měnové unie by mohly vést k rozdílným dopadům jednotné měnové politiky. Strnulost inflace v ČR patří mezi srovnávanými zeměmi ke středním až nižším.

Vývoj na českém **trhu práce** odráží dopady ekonomického útlumu posledního období. Díky zpožděním, se kterými se současný nárůst celkové nezaměstnanosti přelije do dlouhodobé nezaměstnanosti, bylo pro některé údaje v roce 2008 podobně jako v jiných srovnávaných zemích ještě pozorováno zlepšení (Graf 3.4), ale v letech 2009 a 2010 lze očekávat významný nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti. Analýzy zároveň ukazují, že pokles nezaměstnanosti v ČR v předchozím období byl z velké části cyklický a ke znatelnému zlepšení strukturální nezaměstnanosti pravděpodobně nedošlo.

### Graf 3.4: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti

(podíl osob více než rok bez práce na pracovní síle, v %)



Zdroj: Eurostat.

V ČR přetrvávají, podobně jako v některých dalších srovnávaných zemích, poměrně vysoké regionální rozdíly v míře nezaměstnanosti. Příčinou je regionální nesoulad mezi nabídkou práce a poptávkou po práci a nízká regionální, profesní či odvětvová mobilita pracovní síly podporovaná mj. i dominancí vlastnického bydlení. Dá se tedy předpokládat, že příspěvek

zahraničního stěhování českých občanů k přizpůsobení v případě ekonomických nerovnováh bude poměrně omezený, a to i po úplném uvolnění pohybu pracovních sil mezi ČR a všemi původními zeměmi EU do roku 2011. Dynamický příliv zahraniční pracovní síly do ČR patrný od roku 2005 se v posledním období utlumil, resp. počet zahraničních pracovníků se již začal snižovat, což odráží pokles poptávky po práci. Tuto pružnou reakci na ekonomický vývoj lze považovat za prvek pružnosti českého trhu práce. Na druhé straně však využívání zahraniční pracovní síly v době ekonomického boomu naznačovalo přetrvání jeho některých vážných problémů (zejména nízké motivace pracovat u dlouhodobě nezaměstnaných s nízkou kvalifikací), neboť k pracovnímu uplatnění cizinců dochází převážně v profesích vyžadujících nižší kvalifikaci.

Pružnost trhu práce je významně utvářena **institucionálními pravidly**. Vliv kolektivního vyjednávání na tvorbu mezd v ČR není vyšší než ve stávajících členských zemích eurozóny. Vliv minimální mzdy na pružnost nízkých mezd a tvorbu pracovních míst je v průměru v mezinárodním porovnání spíše nižší. Zastavení růstu poměru minimální mzdy k průměrné mzdě, resp. mírný pokles tohoto podílu i pro méně kvalifikované profese, lze pokládat za pozitivní vývoj, neboť vysoké minimální mzdy by mohly mít v interakci s vysokým zdaněním práce negativní vliv zejména na poptávku po méně kvalifikované práci. Pracovní síla v ČR přitom v roce 2007 v porovnání s ostatními srovnávanými zeměmi čelila nejvyšší daňové zátěži měřené implicitní daňovou sazbou. Daňová reforma v roce 2008 snížila daňové zatížení většiny domácností, u domácností jednotlivců bez dětí však zdanění práce na úrovni průměrné mzdy mírně vzrostlo z důvodu tzv. studené daňové progresse. Nepříznivý vliv zdanění na dlouhodobou nezaměstnanost a tvorbu pracovních míst tak lze považovat za zhruba stejný jako v Rakousku, Maďarsku a Polsku, ale vyšší než v Portugalsku a na Slovensku. Finanční motivace českých nezaměstnaných k přijetí zaměstnání daná kombinací daní a dávek v důsledku reformy systému sociálních dávek v roce 2007 poklesla. Změny provedené v této oblasti v roce 2008 sice zastavily nepříznivé trendy, ale nepřinesly významnější zmírnění existujících problémů. Výše sociálních dávek v kombinaci s daňovým zatížením může oslabovat snahu o hledání nebo udržení zaměstnání zejména u domácností s dětmi, nicméně příjem v nezaměstnanosti je oproti možnému výdělků v mezinárodním srovnání vysoký i pro jednotlivce bez dětí. Stupeň ochrany zaměstnanosti patří v oblasti stálých zaměstnání v porovnání s ostatními zeměmi k vyšším, při současně poměrně nízké ochraně v případě dočasných zaměstnání a agenturního zaměstnávání. Náklady na propouštění zaměstnanců jsou v ČR nezávislé na délce trvání pracovního poměru, a proto jsou v mezinárodním srovnání poměrně vysoké zejména u kontraktů, které trvají krátce. Institucionální nastavení trhu práce v eurozóně je navíc třeba brát jako poměrně měkký standard pro mezinárodní srovnání. Nízká pružnost může být obecným rizikem především pro vstup mladých osob na trh práce.

V oblasti **pružnosti trhu produktů** dochází k postupným dílčím zlepšením. Zejména jsou prováděny postupné kroky ke zjednodušení zakládání podniků a provozování podnikatelské činnosti. Domácí podnikatelské prostředí však nadále zůstává zatíženo administrativními překážkami více, než je tomu ve většině srovnávaných zemí, mj. z důvodu současného postupného zlepšování prostředí pro podnikání v těchto zemích. Míra zdanění podniků stejně jako v ostatních srovnávaných zemích v posledním období klesá a v současnosti patří mezi nižší, celková daňová zátěž českých podniků je však vyšší než v Portugalsku, Maďarsku, Polsku a na Slovensku.

**Stabilita a výkonnost bankovního sektoru** je předpokladem jeho schopnosti spolupůsobit při vstřebávání dopadů ekonomických šoků. Bankovní sektor dosáhl vysoké efektivnosti a rentability v evropském kontextu a v minulých letech si ze zisku vytvořil dostatečnou kapitálovou rezervu. Banky zpřísnily dostupnost úvěrů pro zmírnění dopadů prohlubující se ekonomické recese, aby tlumily rizika a podstatně neohrozily přijatelné poměry regulatorního



kapitálu pro bankovní podnikání. Zvýšením kapitálu z nerozděleného zisku předchozího roku dosáhl ke konci června 2009 český bankovní sektor kapitálové přiměřenosti ve výši 13,7 %, čímž si vytvořil větší polštář pro krytí potenciálních ztrát. Zatímco vlády a centrální banky jiných zemí reagovaly na akumulaci ztrát v globálním finančním systému řadou opatření na posílení bilanční likvidity a solventnosti klíčových institucí, ČR nebyla nucena přijmout dodatečná opatření na posílení solventnosti bankovního sektoru. Výrazný pokles ekonomické aktivity se nicméně i v českém finančním systému projeví zvýšením úvěrového rizika a zhoršením kvality úvěrového portfolia bankovního sektoru. Dle výsledků zátěžových testů by se ani výrazně nepříznivý makroekonomický vývoj neměl negativně odrazit ve stabilitě bankovního sektoru. Český bankovní sektor se podle testů i podle mezinárodních měřítek jeví jako odolný vůči rizikům a nevyžaduje kapitálové injekce implikující fiskální náklady.