

20 let v EU: Slavíme bez eura – eurozóna na dohled?

Luboš Komárek

Vysoká škola ekonomická v Praze

Konference „Euro očima českého businessu: Oslavte s námi 20 let ČR v EU“

Praha, 23. května 2024



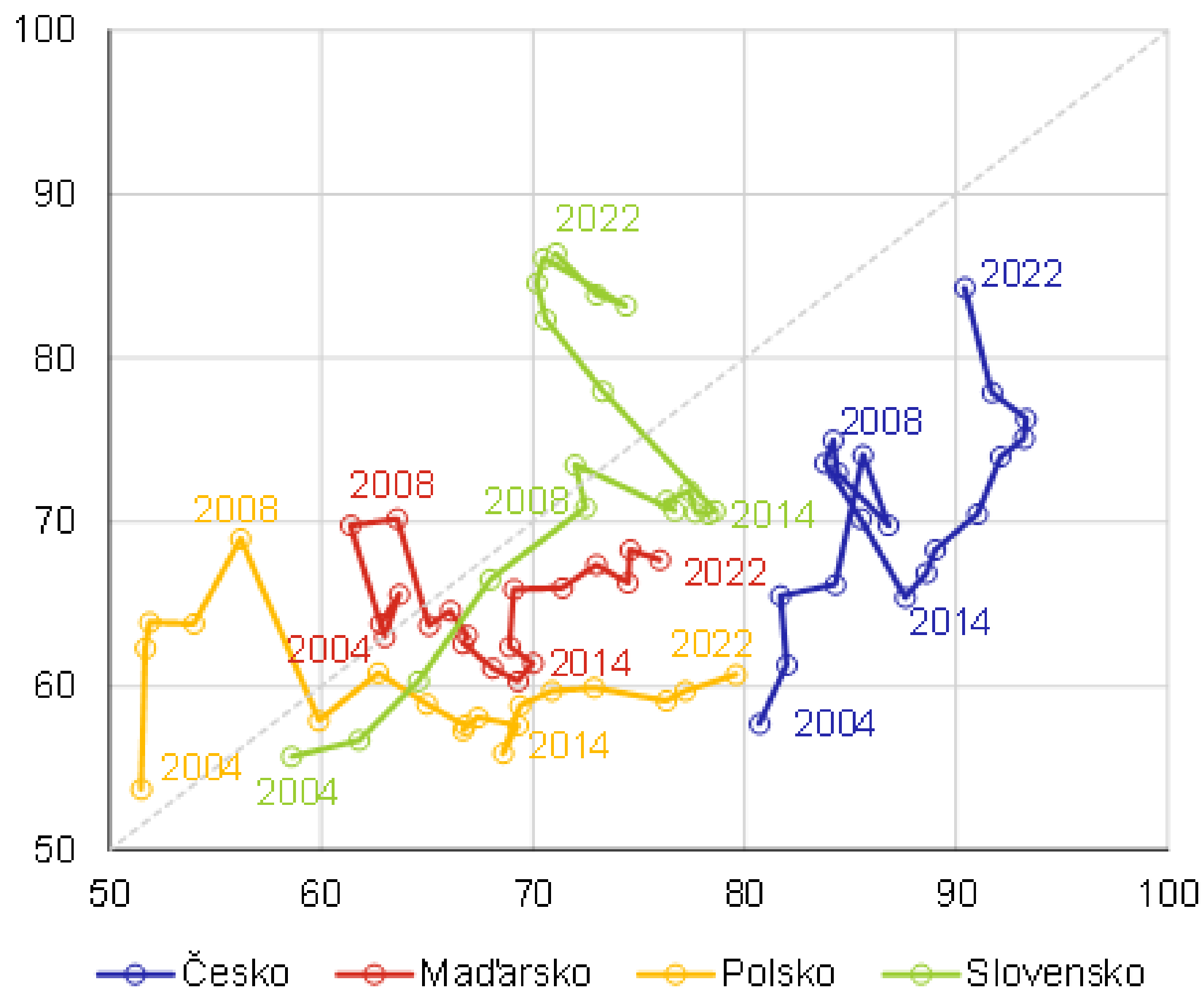
Obsah prezentace

- **Ekonomická konvergence:** odlišné cesty zemí V4
- **Čistá pozice vůči rozpočtu EU:** shodně kladná pro každou zemi V4
- **Čtyři „svobody“:** hlavní přínosy pro země V4 a EU
 - Volný pohyb zboží
 - Volný pohyb služeb
 - Volný pohyb kapitálu
 - Volný pohyb osob
- **Kdy a jak vstoupíme do eurozóny my?**
 - Úvěry v eurech
 - ERM II a cílování inflace
 - ERM II a bankovní unie

Ekonomická konvergence: odlišné cesty zemí V4

Cenová a reálná konvergence zemí V4

(vodorovná osa – HDP na hlavu v paritě kupní síly, svislá osa – cenová hladina konečné spotřeby, % průměru EU27)

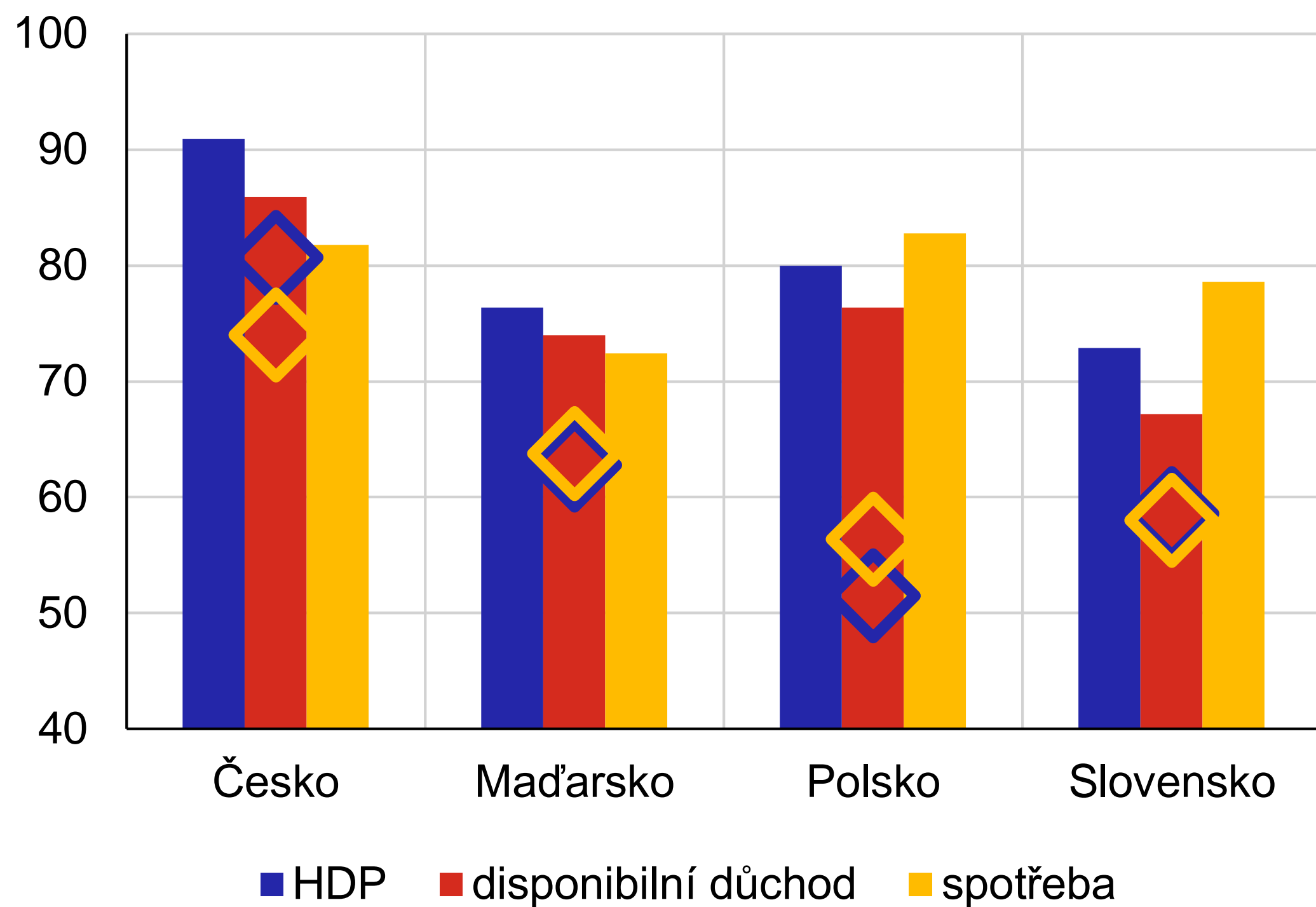


- ČR a Slovensko se **v reálném HDP** přiblížily průměru EU zejména v prvních letech členství, Maďarsko a Polsko až v letech po globální finanční krizi.
- Polská ekonomika byla při vstupu do EU ve visegrádské čtyřce nejméně výkonná, ale jako jediná z celé EU zvládla růst i během krizí (finanční, dluhové v eurozóně i té covidové).
- Slovensko nejrychleji dotahovalo EU **v cenové hladině** – až k 86 % v roce 2022. Podobně drahé je i Česko, které se ale na tuto úroveň dostalo skokově během nedávné inflační vlny.

Ekonomická konvergence: odlišné cesty zemí V4

HDP, disponibilní důchod a spotřeba

(sloupce – HDP a spotřeba v roce 2023, disponibilní důchod v roce 2022;
kosočtverce – HDP a spotřeba v roce 2004, v paritě kupní síly, % průměru EU27)

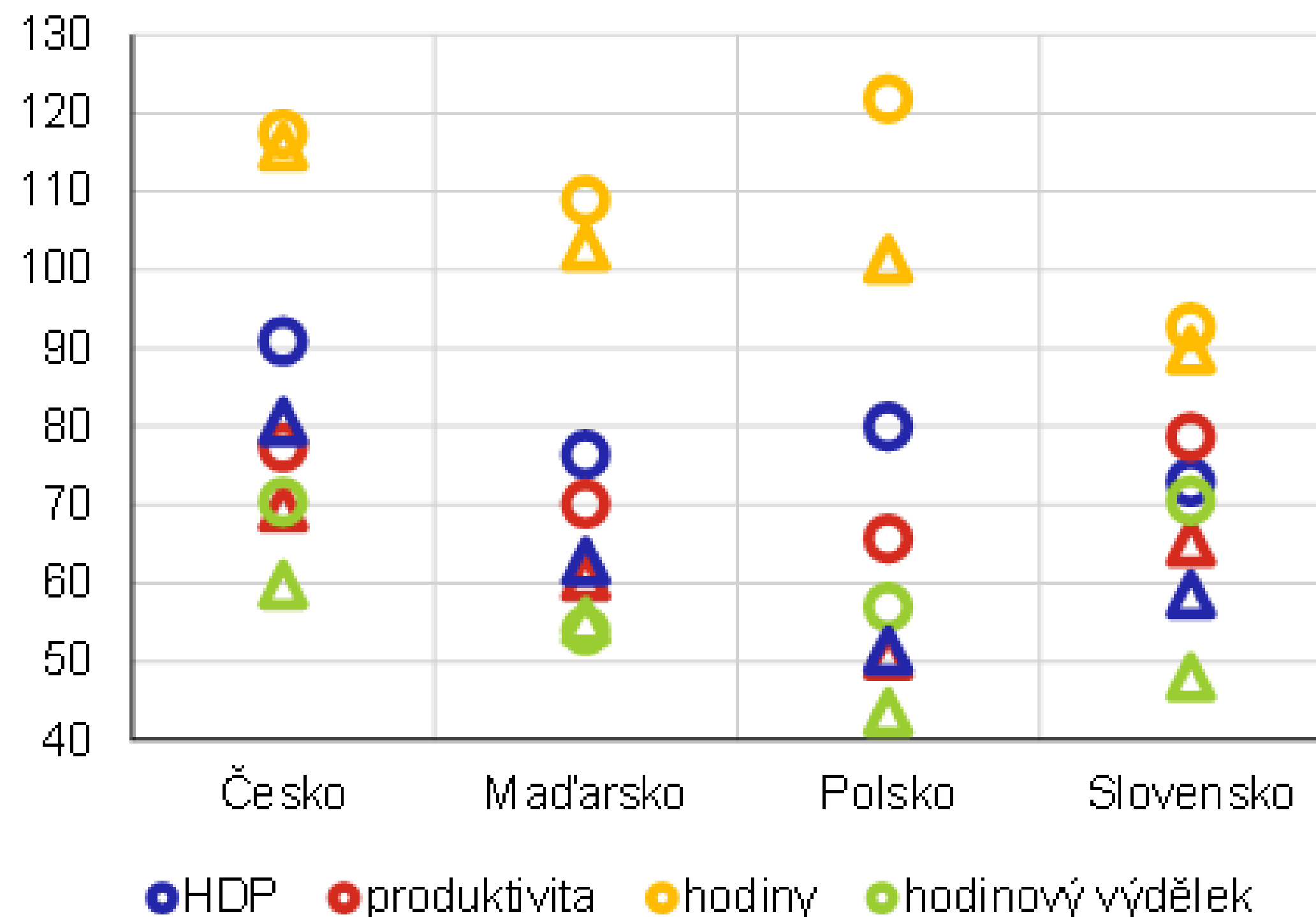


Zdroj: Eurostat, DG ECFIN, výpočet ČNB.

Pozn.: Zisky náležející zahraničním investorům zasazují klín mezi HDP a disponibilní důchod rezidentů zemí V4

HDP, produktivita, odpracované hodiny a výdělek

(HDP, produktivita, hodiny a hodinové výdělky; kolečka ukazují rok 2023,
trojúhelníky rok 2004; v paritě kupní síly, % průměru EU27)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB.

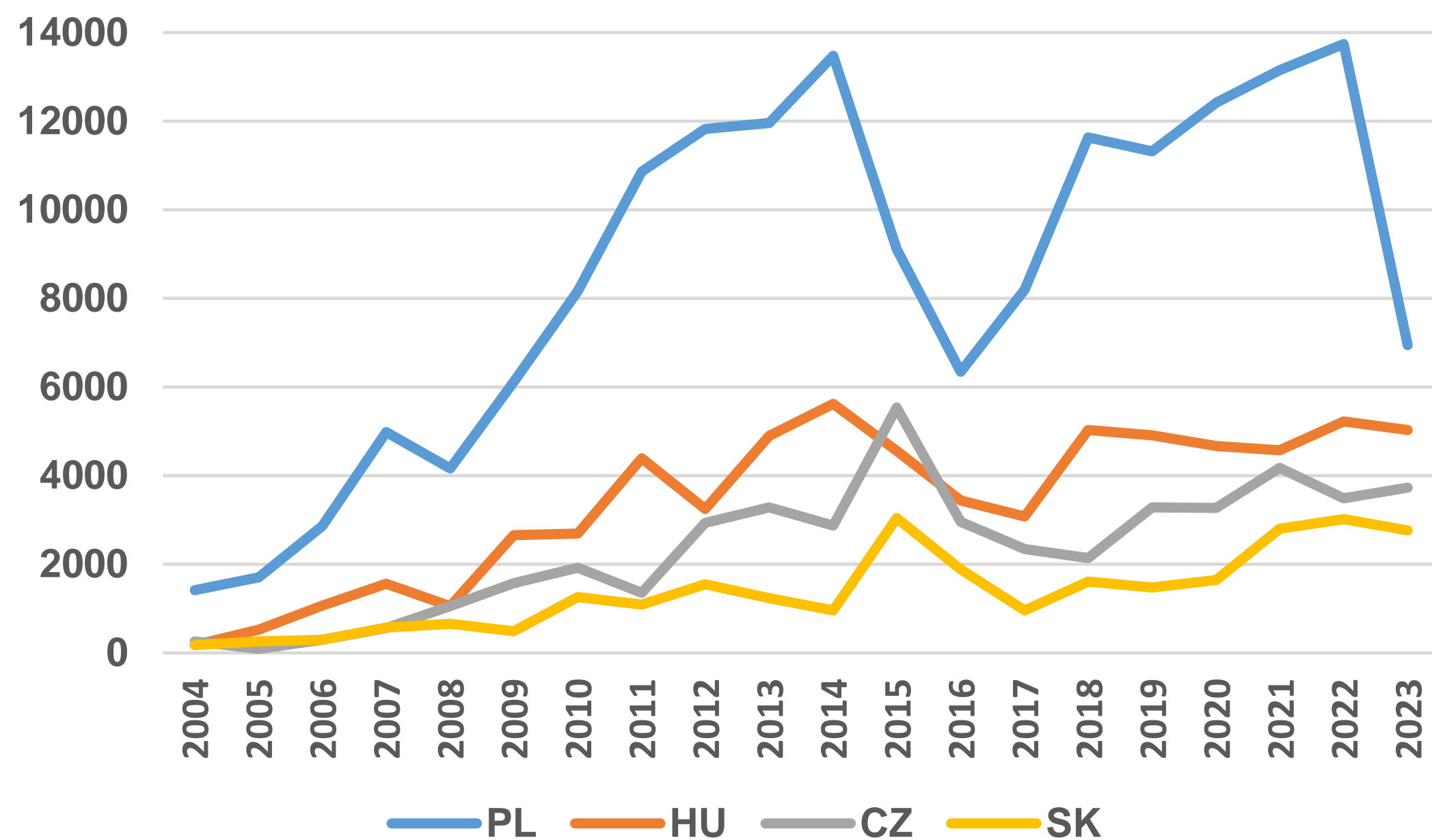
Pozn.: Produktivita je HDP na odpracovanou hodinu. Hodinový výdělek zahrnuje veškeré náhrady zaměstnancům včetně soc. pojištění aj.

**Čistá pozice vůči rozpočtu EU: shodně kladná pro
každou zemi V4**

Čistá pozice vůči rozpočtu EU: shodně kladná

Čistá pozice zemí V4 vůči rozpočtu EU

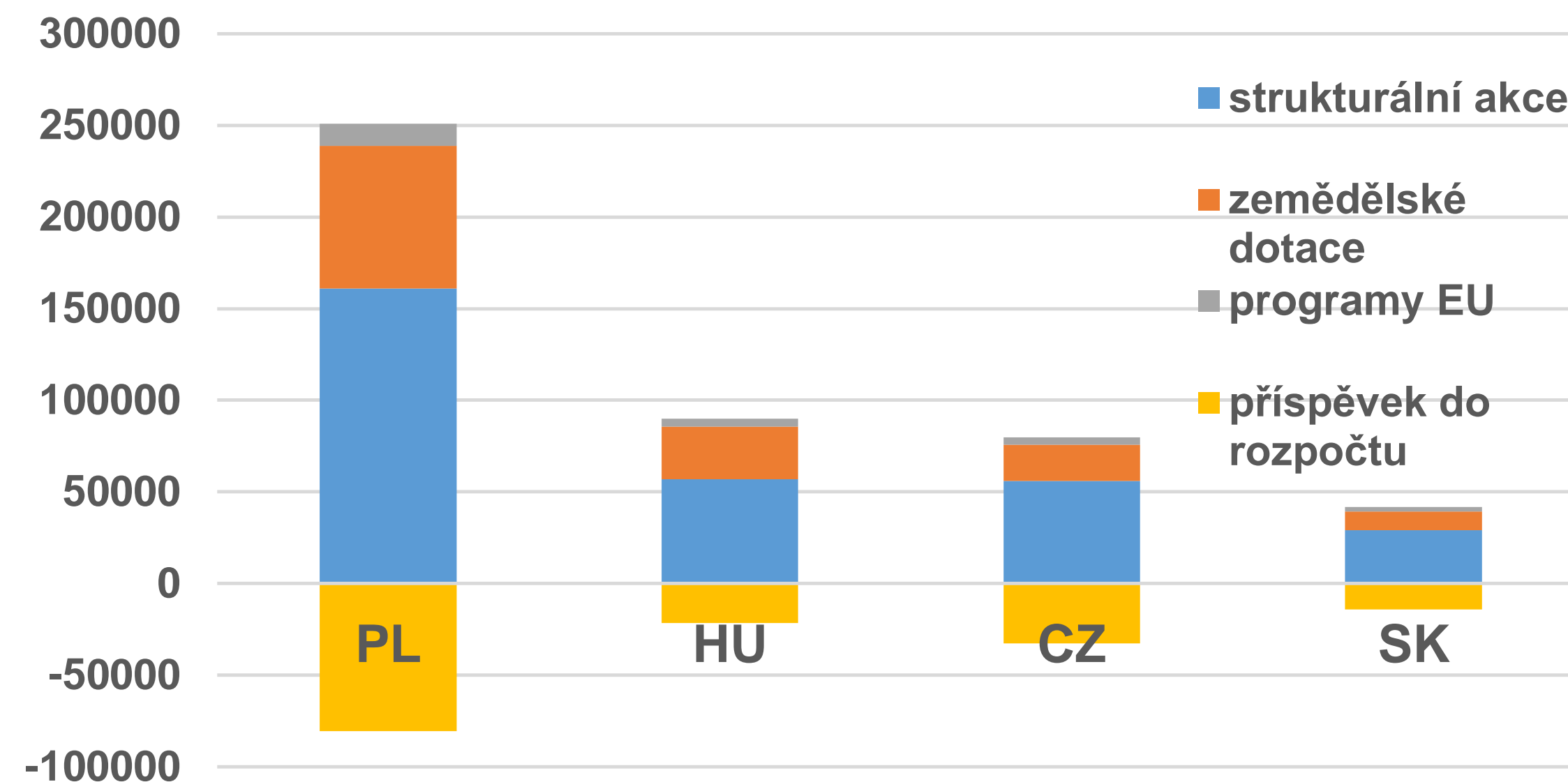
(v mil. EUR)



Zdroj: EU Budget Financial Report, Evropská komise, výpočet ČNB

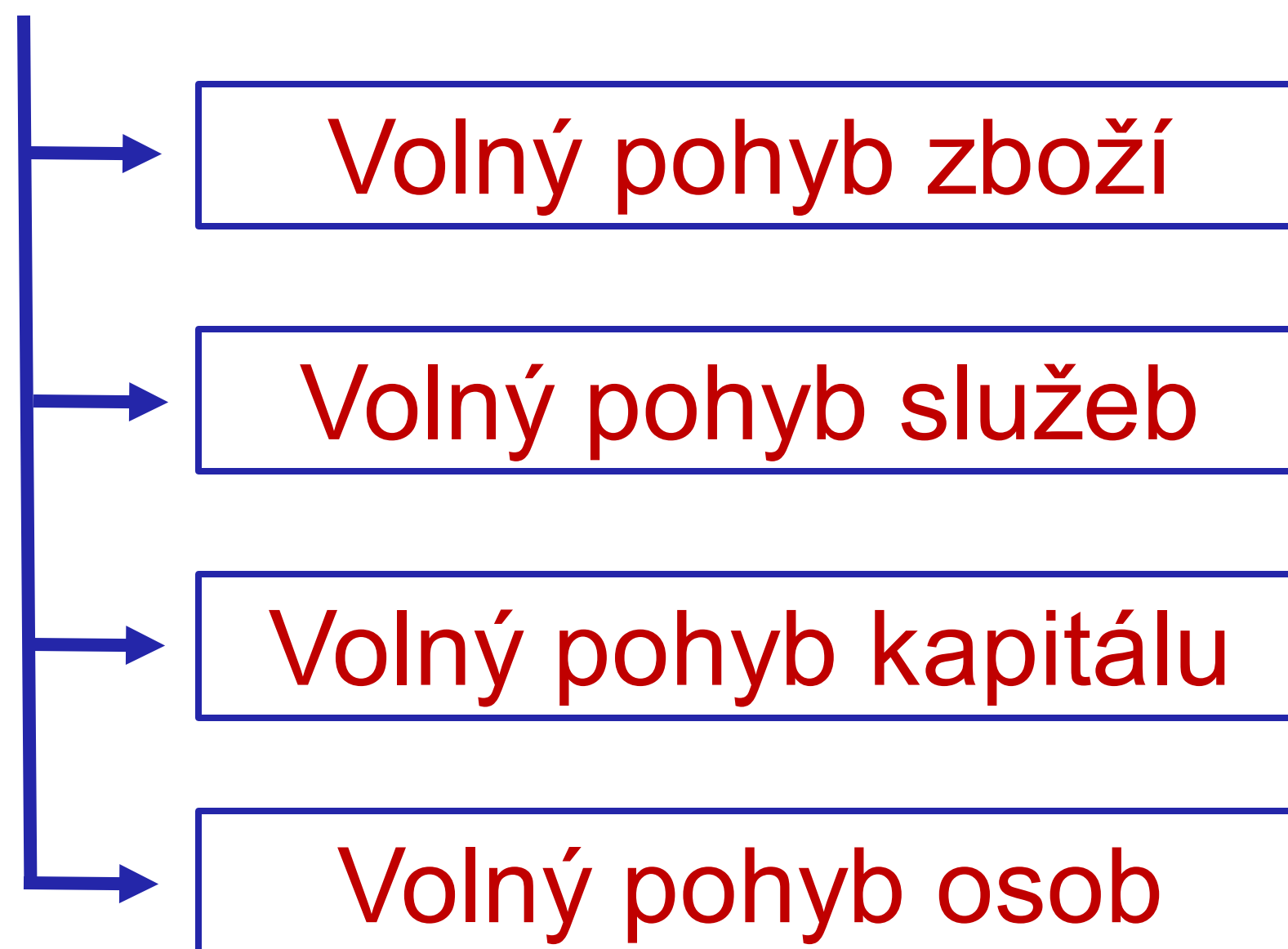
Kumulovaná čistá pozice zemí V4 za období 2004–2023

(v mil. EUR)



Zdroj: EU Budget Financial Report, Evropská komise, výpočet ČNB

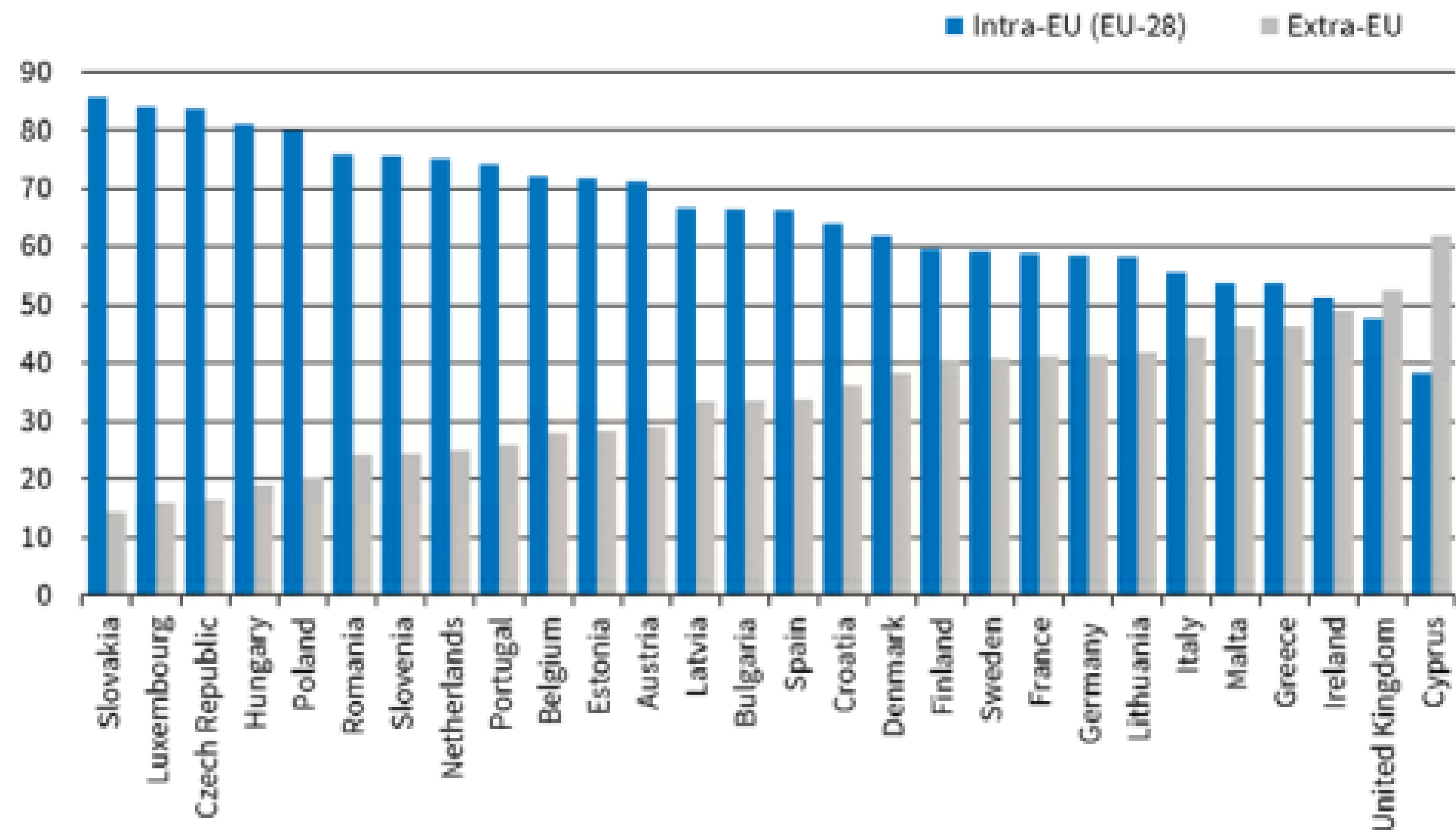
Čtyři „svobody“: hlavní přínosy pro země V4 a EU



Čtyři „svobody“: volný pohyb zboží

Podíl vnitřního a vnějšího obchodu členských zemí EU

(v %)



Source: Eurostat (2018).

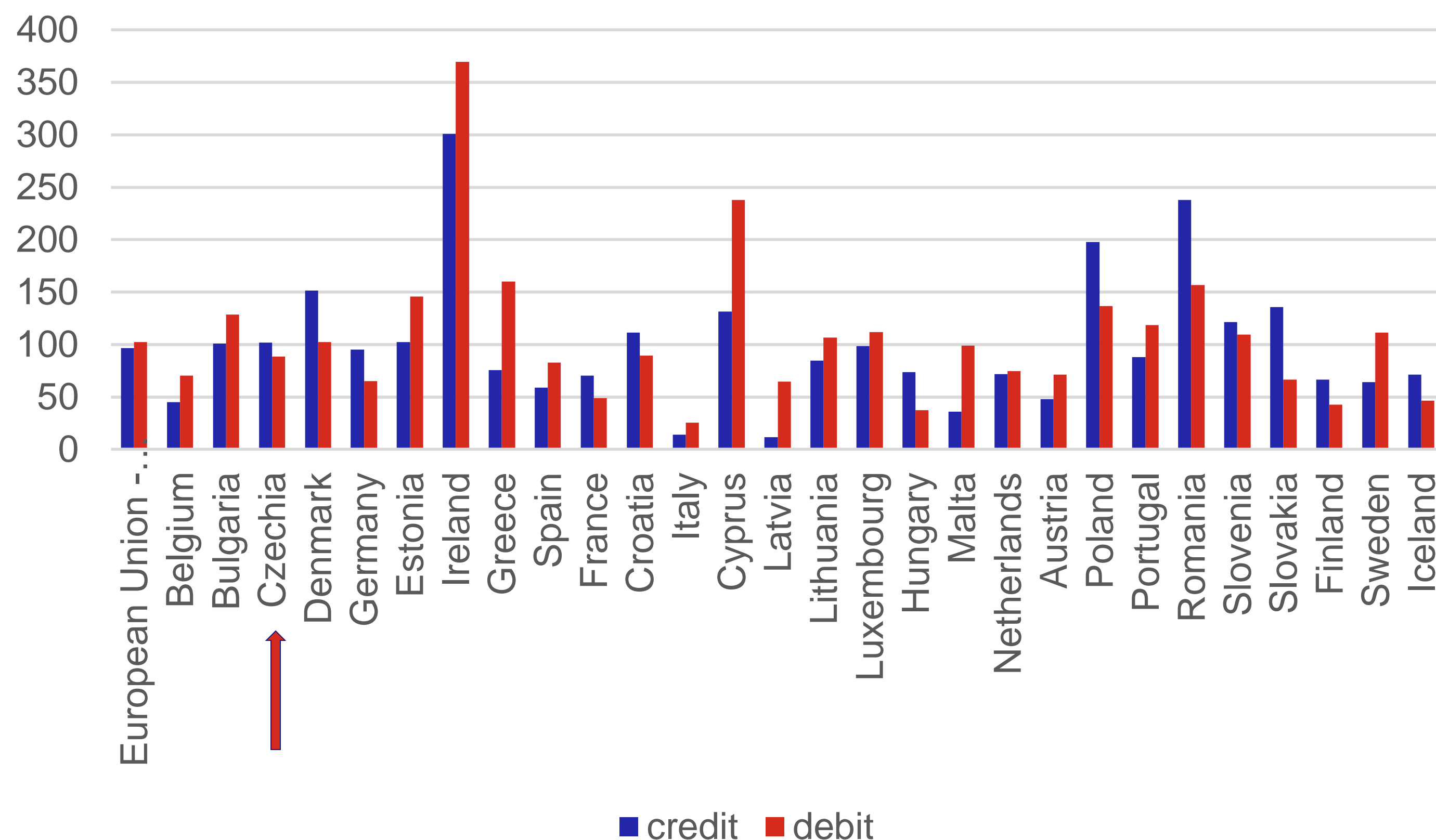
© ifo Institut

- Teorie i empirie ukazuje, že **volný pohyb zboží**:
 - podporuje vzájemný ochod, čímž stimuluje výkon firem, což má pozitivní efekt na hrubý domácí produkt
 - znamená zvýšení počtu hráčů na trhu, což vede k nárůstu konkurence a tím ke zlepšení kvality a dosažení nižších cen
- Země V4 jsou výrazně orientovány na obchodní výměnu v rámci zemí EU, nejvíce pak Slovensko.

Čtyři „svobody“: volný pohyb služeb

Růst objemu dovozu a vývozu služeb v zemích EU

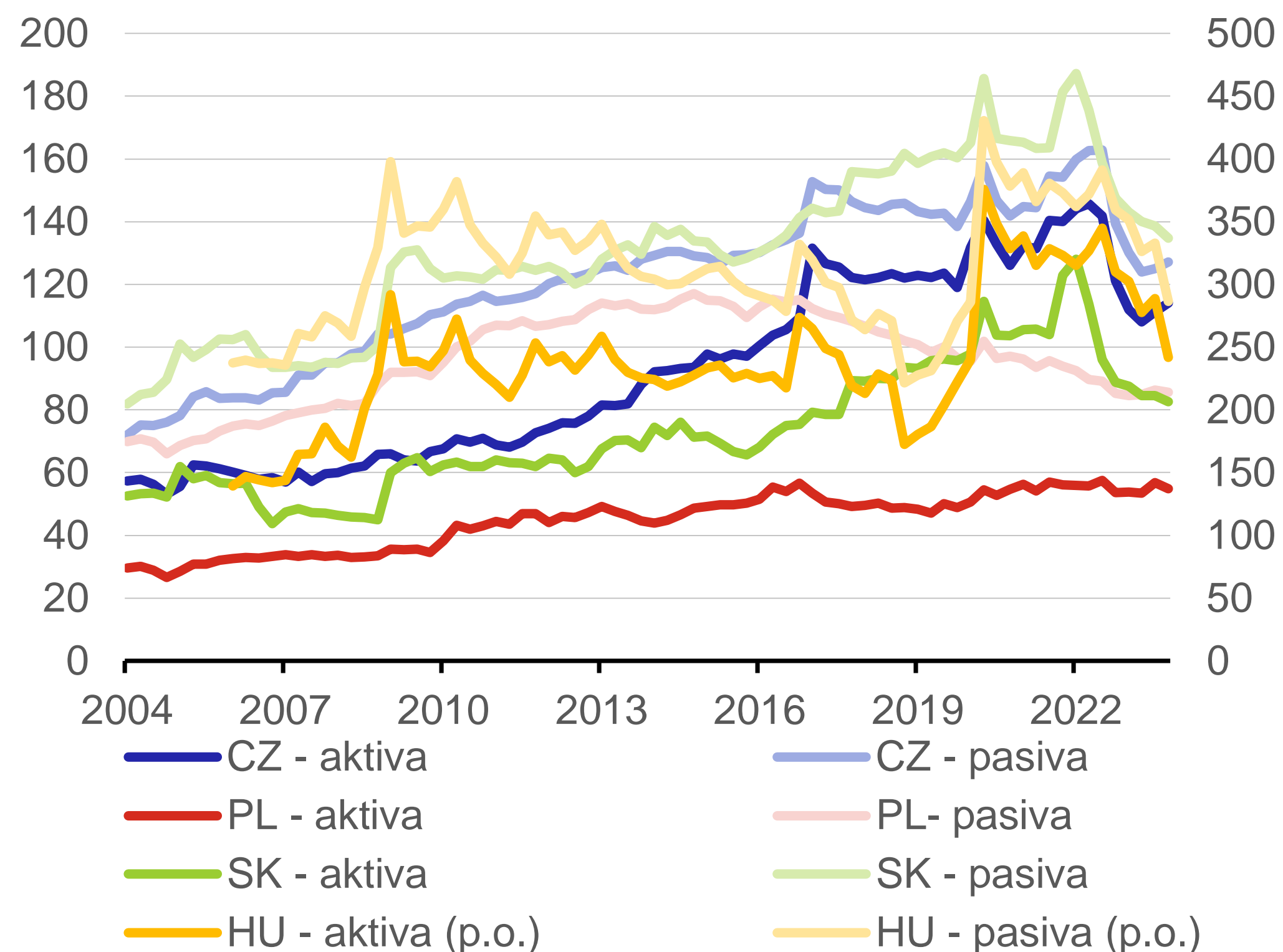
(v %)



- **Služby** jsou sice ekonomickou teorií brány jako tzv. „neobchodovatelné statky“, ale některé lze poskytovat i přes hranice.
- **Sektor služeb** tvoří ve vyspělých zemích nejvýznamnější část HDP (průměr za EU = 71,5 %):
 - Česká republika: 59,7 %
 - Maďarsko: 56,7 %
 - Polsko: 58,8 %
 - Slovensko: 61,7 %
- **Obchod se službami** (jejich dovoz a vývoz) se v současnosti pro země EU podílí na HDP téměř z jedné třetiny, zatímco na počátku tisíciletí to bylo zhruba 15 %.

Vývoj zahraniční investiční pozice

(v % HDP)



Zdroj: centrální banky, Refinitiv

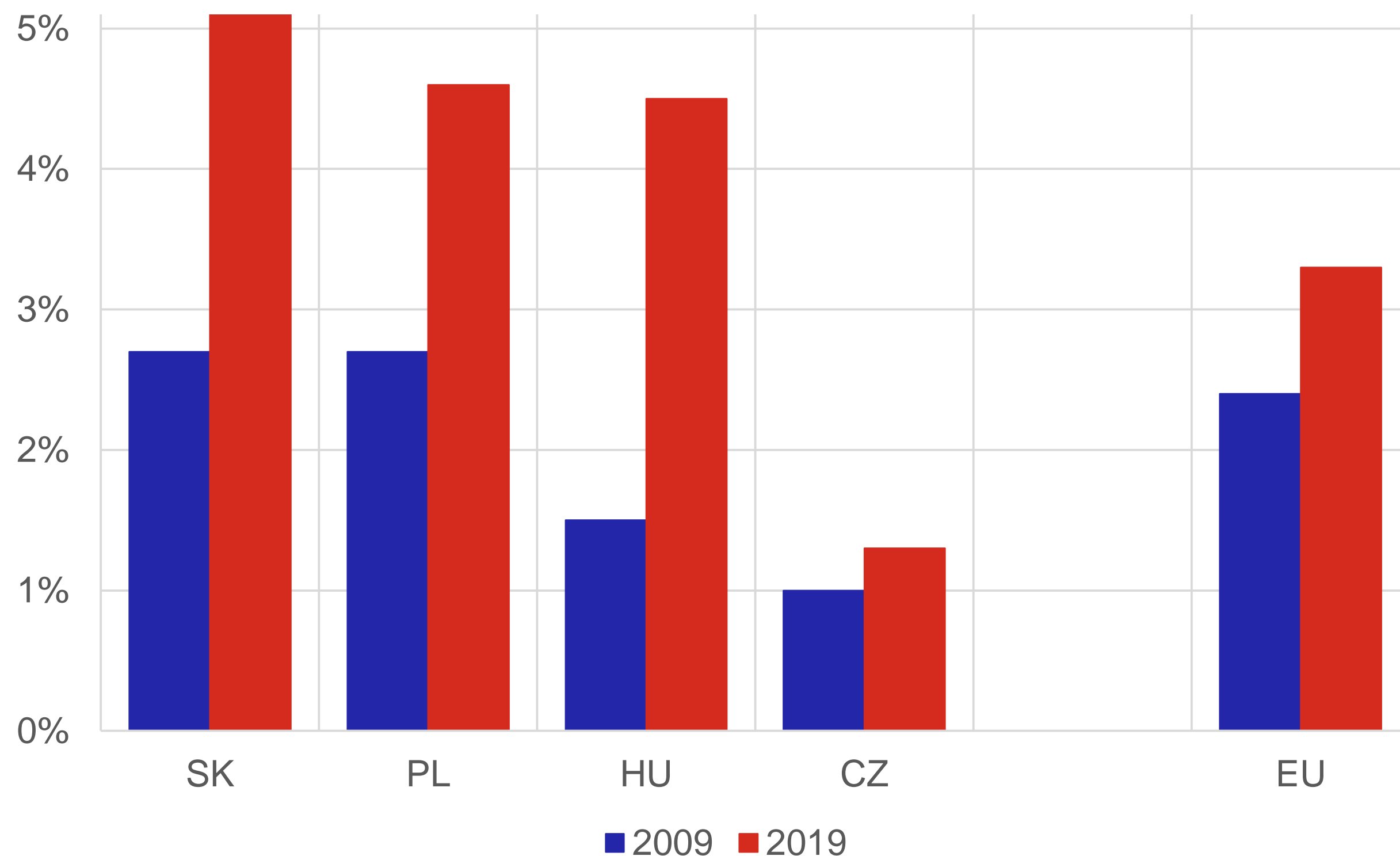
Pozn.: Aktiva = investice rezidentů v zahraničí, pasiva = investice nerezidentů v dané zemi

- Volný pohyb kapitálu:
 - otevírá firmám nové investiční možnosti
 - posiluje jednotný trh EU, neboť větší a silnější trh umožňuje efektivnější kapitálové investice, které podporují hospodářský růst
 - rozšiřuje možnosti investic pro malé retailové investory
- Zahraniční investiční pozice:
 - Objemy investic (aktiv i pasiv) u ČR, Maďarska a Slovenska obecně rostou vzhledem k HDP, což naznačuje, že roste provázanost těchto zemí se zahraničím. U Polska je situace odlišná, zahraniční investiční pozice nerezidentů postupně klesá.
- Přímé zahraniční investice:
 - Objem investic rezidentů zemí V4 v zahraničí vzrostl vícekrát (nejvíce v případě ČR a Polska) než objem prostředků nerezidentů investovaných v těchto zemích.

Čtyři „svobody“: volný pohyb osob

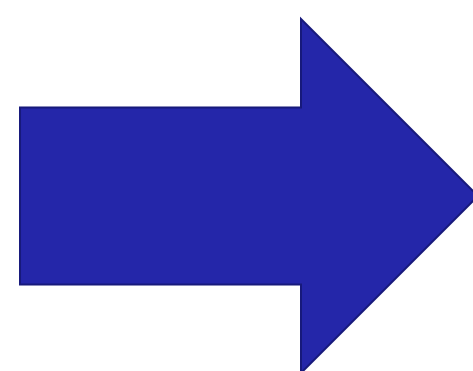
Mobilita občanů podle země občanství

(podíl k obyvatelstvu domovské země %)

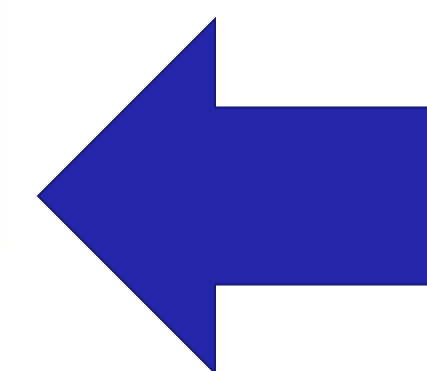


- Počty občanů využívajících možnost pobývat a pracovat v jiném členském státě EU z dlouhodobé perspektivy rostou.
 - z celkového počtu občanů EU v produktivním věku (20 až 64 let) tvořili mobilní občané v roce 2019 celkem 3,3% oproti 2,4 % v roce 2009
 - v rámci V4 relativně nejvíce (vzhledem k celkové populaci) opouštějí svou zemi původu Slováci, zatímco nejméně mobilní jsou Češi, u nichž se mobilita zvýšila jen minimálně
- Při pohledu na absolutní počty je však nejpočetnější skupina mobilních občanů polského původu, přičemž v rámci celé EU už jsou mobilnější pouze Rumuni.
- Nejpopulárnější cílovou zemí je Německo.

Kdy a jak vstoupíme do eurozóny my?



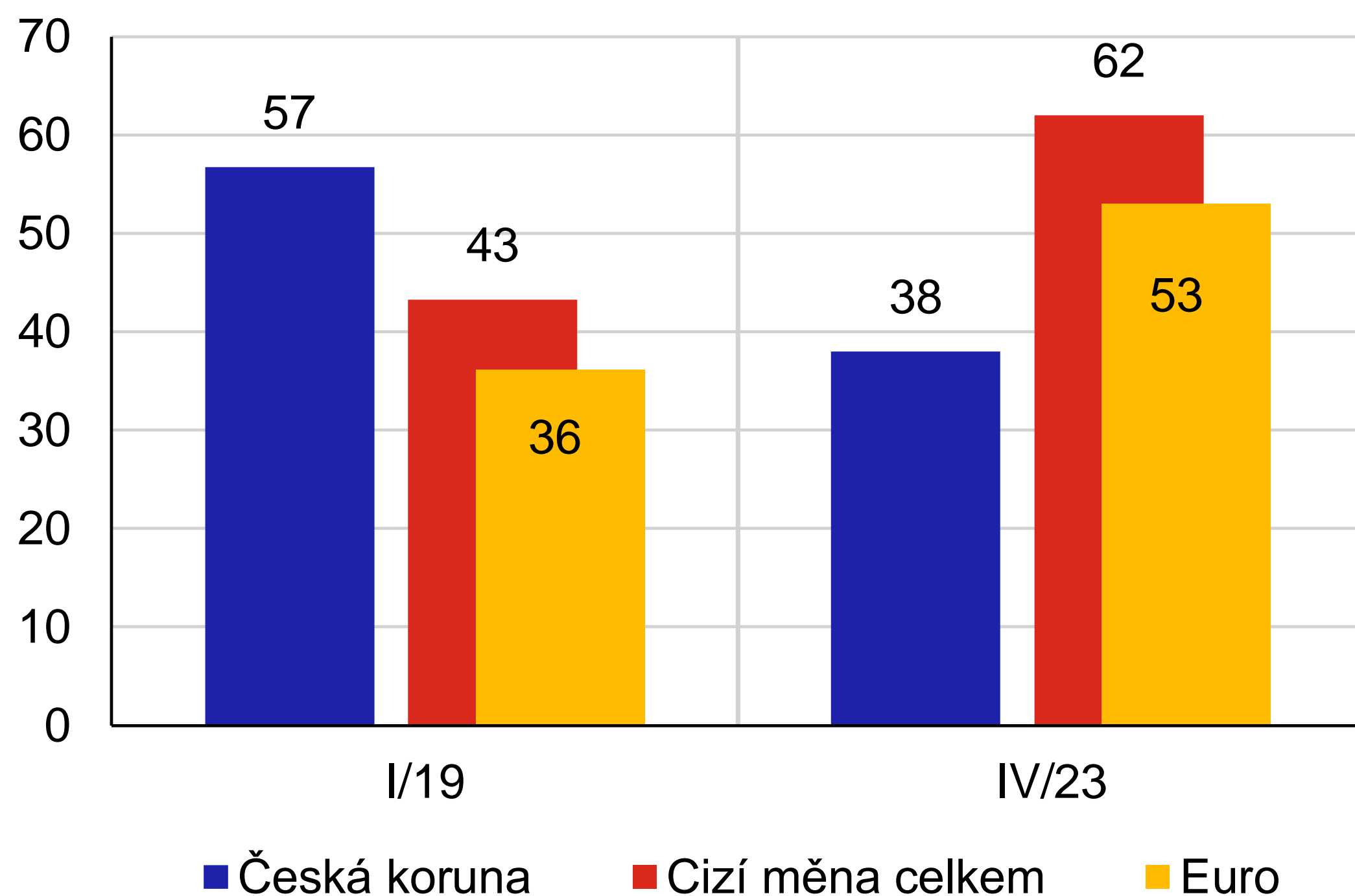
???



Úvěrování v eurech: postupně narůstá

Podíly financování podniků v cizí měně

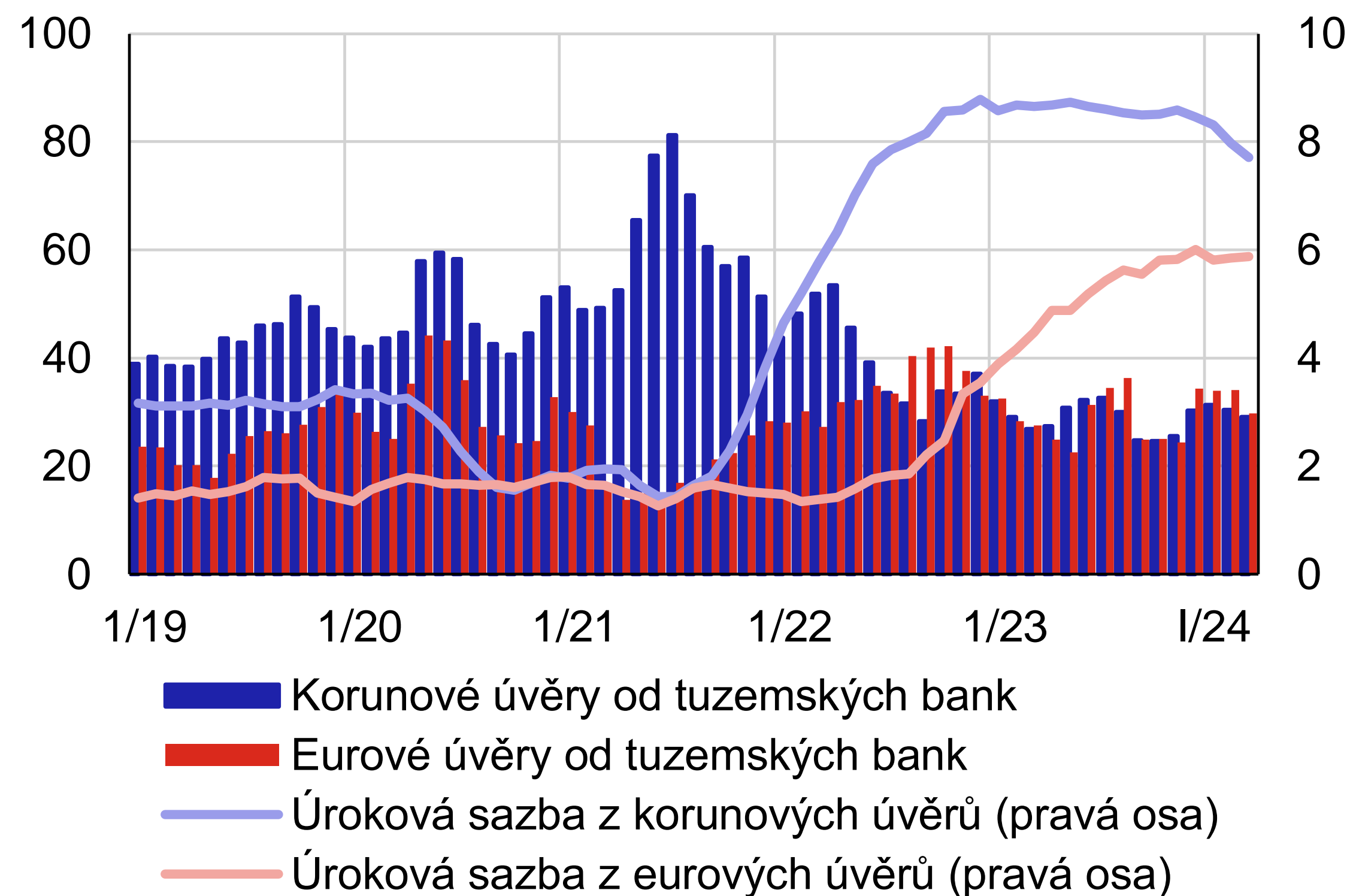
(v %)



Zdroj: ČNB

Nové úvěry podniků od bank a úrokové sazby

(měsíční objemy v mld. Kč, úrokové sazby v %)



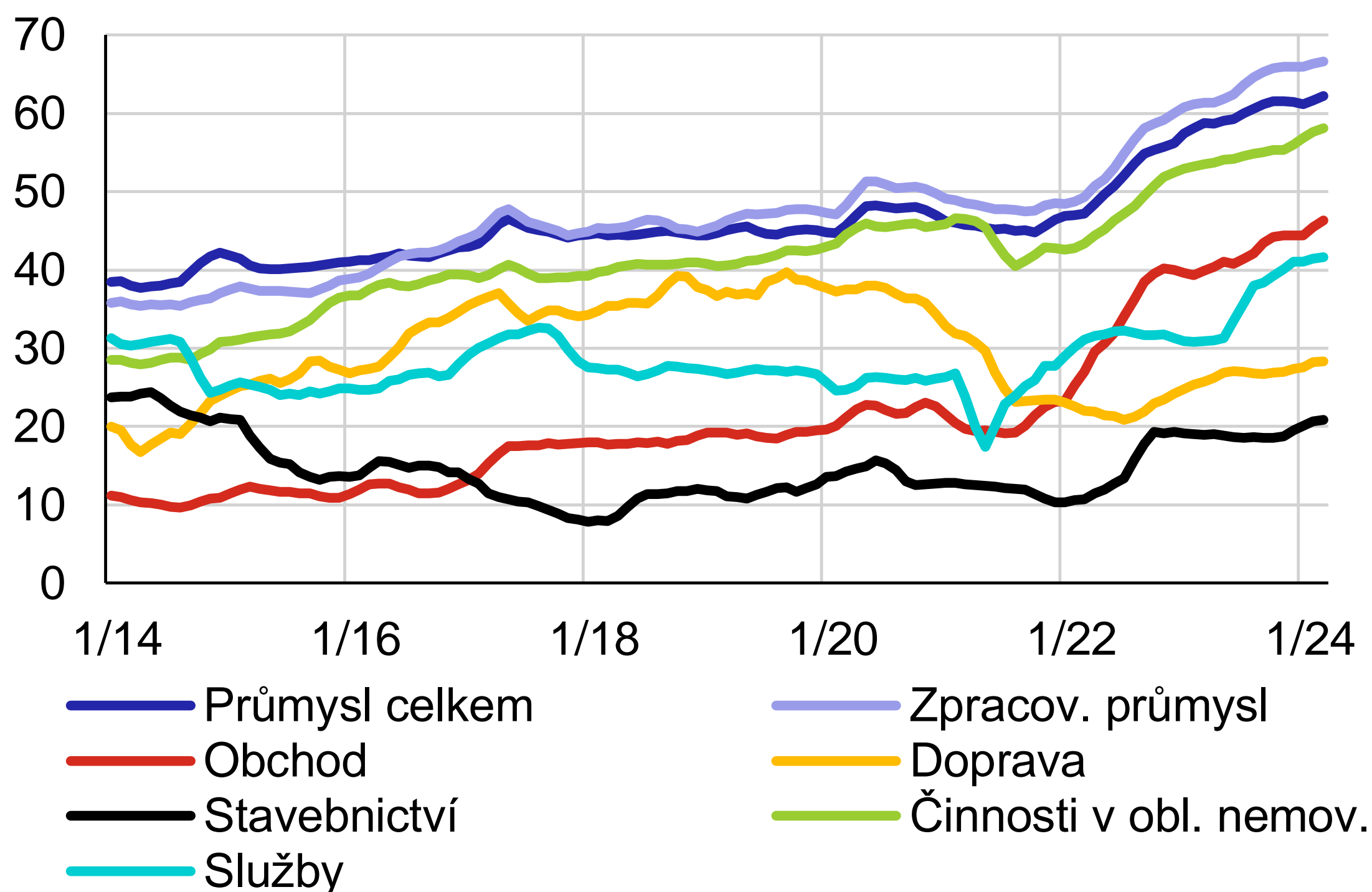
Zdroj: ČNB

Pozn.: Tříměsíční klouzavé průměry

Úvěrování v eurech: nejvíce v průmyslu

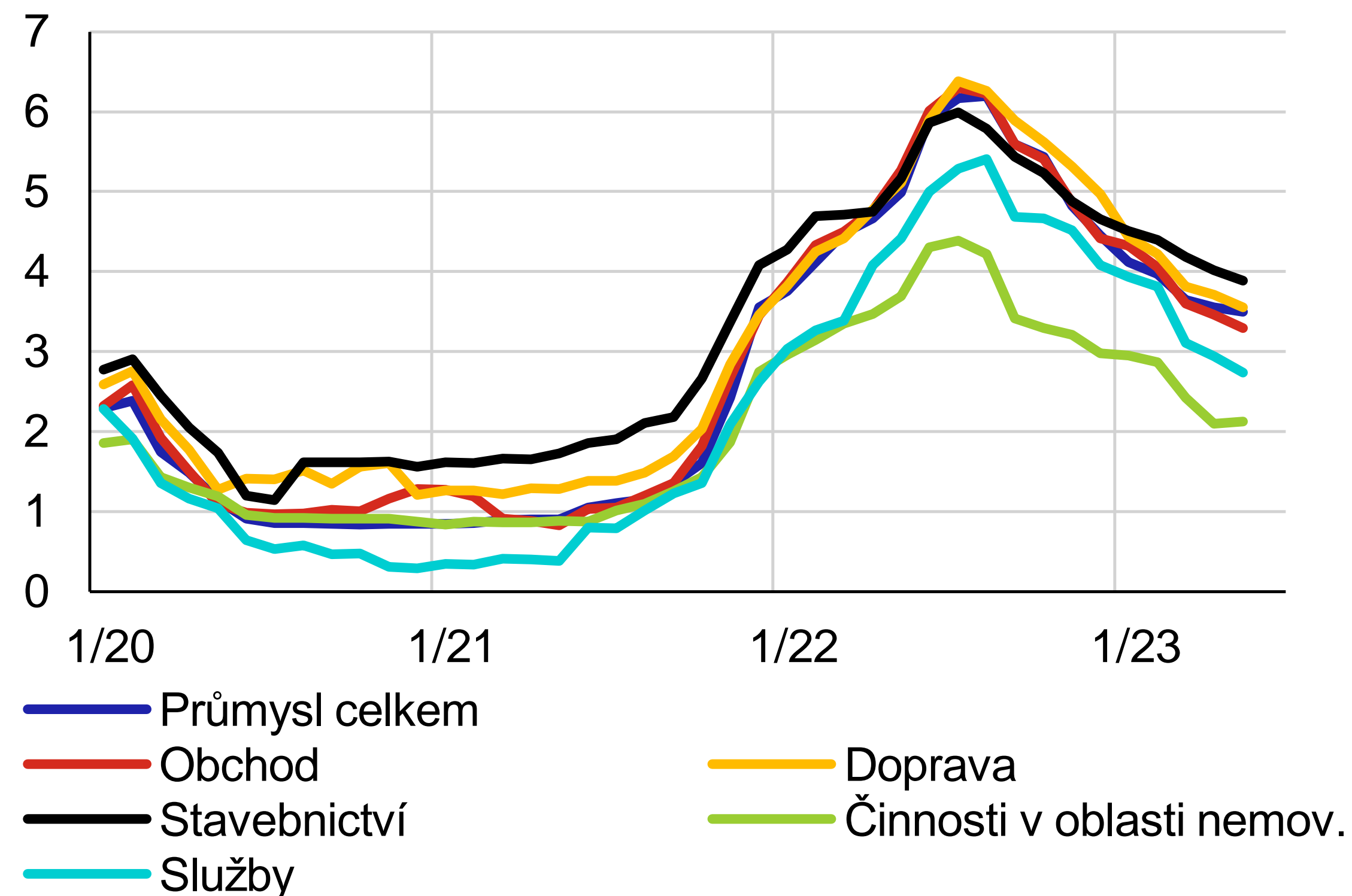
Podíl eurových úvěrů ve vybraných odvětvích

(v % tříměsíční klouzavé průměry)



Úrokový diferenciál ve vybraných odvětvích

(z úrokových sazeb korunových a eurových úvěrů, v procentních bodech)



Zdroj: ČNB
 Pozn: Tříměsíční klouzavé průměry

Zdroj: AnaCredit ČNB, výpočet ČNB

Vstup do eurozóny: co vyžaduje a obnáší?

Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie

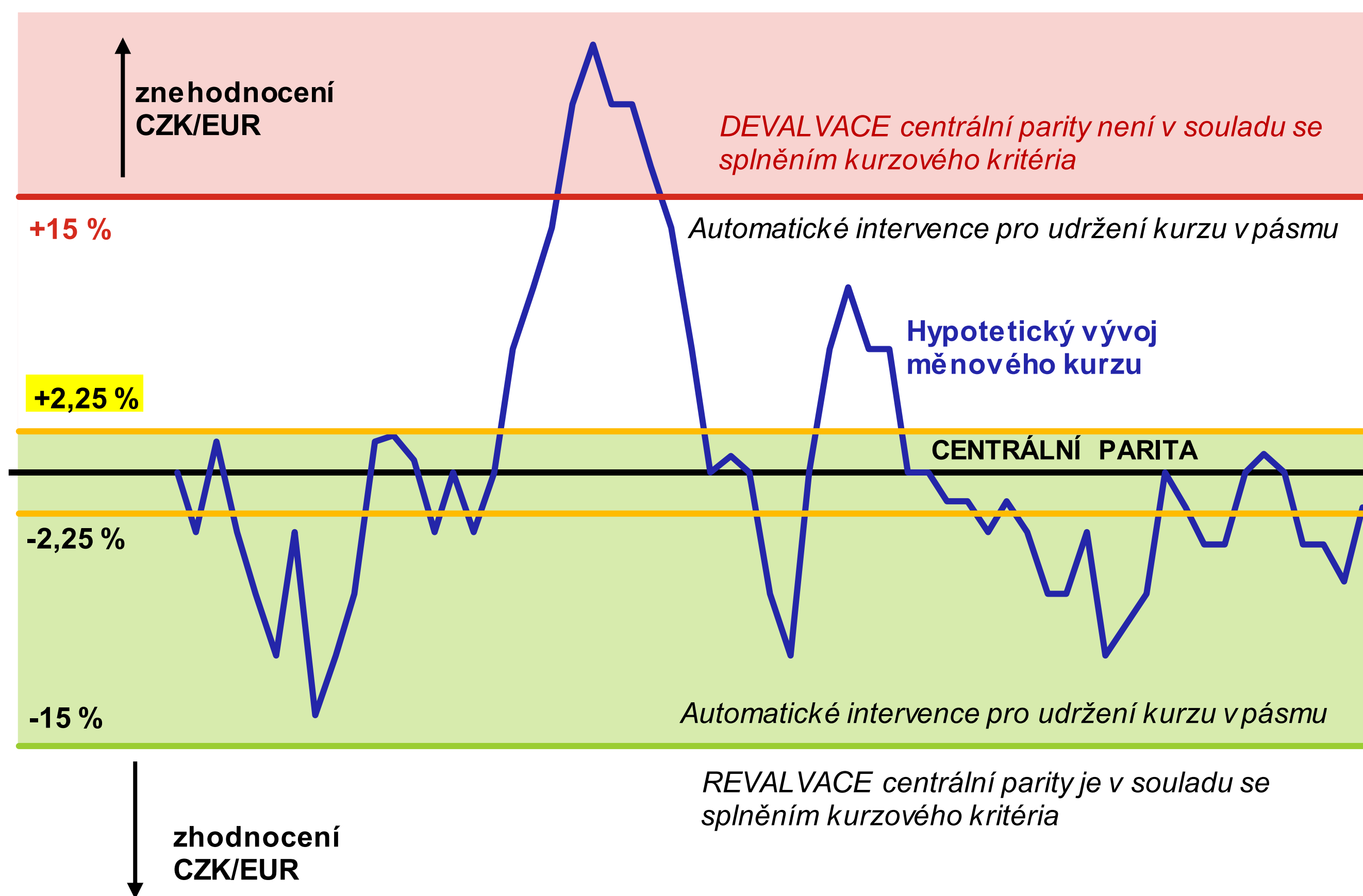
- 1) plnění maastrichtských kritérií ▶
- 2) novelizace příslušných právních norem ▶
- 3) vstup do bankovní unie a centralizovaného dohledu nad významnými bankami
- 4) splacení zbývajícího kapitálu ECB
- 5) zafixování kurzu domácí měny k euru a přenechání provádění měnové politiky ECB

Platit eurem = politické rozhodnutí s ekonomickými dopady

- ČR je viditelně sladěná s většinou členských zemí eurozóny.
- K podpoře politického rozhodnutí o přijetí eura není potřeba provádět mikroskopické vyčíslování podrobných přínosů a nákladů vstupu, to by bylo zbytečné akademické cvičení.
- Česko je nejen v evropském kontextu vyspělou zemí, po které je poptávka.
- Euro je příležitostí; dlouhodobá výkonnost ekonomiky (produktivita, míra přidané hodnoty, pružnost trhu práce, kvalita fungování institucí a podnikatelského prostředí) však nezáleží na měnověpolitickém režimu ani na tom, zda platíme eurem či korunou.
- Budoucí „sebevědomé“ přijetí eura si musíme odpracovat (vedle nutných legislativních změn i řada vyjednávání a dílčích kroků nejen na poli ekonomické diplomacie).
- Bylo by vhodné stanovit kredibilní věcný a časový plán a začít na jeho naplňování pracovat, tento proces velmi pravděpodobně přesáhne jeden volební cyklus.

ERM II: klíčová hodnota +2,25 % od centrální parity

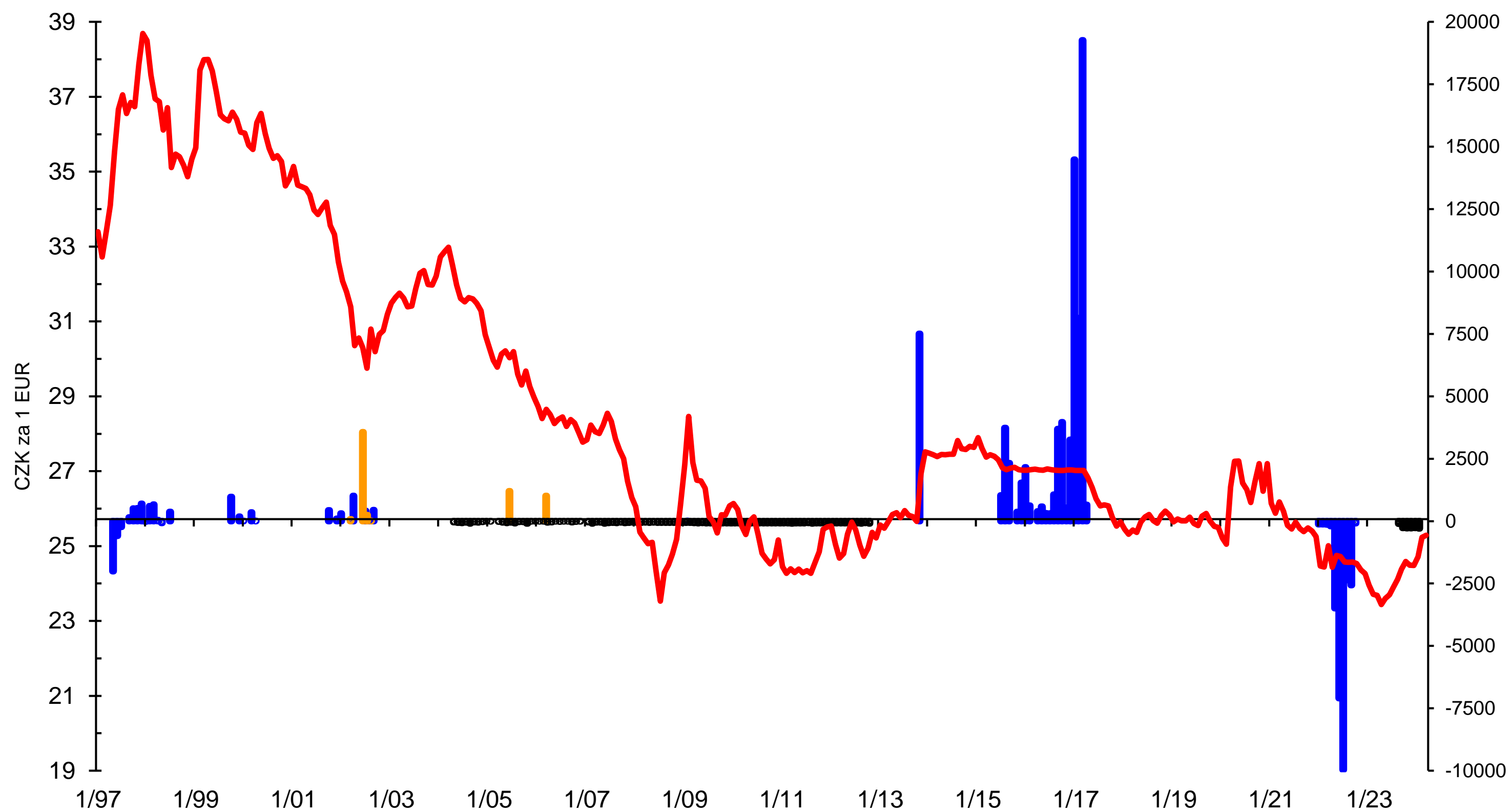
Hypotetický pohyb kurzu v ERM II a maastrichtské kurzové kritérium (v %)



- Vyhodnocení kurzového kritéria není ex ante zcela zřejmé, neboť:
 - $\langle -15 \% ; +2,25 \% \rangle \Rightarrow$ splnění kritéria „bez diskuse“
 - $\langle +2,25 \% ; +15 \% \rangle \Rightarrow$ existuje možnost splnění kritéria
- Při pohybu kurzu v pásmu $\langle +2,25 \% ; +15 \% \rangle$ bude záležet na tom:
 - jak dlouho se zde bude kurz pohybovat
 - jak daleko bude kurz vzdálen od hranice +2,25 %
 - jaká bude intervenční aktivita národní centrální banky, ECB, CB eurozóny a CB zemí v ERM II
- **Revalvace centrální parity** (posun na silnější úroveň) splnění kurzového kritéria nebrání, **devalvace centrální parity** (posun na slabší úroveň) však ano.

ERM II: faktory působící na měnový kurz

Intervenční aktivita ČNB (měnověpolitická i neměnověpolitická)
(CZK/EUR, mil. EUR)



■ intervence ■ odkup z PÚ do devizových rezerv ■ odprodej výnosů z DR — CZK/EUR (levá osa)

Intervence CB
(režim řízeného floatingu)

Úrokový diferenciál
(domácí sazby – sazby zahraniční)

Ekonomické fundamenty
(produktivita, směnné poměry,
fiskál, čistá zahraniční aktiva, ...)

Sentiment ...

ERM II: a inflačně cílující centrální banka

- **Pro centrální banku operující v režimu cílování inflace:**
 - je obecně vhodnější, aby v mechanismu ERM II setrvala minimální dobu. To je nejlepší varianta, která zachovává tzv. režimovou čistotu
 - platí, že čím více je pohyb měnového kurzu svazován, tím méně to vyhovuje samotnému režimu cílování inflace (viz impossible trinity)
 - znamená vstup do ERM II faktickou změnu kurzového režimu
- **Delší než optimální (minimální) pobyt v ERM II:** CB eurokandidáta by v tomto případě komunikovala, že z věcných důvodů musela provádět některé kroky v domácí měnové politice (např. volba nižší hladiny úrokových sazeb a mírně slabšího kurzu nebo provádění měnových intervencí za účelem snížení volatility kurzu atd.) pro dosažení svého primárního cíle, tedy stabilizace inflace co nejbližší inflačnímu cíli.
- **Kratší pobyt v ERM II s důvěryhodně vytyčeným datem pro vstup do eurozóny:** povede i k viditelné konvergenci některých, zejména krátkodobých úrokových sazeb.
 - Ke dni vstupu do eurozóny splyne sazba peněžního trhu se sazbou EURIBOR, resp. měnověpolitická sazba CB eurokandidáta s měnověpolitickou sazbou ECB.
 - Úrokové sazby na delších splatnostech se však obvykle mezi zeměmi eurozóny liší, u některých velmi zřetelně.

ERM II: jak to vidí zastánci a kritici?

- **Zastánci ERM II:**

- připomínají např. jeho **možnou stabilizační funkci**, např. skrze nepřímý tlak na ustálení inflace (přes dovozní ceny) nebo konsolidaci veřejných financí. (Nicméně zvýšení vládního zadlužení může v konečném důsledku vést jak k posílení, tak oslabení měny. Záleží na výši dluhu a deficitu a vnímání jeho udržitelnosti finančními trhy.)

- **Kritici ERM II:**

- Namítají, že pokud země před plánovaným vstupem do eurozóny prováděla vyváženou měnovou, finančněstabilní a fiskální politiku, pak je pobyt v ERM II vlastně **zbytečným testem**, a to zejména v dnešním globalizovaném a finančně propojeném světě.
- Argumentují **Tinbergenovým pravidlem nástrojů a cílů měnové politiky**, kdy centrálně cílující CB by sledovala dva cíle, tj. cenovou stabilitu ve formě inflačního cíle a měnový kurz (pásmo $\langle +2,25; -15\% \rangle$) a k jejich naplnění má jen jeden nástroj, tedy úrokovou sazbu.

- **Realita:**

- ERM II je a bude i pro současné eurokandidáty, kteří tímto pomyslným předpokojem před vstupem do eurozóny budou muset projít.
- V zájmu obou stran – tedy evropských institucí i eurokandidáta – je, aby pobyt země v ERM II proběhl hladce.

- **Bankovní unie**

- Vznikla s cílem, aby byl bankovní sektor v eurozóně i v zemích EU stabilní, bezpečný a spolehlivý a tím přispíval k zabezpečení finanční stability v EU.
- Její vznik byl reakcí na dluhovou krizi eurozóny a provázanost bank a vládních dluhů v eurozóně i jistou nevyhnutelnou reakcí na události po globální finanční krizi odstartované pádem investiční banky Lehman Brothers v září 2008.
- Měla by ve své finální fázi stát na třech pilířích, tedy na: **(i) jednotném mechanismu dohledu, (ii) jednotném mechanismu pro řešení krizí a (iii) evropském systému pojištění vkladů** (ten zatím nebyl realizován a dohoda o jeho zřízení zatím není na dohled).
- Podstatou bankovní unie je zejména vykonávání jednotného evropského dohledu obezřetnosti nad významnými bankami, resp. komerční bankou dle požadavku ECB. Jde tedy o přenesení dohledových pravomocí u významných bank z národního orgánu na ECB.

Situace v ČR

- Zhruba 95 % bankovního sektoru je ve vlastnictví zahraničních bank, které samy o sobě podléhají dohledu ECB.
- Viditelná část pravomocí v oblasti makroobezřetnostního dohledu bude zachována i po vstupu do bankovní unie a následně eurozóny.

Významná banka (kritéria):

- (a) **velikosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 30 miliard EUR)
- (b) **hospodářského významu** (pro danou zemi nebo ekonomiku EU jako celek)
- (c) **přeshraniční činnosti** (celková hodnota aktiv banky přesahuje 5 miliard EUR a poměr jejích přeshraničních aktiv/pasiv ve více než jednom jiném zúčastněném státu k jejím celkovým aktivům/pasivům je vyšší než 20 %)
- (d) **čerpání minulé přímé finanční pomoci z veřejných prostředků** (banka, která si vyžádala nebo obdržela financování z Evropského mechanismu stability nebo Evropského nástroje finanční stability)
- (e) **národního významu** (banka, která je jednou ze tří nejvýznamnějších bank usazených v konkrétní členské zemi EU)

Jednotný soubor pravidel = páteř bankovní unie a regulace finančního sektoru v EU

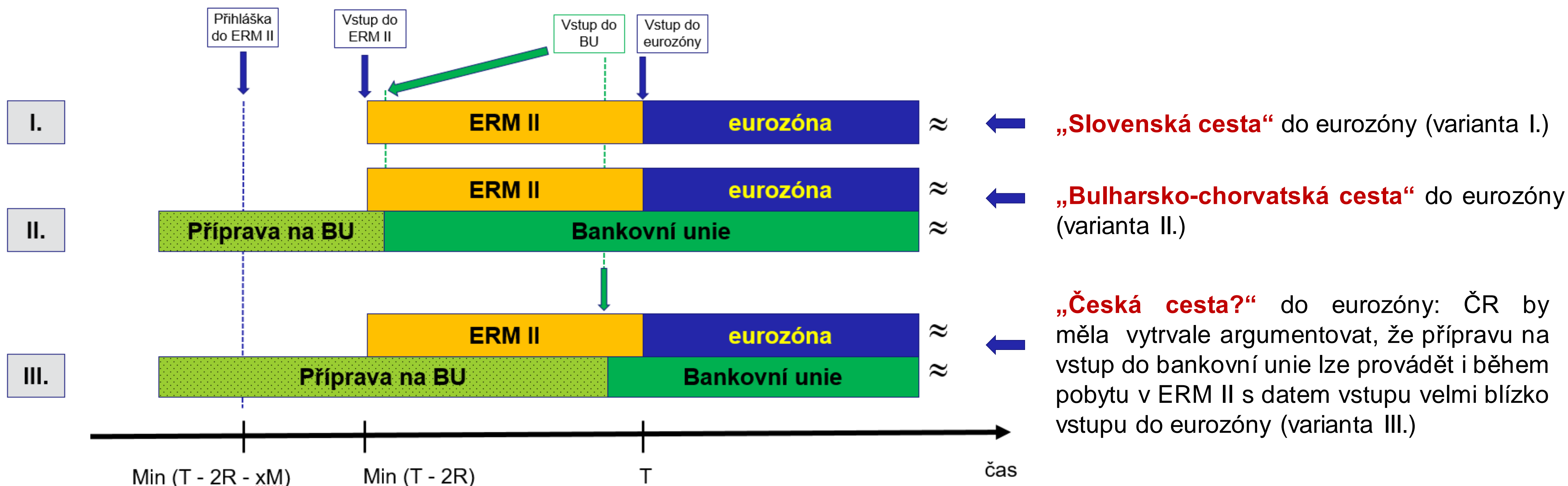
- **Kdo se jím řídí?** Všechny finanční instituce (včetně cca 8 300 bank) v EU, aby byly v celé EU zajištěny rovné podmínky.
- **Jaké jsou jeho hlavní cíle?** Odstranit rozdíly v právních předpisech členských států, zajistit stejnou úroveň ochrany spotřebitelů, zajistit rovné podmínky pro banky v celé EU.
- **Co je jeho náplní?** Stanovení kapitálových požadavků na banky, zajišťuje lepší ochranu vkladatelů, upravuje prevenci a řízení krizových situací bank.

Platit eurem = být plnoprávným členem jak měnové, tak bankovní unie. ALE:

- Bulharsko a Chorvatsko vstoupily do bankovní unie dříve, než vstoupily do eurozóny. Precedent pro současné eurokandidáty? Neměl by být...

ERM II a bankovní unie: načasování vstupu

(Ne)jasná posloupnost kroků a požadavků pro vstup do eurozóny



Pozn.: **T** – datum vstupu do eurozóny (zafixování národní měny k euru ve stanoveném konverzním poměru), **Min (T-2R)** vyjadřuje minimálně dvouletou účast v ERM II (z minulých zkušeností je skoro jisté, že tato doba je v realitě delší než 2 roky), **Min (T-2R-xM)** vyjadřuje dobu před vstupem do ERM II, kdy bude zaslána přihláška do tohoto kurzového mechanismu. Doba mezi podáním přihlášky a samotným vstupem do ERM II může být relativně krátká, ale také poměrně dlouhá. Závisí to na kondicionalitách, které od evropských institucí a členů ERM II eurokandidát obdrží.

Děkuji za pozornost



prof. Luboš Komárek

Česká národní banka, ředitel odboru vnějších ekonomických vztahů
Univerzita Karlova, FSV, Institut ekonomických studií

Lubos.Komarek@cnb.cz

Brůha, J. – Komárek, L. – Motl, M. (2023): [Měnový kurz jako dílčí indikátor pro \(ne\)přijetí eura](#). Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2023.

Česká národní banka (2023): [Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2023](#).

Česká národní banka a Ministerstvo financí ČR (2023): Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou.

Kábrt, M. – Komárek, L. – Polák, P. – Ryšavá, M. – Netušilová, P. (2024): Dvě desetiletí v Evropské unii: Jaké byly pro země Visegradské čtyřky? Globální ekonomický výhled, ČNB, květen 2024.

Komárek, L. (2024): [Euro a my: ERM II – malý předpokoj, či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?](#) čnBlog, 3. 4. 2024.

Komárek, L. a kol. (2005): Kurzové aspekty v procesu přistoupení České republiky k eurozóně. Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha, s. 93.

Evropská komise (2024): [20 důvodů, proč je dobré být v EU](#).

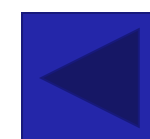
Tungul, L. a kol. (2021): Méně překážek, více odpovědnosti. In: Hurník, J. – Tůma, Z. – Vávra, D. „Mýty kolem eura“.

- **Vstup do eurozóny: příprava právních norem**
- **Maastrichtská kritéria: Česká republika**
- **Rovnovážný měnový kurz CZK/EUR**
- **Měnový kurz jako dílčí indikátor (ne)přijetí eura**
- **Vývoj ratingového ohodnocení zemí V4**

Vstup do eurozóny: příprava právních norem

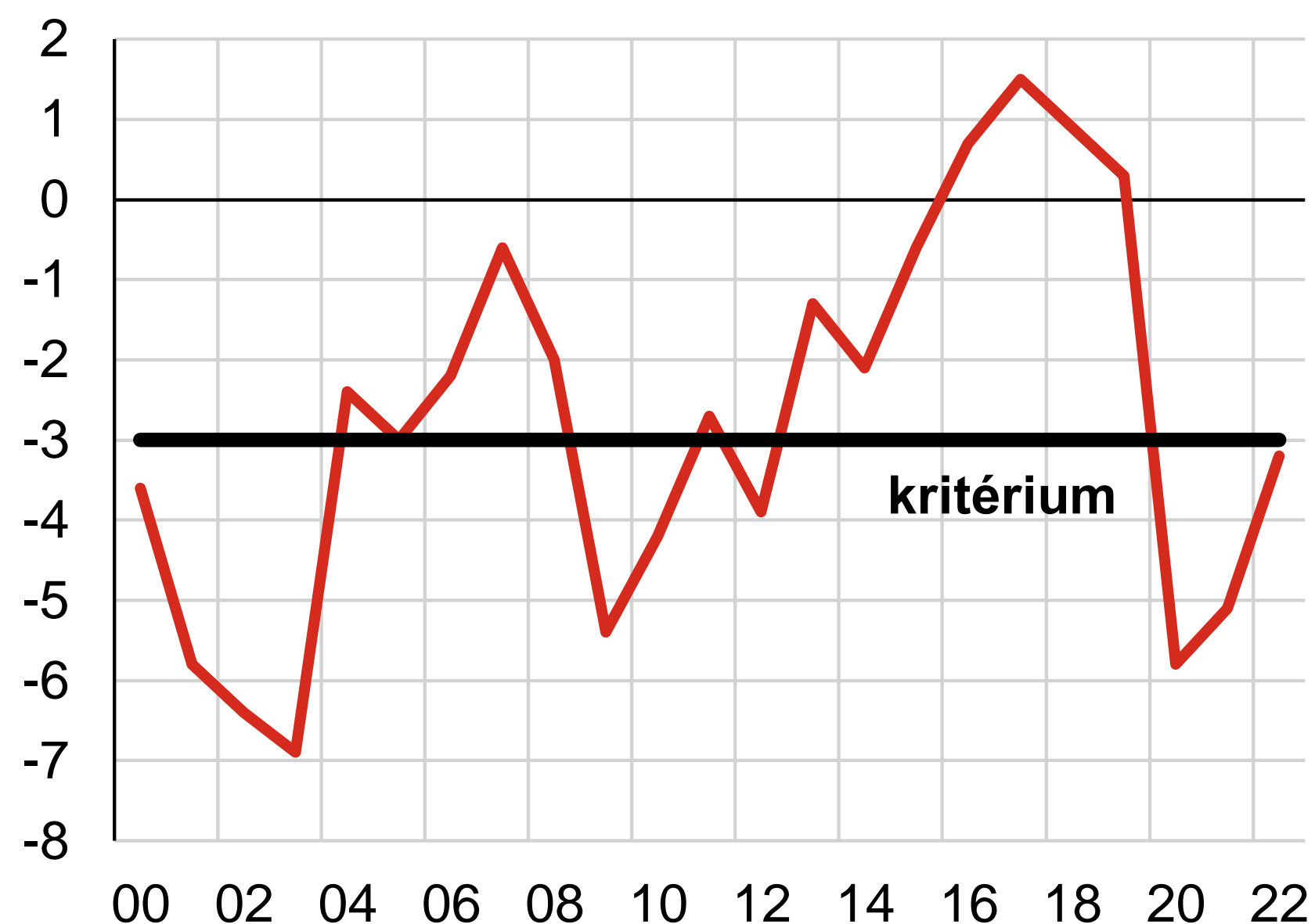
Jaké právní normy je nutné v ČR upravit se vstupem do bankovní unie a zavedením eura? (bez nároků na úplnost)

- **zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance**
- **zákon o úvěrových institucích** (v přípravě, bude-li přijat), který by měl nahradit stávající zákon o bankách
- nicméně přesah úprav spojený s přípravou vstupu do bankovní unie se dotkne řady jiných zákonů, které musí být před oficiálním vstupem do eurozóny změněny, např.:
 - **zákon č. 136/2011 Sb., o oběhu bankovek a mincí**
 - **zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu**
 - **zákon č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech a řešení krize na finančním trhu**
 - **zákon č. 257/2016 Sb., o spotřebitelském úvěru**
 - **zákon č. 277/2013 Sb., o směnářské činnosti**
 - **zákon č. 254/2004 Sb., o omezení plateb v hotovosti**
 - vedle toho bude nutné upravit zákony zmiňované v Konvergenční zprávě ECB, tj. vedle již zmíněného zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, půjde dále o zákon č. 2/1969 Sb., kompetenční zákon, zákon č. 240/2000 Sb., krizový zákon, a zákon č. 241/2000 Sb., o hospodářských opatřeních pro krizové stavy



Maastrichtská kritéria: fiskální (deficit, dluh)

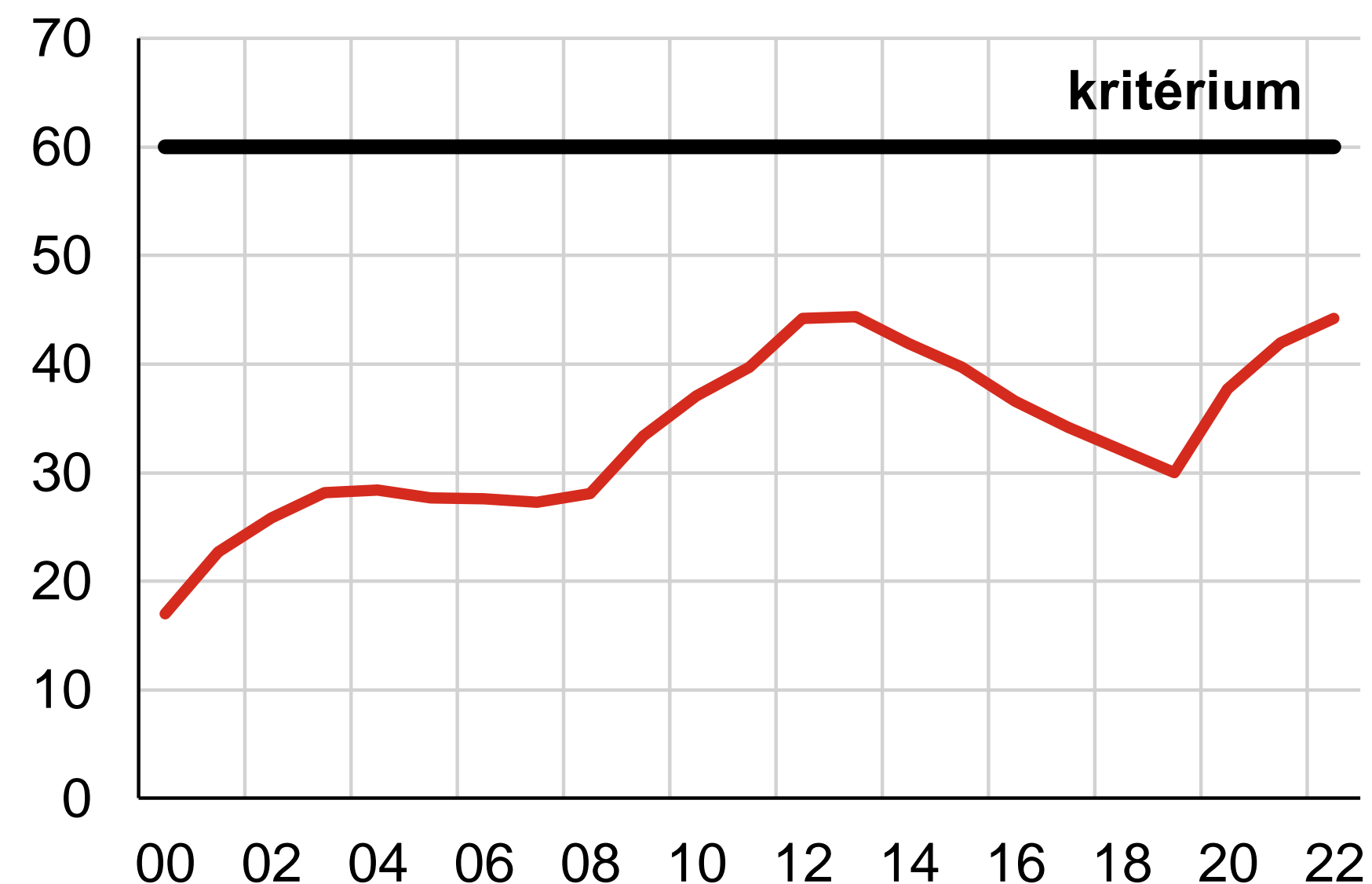
Vývoj salda vládního sektoru v ČR
(% HDP)



Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu deficitu 3 % HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	-2,4	-3,2	-3,6	-2,2

Vývoj vládního dluhu ČR a maastrichtské kritérium
(% HDP)



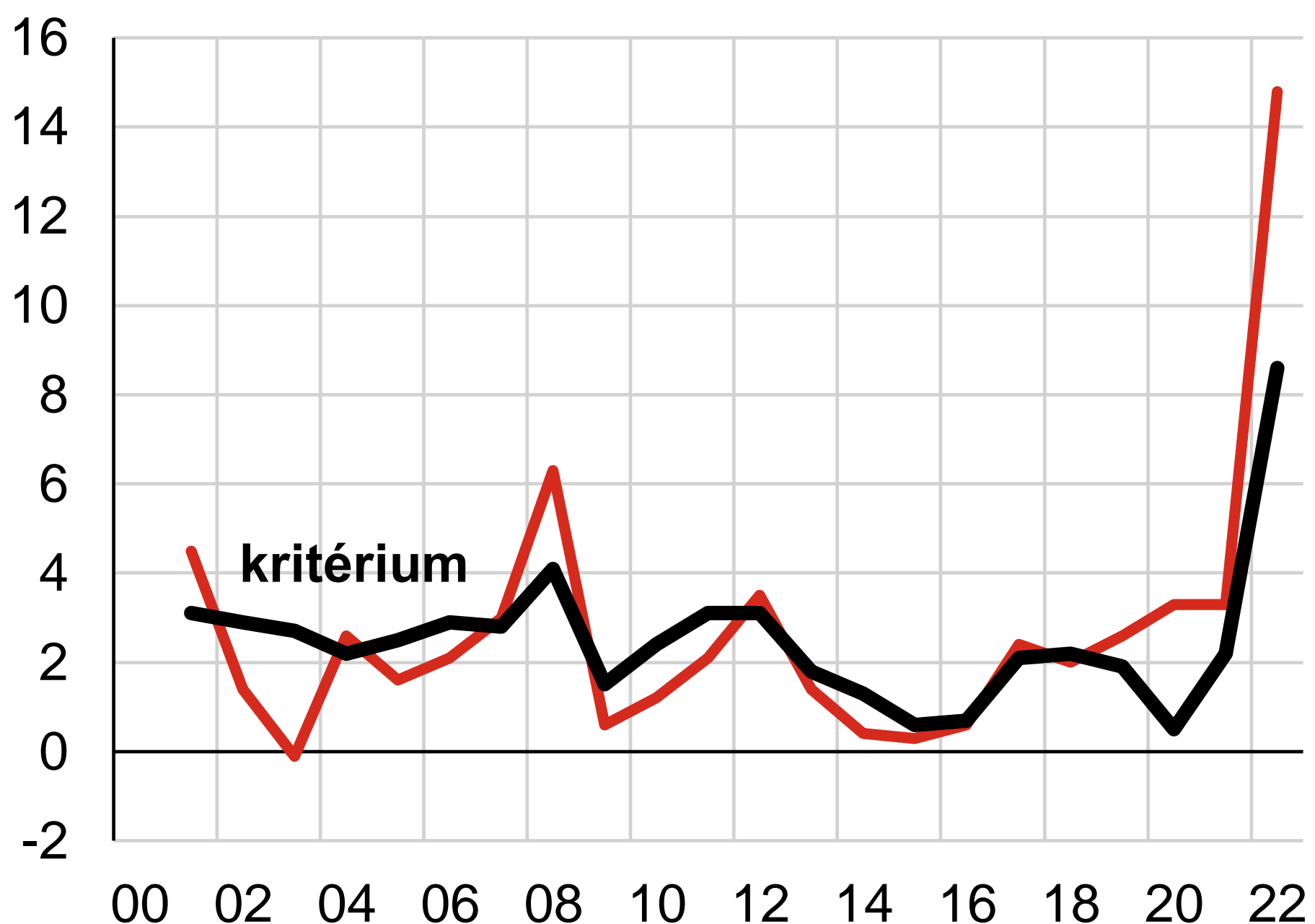
Pozn.: Černá čára reprezentuje kritérium limitu dluhu 60 % HDP dané Paktem o stabilitě a růstu.

rok	2004	2022	2023	2024
ČR	28,4	44,2	44,7	45,9

Maastrichtská kritéria: monetární (inflace, sazby)

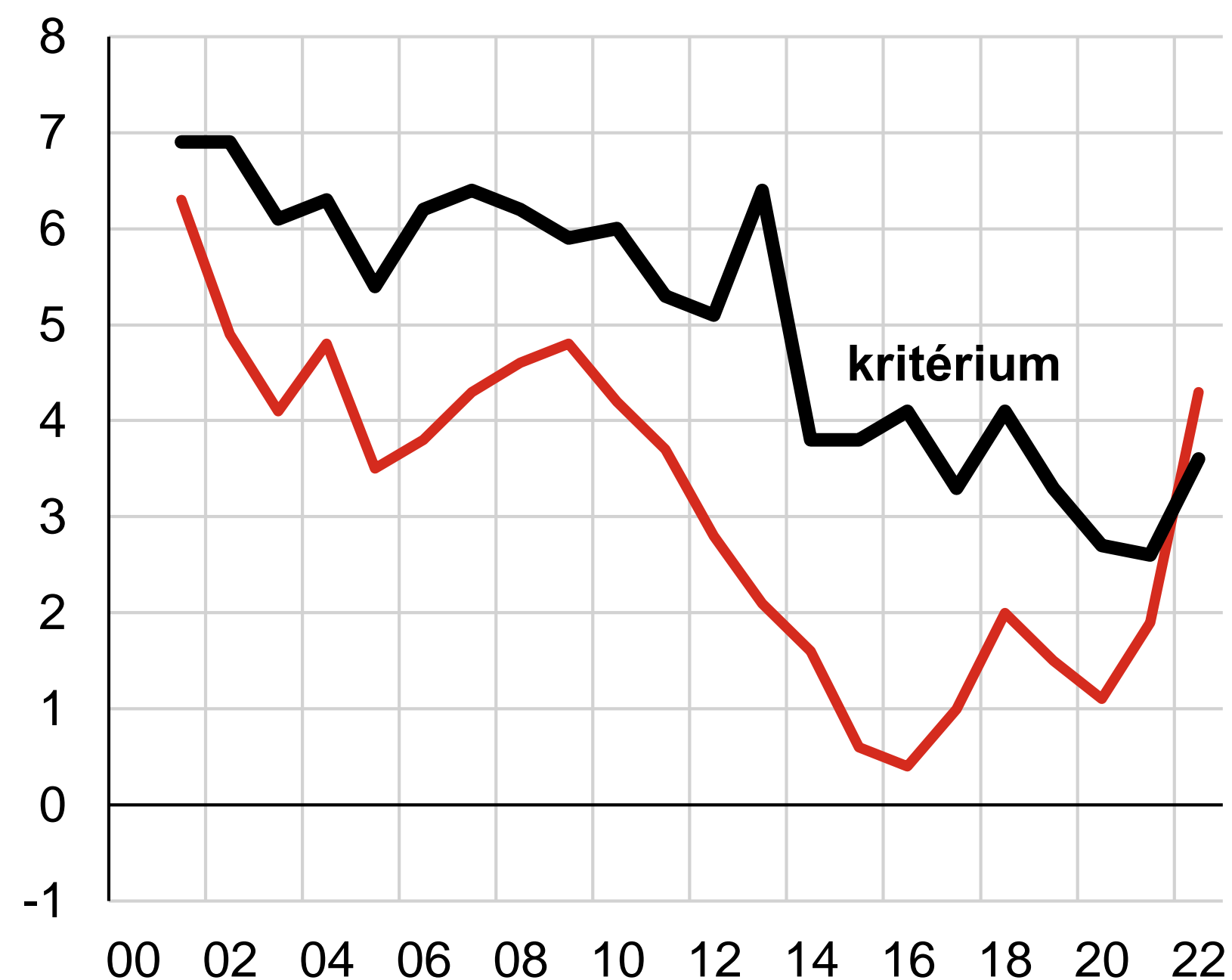
HICP inflace v ČR a maastrichtské kritérium

(mzr. v %)



Výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů ČR

a maastrichtské kritérium (10Y, v %)

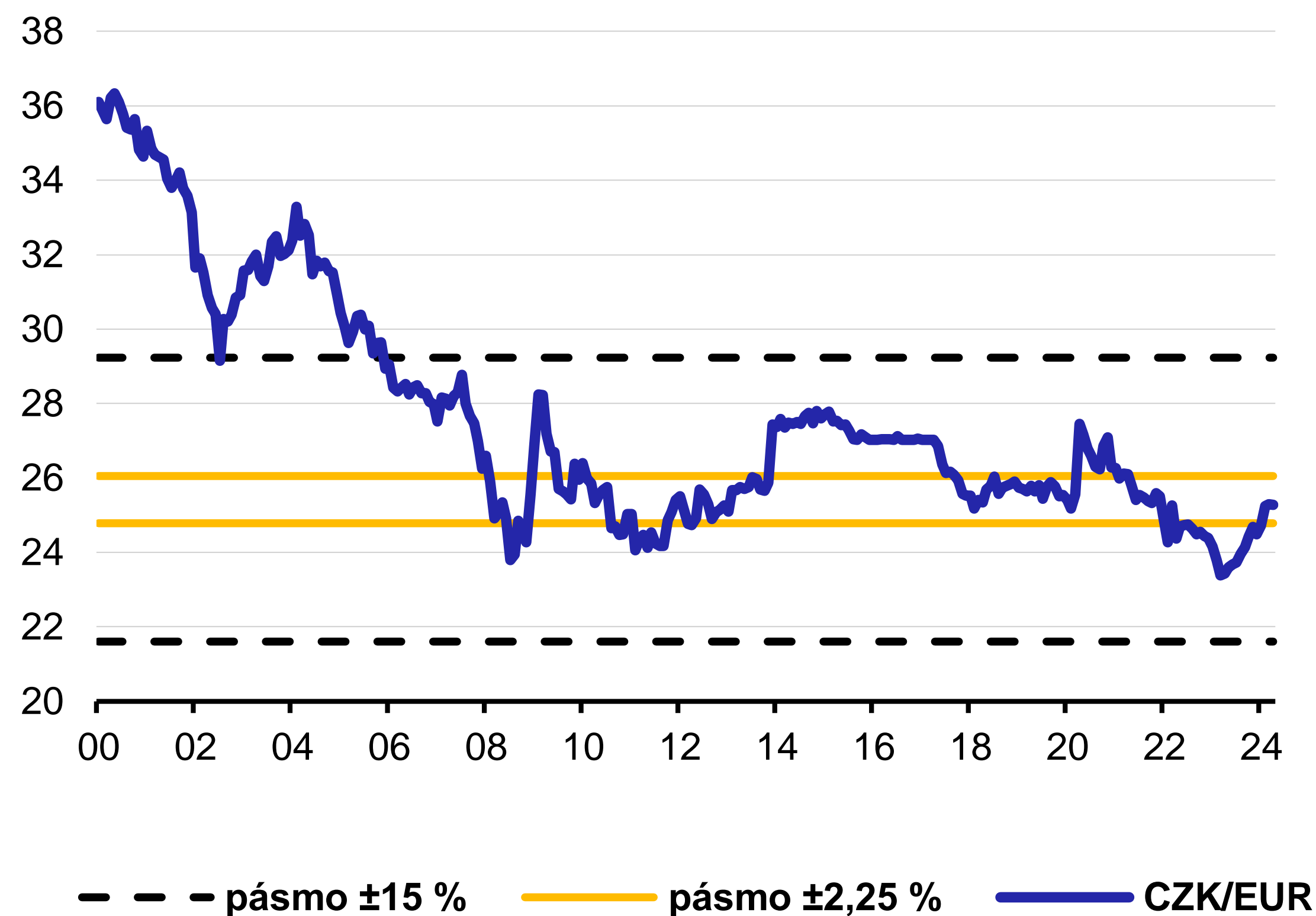


rok	2004	2022	2023	2024
ČR	2,7	14,8	12,1	3,5
kritérium	2,4	8,6	4,6	3,5

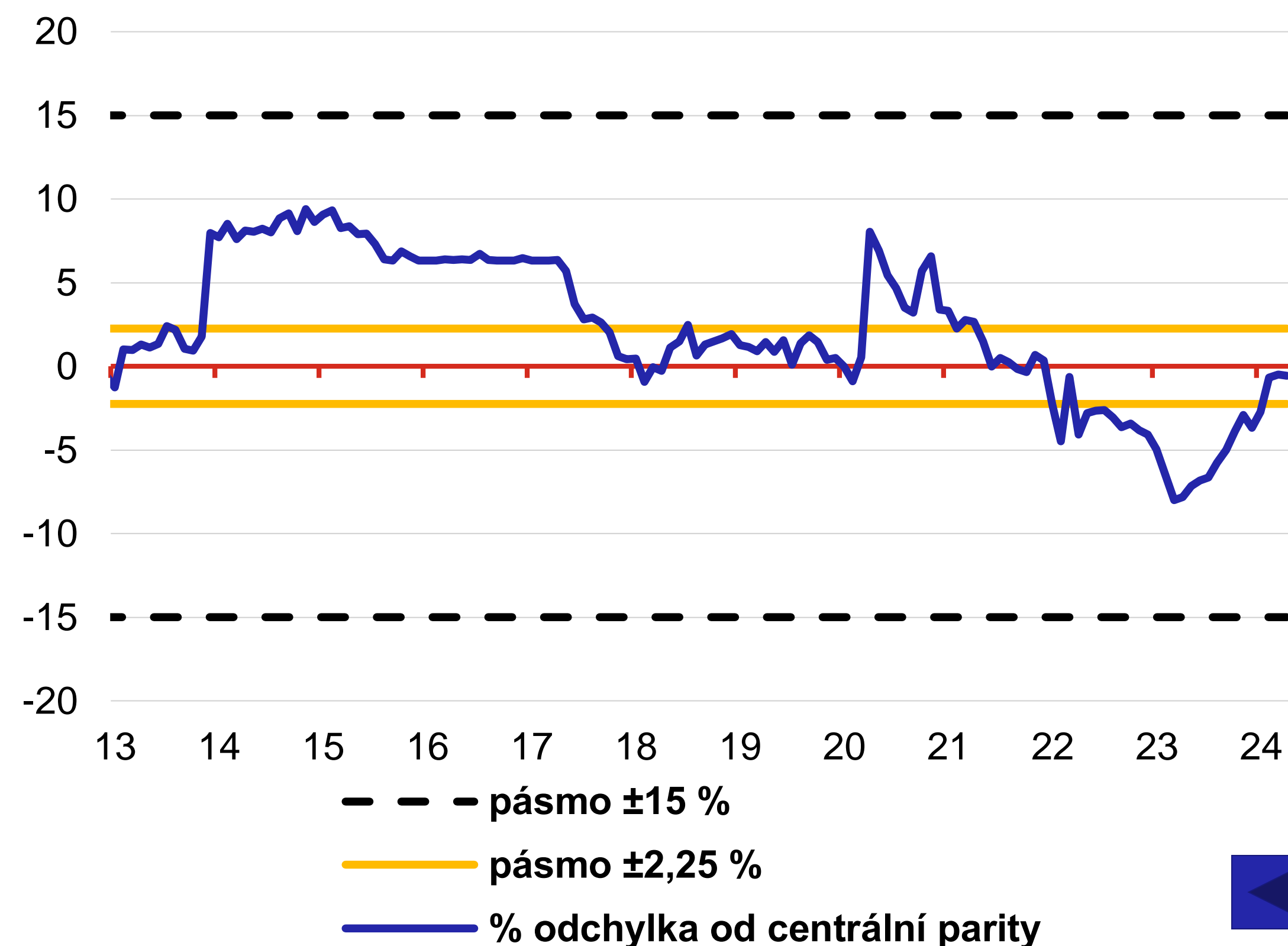
rok	2004	2022	2023	2024
ČR	4,9	4,3	4,4	3,6
kritérium	5,8	3,6	4,7	4,8

Maastrichtská kritéria: monetární (CZK/EUR)

Vývoj kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1. 1. 2020 = 25,414 CZK/EUR)

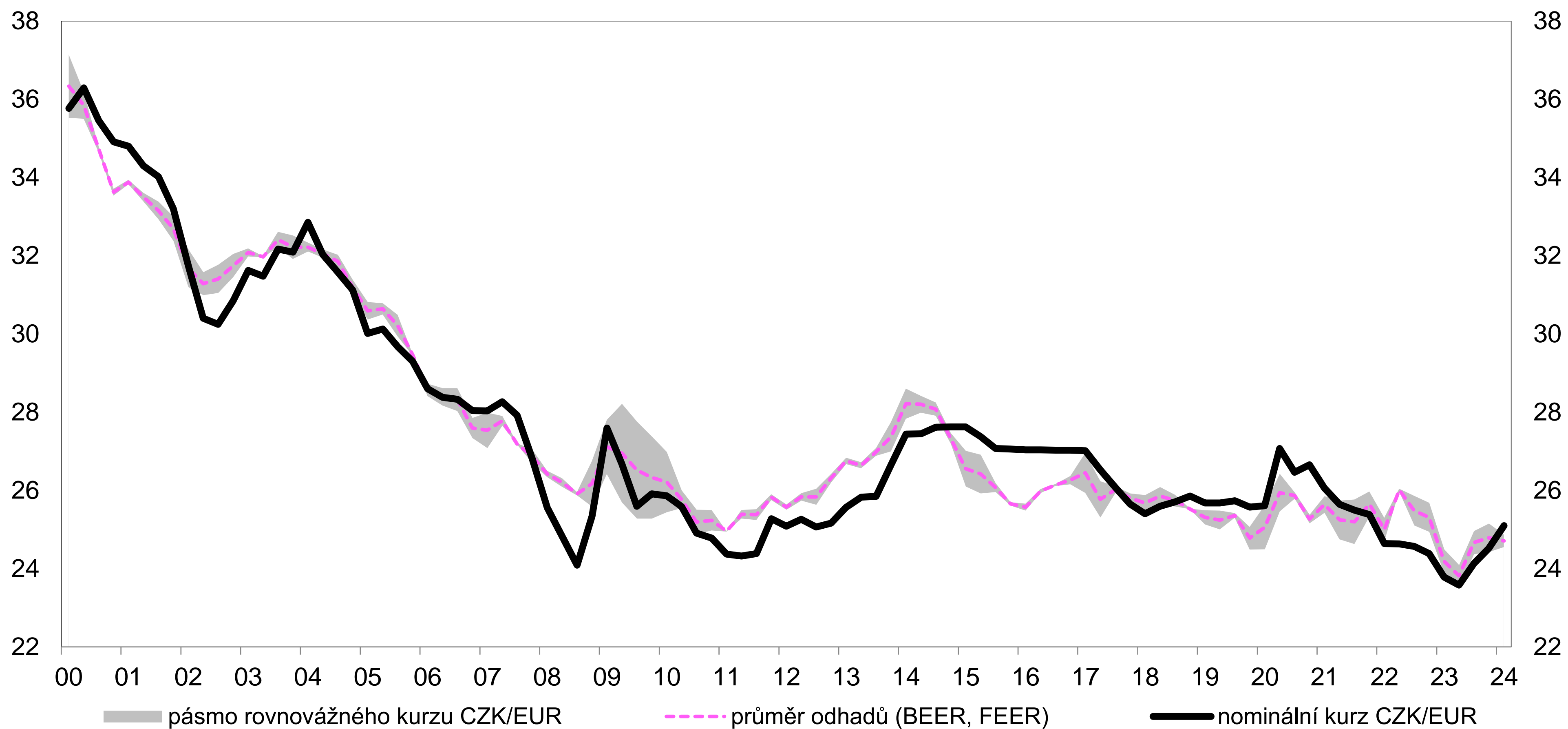


Procentní odchylka kurzu CZK/EUR vůči hypotetické centrální paritě (1. 1. 2020 = 25,414 CZK/EUR)



Rovnovážný měnový kurz

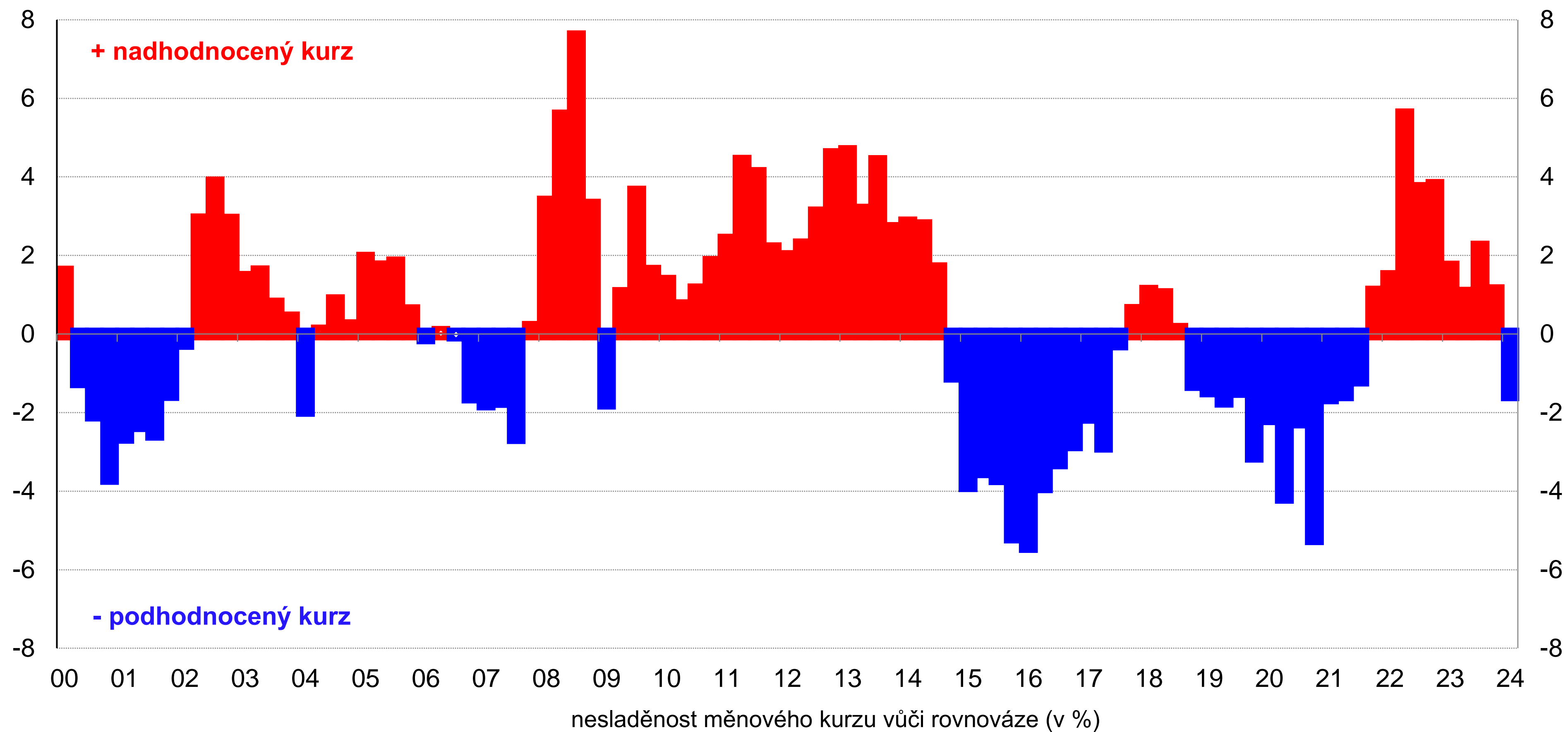
Rovnovážný měnový kurz CZK/EUR – model BEER a FEER (CZK/EUR)



Rovnovážný měnový kurz

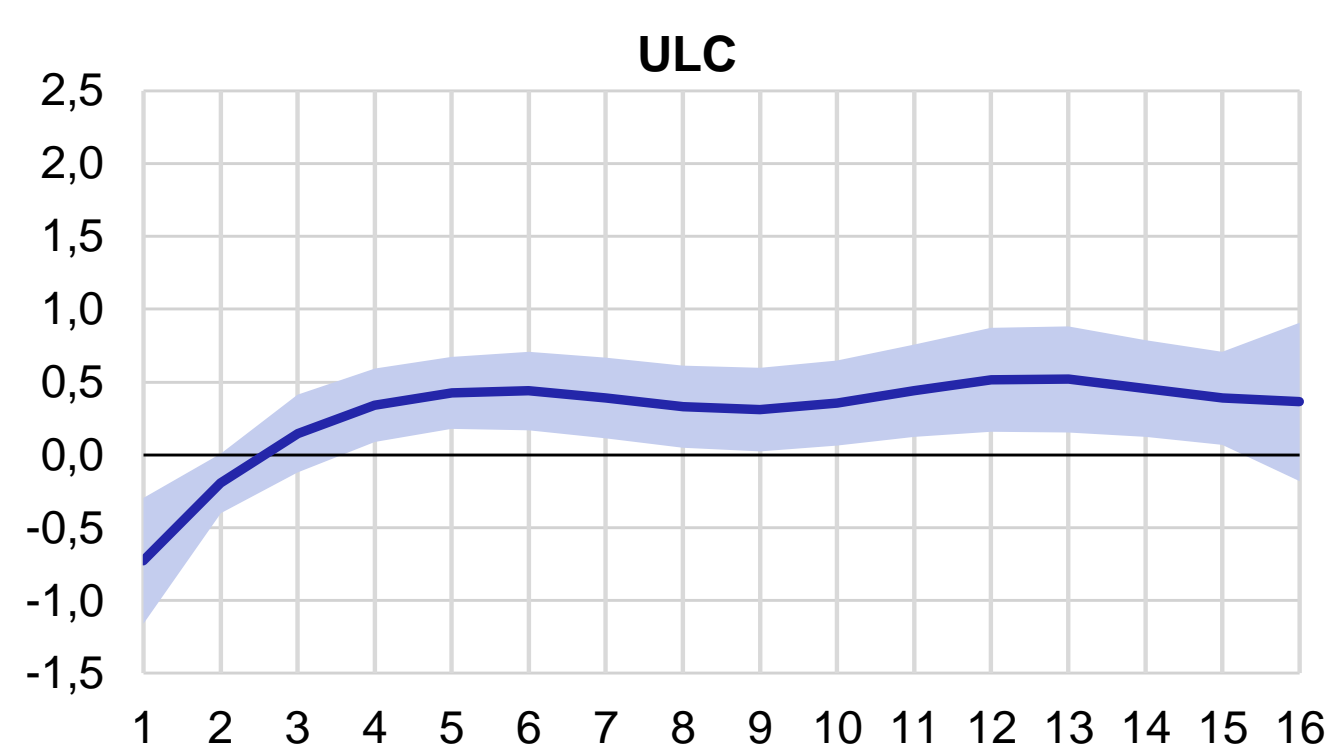
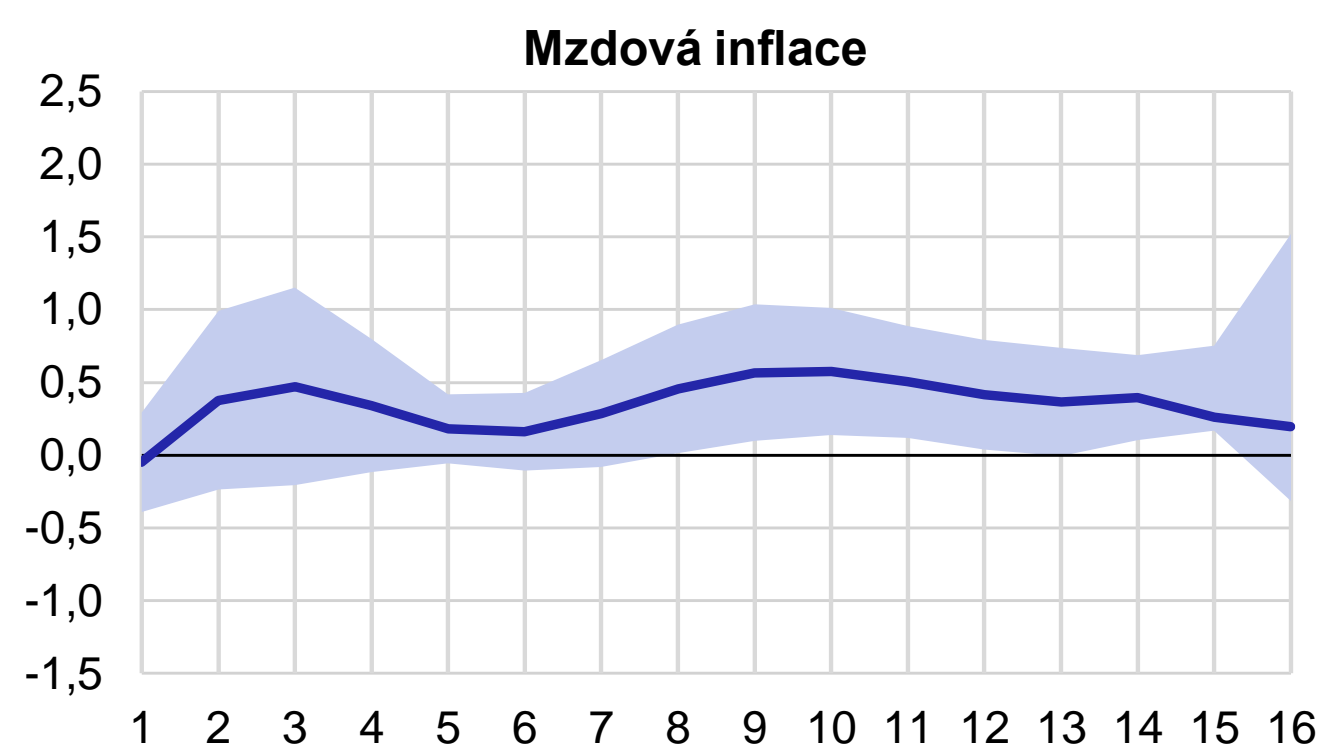
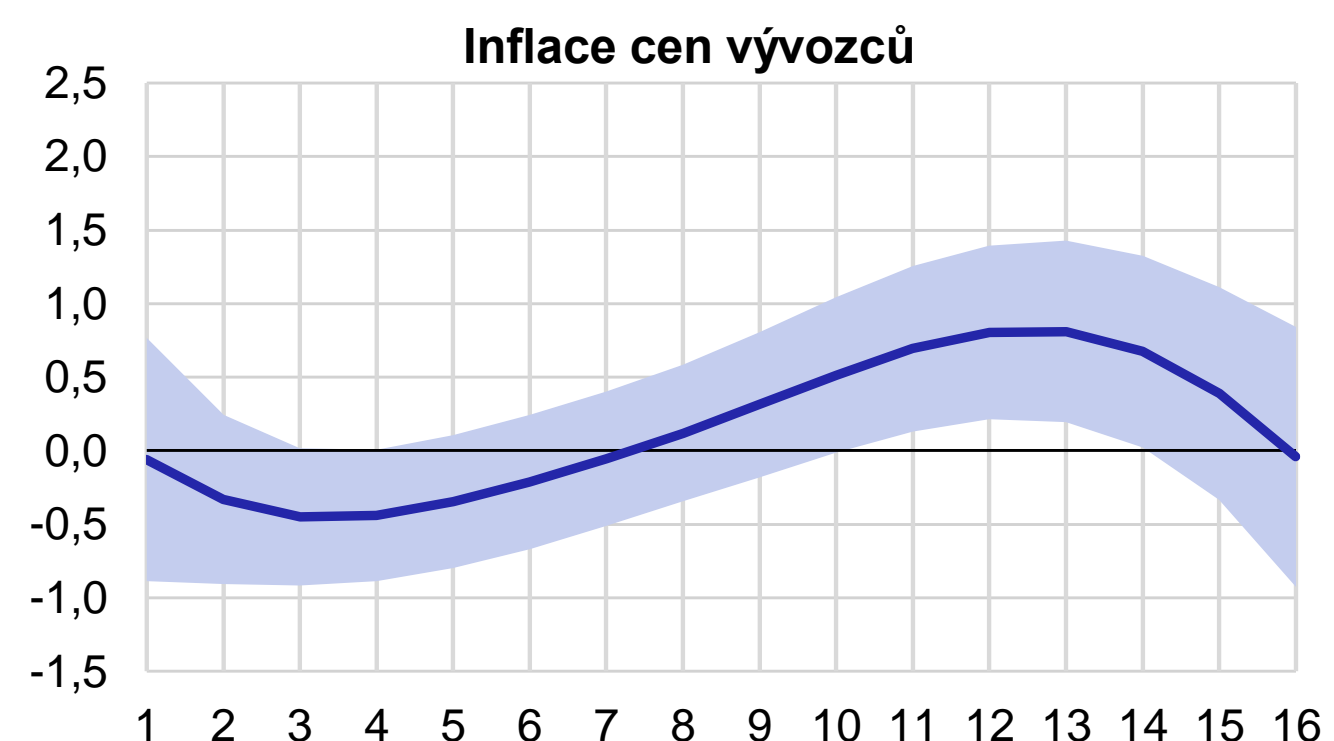
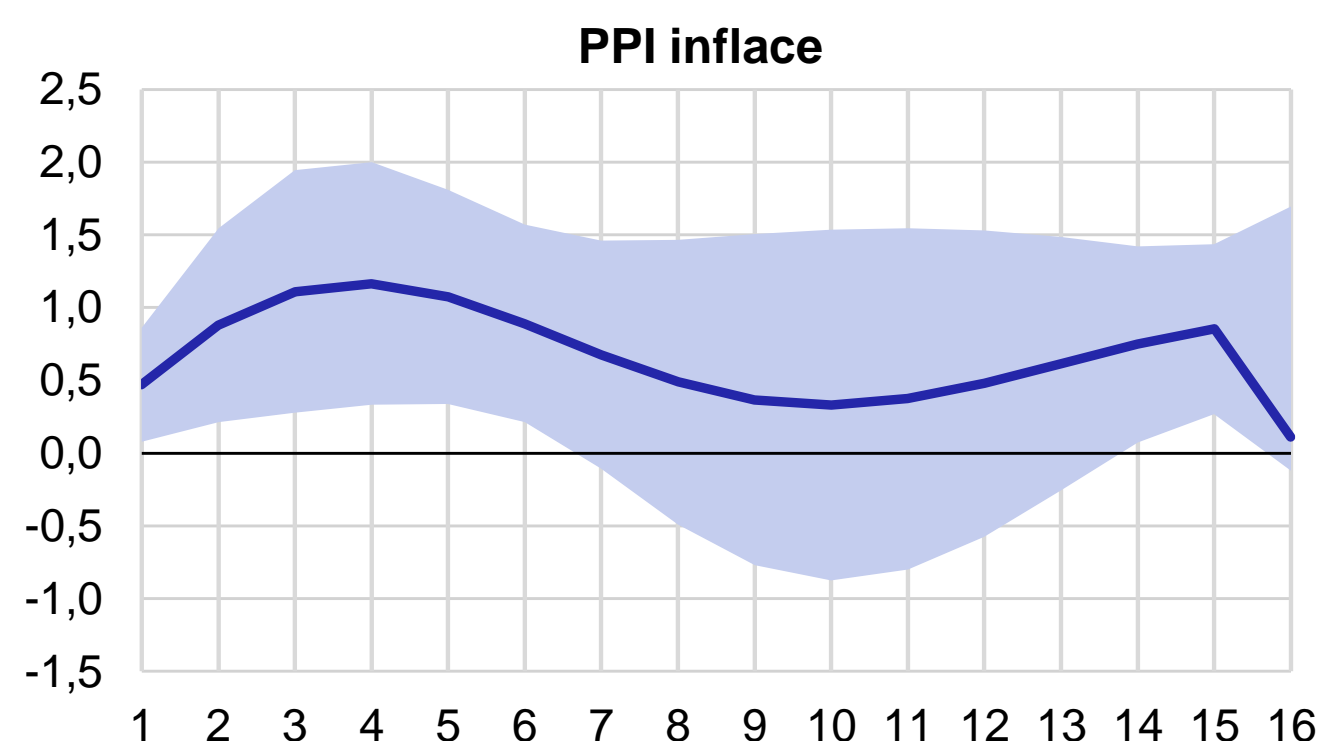
Nesladěnost měnového kurzu CZK/EUR – model BEER a FEER

(CZK/EUR)



Měnový kurz jako dílčí indikátor (ne)přijetí eura

Impulzní odezvy na depreciační kurzový šok (v p.b.)



V krátkém období (první dvě čtvrtletí) dochází k záporné dynamice ULC, což znamená, že **krátkodobě může depreciační šok přinést úlevu ve formě dočasné konkurenční výhody**. Při realistickém předpokladu, že mzdy jsou více strnulé než ceny, je tento profil impulzní odezvy očekávaný.

Při depreciačním kurzovém šoku dochází v delším období ke statisticky významnému kladnému impulzu do ULC, což znamená, že **oslabení kurzu koruny ceteris paribus dlouhodobě nevede ke konkurenční výhodě**.

Zdroj: Brůha, Komárek a Motl (2023).

Vývoj ratingového ohodnocení zemí V4

Členský stát	Agentura	Rating 2004	Rating 2024
Česká republika	Moody's	A1	Aa3
	S&P	A-	AA-
Polsko	Moody's	A2	A2
	S&P	BBB+	A-
Maďarsko	Moody's	A1	Baa2
	S&P	A-	BBB-
Slovensko	Moody's	A3	A2
	S&P	BBB+	A+