

Analýza NERV k přijetí společné evropské měny

Obsah

1. Zadání pro NERV	1
2. Shrnutí	2
3. Projekt společné evropské měny	2
4. Maastrichtská konvergenční kritéria (nutná nikoliv postačující podmínka)	3
5. Zkušenosti s fungováním eurozóny	6
6. Zkušenosti zemí, které přijaly euro po roce 2004	8
7. Aktuální vztah české ekonomiky k euru	10
8. Proces a harmonogram přistoupení ke společné evropské měně	13
9. Účast v systému ERM II	15
10. Přínosy a rizika vstupu do eurozóny	16
11. Dopad přijetí společné měny na jednotlivé subjekty	20
12. Dva scénáře vývoje od konce roku 2025	21
Zdroje	21

1. Zadání pro NERV

Vláda České republiky na svém zasedání 14. února 2024 projednala pravidelný materiál MF a ČNB „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou“. V rámci projednání přijala usnesení definující úkol pro Národní ekonomickou radu vlády (NERV) v tomto znění:

Vláda ukládá Národní ekonomické radě vlády vypracovat hodnocení přínosů a rizik vstupu České republiky do Evropského mechanismu směnných kurzů (ERM II) a předat jej předsedovi vlády k předložení vládě do 31. října 2024.

Na základě tohoto usnesení vznikla v rámci NERV pracovní skupina, která se skládá z členů NERV a dalších externích odborníků ve složení:

David Havlíček (garant), Aleš Rod, Dominik Stroukal, František Kopřiva, Helena Horská, Ján Lučan, Jaroslav Borovička, Marek Mora, Mojmír Hampl, Pavlína Žáková, Petr Janský, Petr Zahradník, Zuzana Petrofová, Jan Procházka (ČNB – host).

Pracovní skupina se poprvé sešla 1. března 2024, kde diskutovala zadání a proces přípravy výstupu NERV. Vzhledem k provazbě zadání vlády na řadu dalších témat, zejména na zhodnocení dopadů samotného přijetí eura (bez kterého nelze přínosy a rizika vstupu do ERM II posoudit) se skupina rozhodla rozšířit dokument o další aspekty přijetí společné evropské měny (viz obsah dokumentu). Tento výstup bude následně předložen na jednání celého NERV a následně předsedovi vlády v termínu určeném usnesením vlády.

Cílem výstupu NERV není nahradit materiál „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou“¹, ale doplnit jej o jiný úhel pohledu.

¹Vyhodnocení plnění maastrichtských kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2023, MF ČR a ČNB, zdroj: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategicke_dokumenty/maastricht_vyhodnoceni_2023.pdf

2. Shrnutí

Národní ekonomická rada vlády (NERV) dle zadání zanalyzovala přínosy a rizika vstupu ČR do ERM II i některé širší souvislosti. Důležitým předpokladem všech dalších závěrů je, že otázka vstupu do ERM II, respektive účast v eurozóně nepatří mezi nejzásadnější otázky pro ekonomickou prosperitu. Zásadnější jsou domácí úkoly (strukturální reformy), které by ideálně měly členství v eurozóně předcházet.

Základním závěrem pro rozhodnutí o přistoupení k ERM II je, aby takový krok znamenal co nejkratší dobu strávenou v tomto systému směnných kurzů. Tento krok by měl být také spojený s oznámením indikativního data vstupu do eurozóny. Důvodem je zejména skutečnost, že centrální banka cílující inflaci při účasti v ERM II de facto sleduje dva cíle (cenovou stabilitu a měnový kurz), ale k jejich naplnění má pouze jeden nástroj, tedy úrokovou sazbu.

Druhým závěrem, který s tímto souvisí, je, aby nad takovým krokem buď existovala politická shoda nebo širší společenská podpora. Aktuálně však není naplněn ani jeden předpoklad, a proto jako nutné minimum vzhledem k délce procesu přistoupení k euru (minimálně 3 roky, ale potenciálně i mnohem déle) považujeme, aby padlo takové rozhodnutí na začátku mandátu vlády tak, aby v ideálním případě proces zahajovala i ukončovala totožná vláda.

Třetím závěrem je doporučení vládě, aby v případě vstupu do ERM II prosazovala na evropské úrovni dodržování pouze právně zakotvených povinností. Tedy, aby vláda podnikla zejména kroky k tomu, aby se povinnost vstoupit do bankovní unie vztahovala na ČR až v okamžiku přijetí společné evropské měny, a nikoliv (jako u Chorvatska a Bulharska) v okamžiku vstupu do ERM II. V takovém případě totiž členský stát odevzdává část svých dohledových pravomocí, ale zároveň se na nich zatím nepodílí na úrovni eurozóny.

Z hlediska doprovodných analýz uvedených v materiálu lze zdůraznit několik skutečností:

- Česká republika v současnosti neplní maastrichtská kritéria, lze však předpokládat, že na konci roku 2024 je již plnit bude (s výjimkou účasti v ERM II a legislativní sladění).
- Vedle plnění maastrichtských kritérií by diskuse o přijetí eura měla zahrnout i „český pohled“ výhodnosti společné měny pro českou ekonomiku (po vzoru britských „pěti kritérií“, jejichž obdoba je v ČR např. v pravidelné analýze sladění české ekonomiky s eurozónou).
- Přijetí eura vede dle zkušeností jiných zemí ke sblížení v případě monetárních veličin (inflace a dlouhodobých úrokových sazeb), obecně ale nevede u všech zemí k větší fiskální odpovědnosti a nemá zásadní dopad na hospodářský růst.
- Přijetí eura nezvyšuje materiálním způsobem inflaci v dané zemi (dopad je maximálně ve výši 0,5 procentního bodu).
- Spontánní přechod na euro je v ČR patrný pouze v podnikové sféře (zde není zřejmé, zda je to dočasný či trvalý jev), a nikoliv u domácností.
- Z hlediska dopadů na jednotlivé segmenty ekonomiky se rizika přijetí eura jeví jako nízká, kromě segmentu nízkopříjmových domácností a finančního sektoru, kde jsou rizika vyhodnocena jako střední.

Hlavními přínosy přijetí eura jsou: větší zapojení do vnitřního trhu EU, snazší plánování zejména pro firmy, odstranění kurzového rizika, nižší transakční náklady, impulz pro zahraniční obchod, levnější a dostupnější financování investic a zjednodušení řízení fondů EU.

Hlavními riziky přijetí eura jsou: Nízká podpora obyvatelstva, zdroj politického napětí (v ČR není na přijetí eura politická shoda), riziko odlišné struktury české ekonomiky od eurozóny (dopady asymetrických šoků), ztráta nezávislé monetární politiky, ztráta autonomního bankovního dohledu, riziko morálního hazardu veřejných financí a finanční závazky vůči eurozóně.

3. Projekt společné evropské měny

Euro je oficiální měnou 20 z 27 zemí Evropské unie. Téma vytvoření jednotného měnového prostředí v Evropě bylo oživeno na přelomu 80. a 90. let právě v kontextu dokončování příprav na spuštění

jednotného vnitřního trhu. Předchozí snahy o fixaci směnných kurzů skončily neúspěchem. Proto se začalo intenzivněji uvažovat o společné měnové unii s jednotnou měnou a měnovou politikou. Z pohledu historického kontextu byly důležitým milníkem i události roku 1989 a následná myšlenka znovusjednocení Německa. To vyústilo v podpis evropské integrační smlouvy v Maastrichtu v roce 1992, na jejímž základě v roce 1999 společná měna vznikla. Euro však také používá šest zemí mimo Unii. Euro začalo v devizové podobě platit 1. ledna 1999 a v hotovostní podobě 1. ledna 2002. Společná evropská měna je dnes druhou největší světovou měnou, s pětinovým podílem na celosvětové oficiální držbě devizových rezerv. Ke vstupu do eurozóny se Česko zavázalo podpisem smlouvy o přistoupení k EU, která byla předmětem referenda v roce 2003.

Vedle cíle dovršení jednotného vnitřního trhu bylo motivací pro vytvoření společné měny i posílení politického charakteru Unie. Odstraněním možnosti devalvovat došlo k odstranění jedné z důležitých příčin tenzí mezi členskými státy.

V praktické rovině je důležité, aby eurozóna, resp. její členové, dodržovali pravidla hry. Zejména se jedná o fiskální, makroekonomickou a strukturální disciplínu v podobě požadavků upraveného Paktu stability a růstu v podobě balíčků Six-Pack² a Two-Pack³ a dalších nástrojů⁴, včetně poslední reformy fiskálních pravidel a správy hospodářských záležitostí z roku 2024⁵. Za první čtvrtstoletí existence eurozóny však došlo k četnému porušování těchto pravidel, což se ukázalo být rizikem pro její fungování ve velké finanční krizi v letech 2009-11. I přes významné posílení odolnosti, pravidel i struktury eurozóny toto riziko přetrvává.

Teoretickým východiskem projektu společné evropské měny je koncept optimální měnové oblasti (OCA), pojednávající o podmínkách, za nichž se mohou dva a více států vzdát svých národních měn a měnových politik s nimi spojených a vytvořit měnovou unii. Teorie OCA respektuje, že měnový kurz představuje významný nástroj národní hospodářské politiky, který lze použít při adaptaci národní ekonomiky v důsledku asymetrického šoku. Proto je zapotřebí, aby ekonomika s ambicemi vstoupit do měnové unie disponovala alternativními nástroji, které kurzový nástroj nahradí.

Pružný měnový kurz lze nahradit zejména flexibilním trhem práce. Důležitou roli hrají pokročilé míry integrace finančních trhů, obdobné a adekvátně diverzifikované výrobní struktury (vzájemně kompatibilní), vysoké míry vzájemné ekonomické otevřenosti jednotlivých členů ohledně obchodní výměny a investic. K dalším parametrům patří například sladěnost hospodářských cyklů, elasticita cenových a mzdových veličin i trhu práce či udržitelnost veřejných financí.

4. Maastrichtská konvergenční kritéria (nutná nikoliv postačující podmínka)

Maastrichtská konvergenční kritéria byla zavedena podpisem Maastrichtské dohody v roce 1992. Kritéria měla sloužit k zajištění toho, aby do eurozóny vstoupily země se stabilizovanou fiskální a měnovou politikou, tak aby společná centrální banka dokázala efektivně po vytvoření eurozóny vykonávat společnou měnovou politiku. Při formulaci maastrichtských kritérií hrála podstatnou roli zkušenost s hospodářskou politikou 70. a 80. let. Zejména panovala obava, aby nová měna nebyla měnou inflační.

Smlouva o financování EU stanoví, že země smí přijmout euro, pokud splní tyto podmínky:

² Kontrolní, preventivní, nápravná a sankční opatření v oblasti fiskální a makroekonomické (ne)rovnováhy; formulace střednědobých rozpočtových cílů; opatření při nadměrném rozpočtovém schodku.

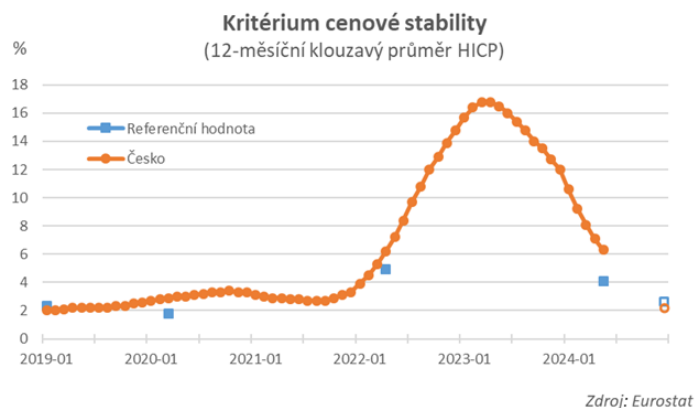
³ Monitoring a vyhodnocování návrhů rozpočtů členů euro-zóny; zesílená kontrola fiskálních a makroekonomických politik států se závažnými těžkostmi v oblasti fiskální disciplíny.

⁴ Zejména cestou Evropského semestru (Roční analýza růstu + Souhrn doporučení pro eurozónu); Zpráva mechanismu varování; Hlubkové přezkumy ekonomik problémových států.

⁵ Commission welcomes political agreement on a new economic governance framework fit for the future, Evropská komise, únor 2024, zdroj: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_711

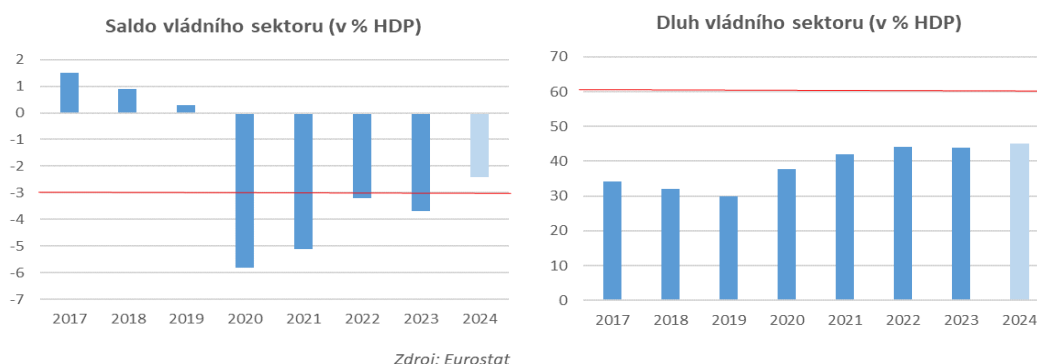
- Inflace:** Roční inflace (12měsíční klouzavý průměr HICP) nesmí překročit o více než 1,5 procentního bodu průměr nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků.

Plnění kritéria: ČR v současnosti kritérium cenové stability neplní. V květnu 2024 činila roční inflace 6,5 %, nad referenční hodnotou 4,1 %. Podle Konvergenční zprávy Evropské komise lze očekávat, že inflace by se pod referenční hodnotu měla dostat na konci roku 2024.



- Veřejné finance (schodek a dluh):** Splnění kritéria znamená, že není otevřena „procedura nadměrného schodku“. K tomu může Rada EU na doporučení Evropské komise přistoupit, pokud schodek sektoru vládních institucí překročí 3 % HDP nebo dluh vládního sektoru překročí 60 % HDP a nepřibližuje se dostatečně k této hranici.

Plnění kritéria: ČR v současnosti kritérium splňuje. Do konce roku 2023 platila úniková doložka, díky které se od covidové krize vyšší schodky „promíjely“. V roce 2024 Rada na návrh Komise nerozhodla zahájit proceduru při nadměrném schodku s Českou republikou i přes překročení limitu 3 % HDP, a to kvůli přihlédnutí k probíhající fiskální konsolidaci a očekávanému snížení schodku pod 3 % v roce 2024 (predikce Evropské komise 2,4 % HDP). Veřejný dluh Česka je kolem 45 % HDP.



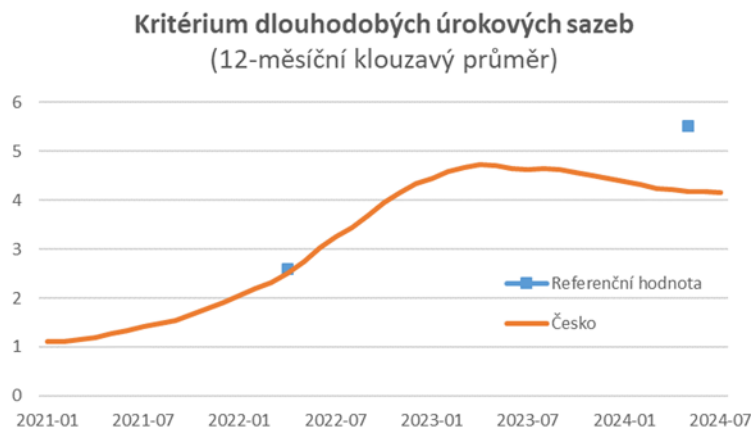
- Stabilita měnového kurzu a účast v ERM:**

Členský stát musí alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením dodržovat flukтуаční rozpětí stanovené mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, aniž by byl měnový kurz vystaven silným tlakům. Jeho měna je navázána na euro prostřednictvím centrální parity a může kolísat ve standardním rozmezí 15 % nad nebo pod touto dohodnutou paritou (na depreciační straně je hodnocení tohoto kritéria standardně přísnější).

Plnění kritéria: V současné době není ČR členem ERM II, tedy kritérium neplní. Kurz koruny nicméně dostatečnou stabilitu vykazuje.

- 4. Dlouhodobé úrokové sazby:** Úrokové sazby (12-měsíční klouzávý průměr) nesmějí překročit o více než 2 procentní body průměr nejvýše tří členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků.

Plnění kritéria: V současnosti ČR již kritérium plní, v dubnu 2024 byla dlouhodobá úroková sazba na 4,2 %, pod referenční hodnotou 5,5 %. ČR by měla kritérium plnit i v následujících měsících.



Zdroj: Eurostat, Konvergenční zpráva Evropské komise 2024

Kromě těchto čtyř ekonomických kritérií existuje i kritérium právní – Kompatibilita legislativy: Toto kritérium přezkoumává slučitelnost vnitrostátních právních předpisů, včetně statutu národních centrálních bank, zahrnuje posouzení dodržování zákazu měnového financování a zákazu zvýhodněného přístupu k finančním institucím, slučitelnosti s cíli a úkoly ESCB a dalších aspektů týkajících se začlenění národních centrálních bank do ESCB.

Plnění kritéria: V současnosti ČR kritérium neplní.

Plnění kritérií je věcí sladění hospodářsko-politického mixu v příslušné zemi i projevem ochoty nejen do eurozóny jednorázově vstoupit, ale též v ní dlouhodobě zodpovědně fungovat a být v eurozóně přínosem. I proto by mělo být nahlíženo na plnění těchto kritérií v delším časovém horizontu. Proto Evropská komise a Evropská centrální banka při hodnocení plnění kritérií berou v úvahu udržitelnost plnění těchto kritérií, resp. vylučují faktory, které mohou přispět k optickému vylepšení hodnot pro příslušná kritéria, které není v čase udržitelné.

Vedle výše uvedených konvergenčních kritérií jsou při hodnocení připravenosti na přijetí eura zvažovány i další faktory, které jsou důležité pro hladké zapojení do eurozóny, zejména stupeň integrace trhů, vývoj platební bilance nebo stav podnikatelského prostředí. Pro tyto faktory není specifikována jasně definovaná sada kritérií.

Dalším novým prvkem, kterým v plném rozsahu zatím prošlo pouze Chorvatsko, je splnění závazků vůči dosud přijatým pilířům bankovní unie, v chorvatském případě již ve fázi členství v mechanismu ERM II. Obdobnou procedurou nyní prochází Bulharsko.⁶

Vzhledem k tomu, že česká vláda má flexibilitu z hlediska časování rozhodnutí o vstupu, je ale možné do této diskuse vložit také otázku „národních“ kritérií, která by určila, kdy je přijetí eura pro ČR výhodné. Příkladem těchto dodatečných kritérií může být „pět britských testů“ z roku 1997⁷

⁶ Viz Box 1.5 Konvergenční zprávy EK.

⁷ Pět ekonomických testů:

- 1) Je konvergence mezi hospodářským cyklem země a ekonomikou eurozóny udržitelná?
- 2) Je ekonomika dostatečně flexibilní na to, aby v podmínkách měnové unie dokázala odolávat šokům?
- 3) Vytvoří vstup do eurozóny příznivé klima pro dlouhodobé investice?
- 4) Jaký bude dopad tohoto kroku na finanční sektor?
- 5) Bude členství v eurozóně přínosné z hlediska dlouhodobé prosperity a zaměstnanosti?

(aktualizovaných 2003⁸) nebo indikátory sledované v každoročních Analýzách stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou z dílny ČNB, které z pěti britských testů vycházejí a dále je podrobněji rozpracovávají. U většiny indikátorů v analýze sladění z roku 2023 je riziko přijetí eura vyhodnoceno jako nízké nebo neutrální, pouze u 4 z 35 indikátorů týkajících se české ekonomiky je riziko vyhodnoceno jako významné.

Mezi potenciálně navrhované parametry patří měření makroekonomické nerovnováhy (MIP) v rámci Evropského semestru a řešení slabin v oblasti vývoje cenové hladiny, například prostřednictvím dohody o mzdové zdrženlivosti či odstranění poruch na vnitřním trhu. Dalším aspektem je mobilita pracovní síly nebo flexibilita cen a mezd. Rovněž je třeba zohlednit klima pro dlouhodobé investice, pozitivní dopad na finanční sektor a podporu dlouhodobého růstu a zaměstnanosti. Důležitou roli hraje také sladění ekonomických cyklů. Klíčová je též podpora občanů, aby například byla dosažena určitá či dostatečná aktivní podpora pro přijetí eura.

5. Zkušenosti s fungováním eurozóny

Za 25 let své existence se eurozóna etablovala a před 10 lety přežila svoji existenciální krizi. Ani v dobách hlubších ekonomických a společenských krizí se neprojevovala významněji akcentovaná potřeba z eurozóny vystoupit. Obecně ve všech zemích, které euro zavedly, je většina obyvatel s eurem spíše spokojena⁹:



Institucionální základ eurozóny

Od počátku své existence zároveň instituce eurozóny prošly zásadními změnami, které do velké míry reagovaly na krize, kterými eurozóna a celá světová ekonomika procházely. Evropská centrální banka měla původně úzce definovaný mandát zaměřený na úrokovou politiku, zatímco pravidla fiskální stability měla zajistit, že ECB bude schopna pomocí úrokových měr účinně stabilizovat inflaci.

Původní institucionální základ eurozóny však nevytvořil téměř žádné struktury, které by dokázaly reagovat na krizové situace. Pravidla fiskální stability byla opakovaně porušována, což vedlo až ke vzniku dluhové krize, a tak struktury eurozóny byly postupně rozšiřovány o společné mechanismy, které měly za cíl krizové situace řešit a lépe jim předcházet. Došlo tak k rozsáhlému rozšíření pravomocí ECB, která se nyní zapojuje do úvěrových operací, vytvoření základů Evropské bankovní unie, nebo Evropského stabilizačního mechanismu. Zároveň byla zavedena přísnější pravidla pro fiskální dohled. Nová opatření pomohla zvýšit odolnost bankovního sektoru proti budoucím krizím a posílila soudržnost eurozóny.

Ekonomické dopady

V rámci eurozóny došlo k praktickému zjednodušení, usnadnění podmínek pro přeshraniční obchod, investice i turismus a jejich větší transparentnost. Eurozóna se vyznačuje v průměru nízkou inflací,

⁸ Government policy on EMU and The five economic tests, HM Treasury, prosinec 2008, zdroj:

https://web.archive.org/web/20091209021819/http://www.hm-treasury.gov.uk/euro_assess03_repexecsum.htm

⁹ V průměru 79 % obyvatel si myslí, že euro je dobré pro EU, a 69 % je přesvědčeno, že euro je dobré pro jejich zemi. Flash Eurobarometer 538, The euro area, October 2023, zdroj:

<https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2981>

i když rozdíly v míře inflace stále přetrvávají. Za dobu existence eurozóny byla míra inflace v eurozóně o něco nižší než v celé EU a v posledních letech se tento rozdíl dokonce navýšil.¹⁰

Dopad na rozpočtovou disciplínu je nejednoznačný.¹¹ Zatímco u některých států došlo k přesvědčivému zlepšení fiskální disciplíny, u většiny byl pozorován pravý opak. Různorodý byl vývoj fiskální odpovědnosti i u zemí mimo eurozónu.

Společná pravidla jako základ fungování eurozóny

Samotný základ Evropské hospodářské a měnové unie (EHMU) je zakotven v Maastrichtské smlouvě z roku 1992. Smlouva obsahovala jednak cestu, jak se k EHMU dostat, včetně splnění tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií, a jednak 3 základní pilíře, na jejichž základě měla EHMU fungovat:

- fiskální pravidla (později tzv. Pakt stability a růstu)
- zákaz ručení za dluhy jiných států (tzv. no-bail-out klauzule)
- nezávislá centrální banka s jediným cílem – cenová stabilita

První čtvrtstoletí existence eurozóny ukázalo, že zatímco vstupní monetární kritéria (cenová stabilita a dlouhodobé úrokové sazby) jsou hodnocena velmi přísně, u fiskálních pravidel je přístup benevolentnější. První velkou ránou pro důvěryhodnost fiskálních pravidel bylo jejich porušení ze strany Německa a Francie v listopadu 2003. Možná porušení ze strany právě těchto dvou zemí, ekonomických a politických velmocí EU, byl jeden z důvodů, proč EHMU nebyla v rozpočtové ukáznenosti příliš úspěšná nikdy. Například 60procentní dluhové kritérium několik zemí platící eurem neplnilo během 25 let existence eura nikdy. I nyní je průměrný veřejný dluh eurozóny okolo 90 % HDP, tedy vysoko nad hranicí 60 % HDP a asi 10procentních bodů nad průměrem celé Unie.

Klauzule zákazu povinného ručení za dluhy jiných států má dva základní důvody. Jednak měla za cíl redukovat riziko černého pasažérství, a tím přispět k tomu, aby trhy správně oceňovaly rizikovou prémii dluhopisů vydávaných jednotlivými členy EHMU. A druhý důvod byl spíše politický. Díky této klauzuli měla být snížena pravděpodobnost, že EHMU se stane tzv. „dluhovou unií“, tedy že fiskálně odpovědné státy ponесou náklady financování fiskálně nezodpovědných států.

Zákaz ručení za závazky jiných států byl vystaven velké zatěžkávací zkoušce hned po vypuknutí velké finanční krize v roce 2008, která se rychle přenesla do Evropy a postihla zejména státy na jižní (nejen) periferii EU. Na záchranu těchto států vytvořila Unie celou řadu záchranných mechanismů, zejména pak tzv. Evropský stabilizační mechanismus (ESM), pro jehož zavedení byla mj. nutná i změna Smlouvy o fungování EU (SFEU).¹² Evropský soudní dvůr ve svém rozhodnutí z roku 2012 potvrdil, že vznik ESM je v souladu se SFEU.¹³

Dalším odchýlením se od principů Maastrichtské smlouvy (konkrétně zákazu ručení za závazky jiných zemí) bylo vytvoření společného dluhu 800 mld. EUR v reakci na COVID-19 (tzv. Next Generation EU), tentokrát v rámci celé Evropské unie prostřednictvím emise evropských dluhopisů. Byť vytvoření

¹⁰ V období 1999-2023 byla průměrná inflace v eurozóně 2,1 % a v celé EU 2,3 %. V posledních pěti letech tento rozdíl vzrostl na 0,6 procentního bodu (3,58 % v eurozóně vs. 4,14 % v celé EU).

¹¹ Podle některých studií mělo zavedení fiskálních pravidel společně se vznikem eurozóny pozitivní dopad na snižování či brzdění vládního dluhu, na druhou stranu samotný fakt přijetí eura se ukazuje jako nevýznamný. Robert Kraemer and Jonne Lehtimäki, Government debt: the impact of fiscal rules at the European and national level, Empirica 2023, zdroj: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-023-09582-z>

¹² Aby bylo možné vytvořit ESM bez porušení článků 125 (zákaz převzetí závazků jiného státu) a 126 (zákaz přímého financování vlád ze strany ECB) SFEU, byl článek 136 SFEU doplněn o nový odstavec, který umožňuje členským státům eurozóny vytvořit stabilizační mechanismus pod podmínkou, že bude nezbytný pro zajištění stability eurozóny jako celku.

¹³ Evropský soudní dvůr, rozhodnutí, 27. listopad 2012, zdroj: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62012CJ0370>

tohoto dluhu není záležitostí jen eurozóny, je zřejmé, že země, které tento nástroj prosazovaly, byly nejslabšími články eura s omezenými schopnostmi reagovat na tento šok vlastní rozpočtovou expanzí (zejména Itálie).

Klíčové reformy pro posílení odolnosti eurozóny po roce 2009

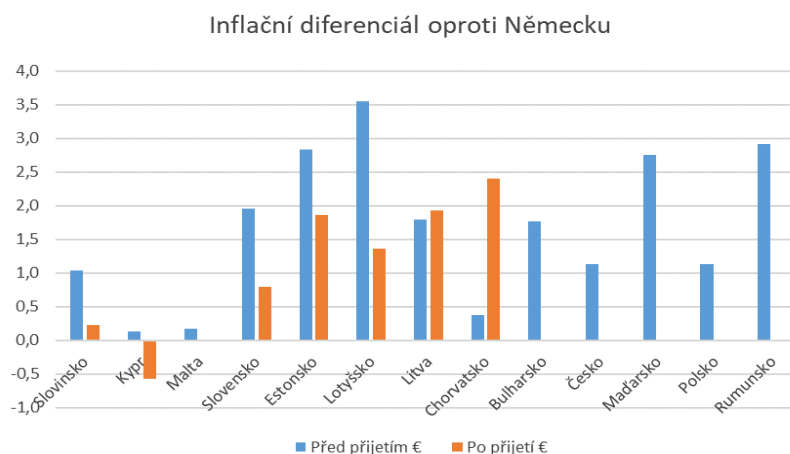
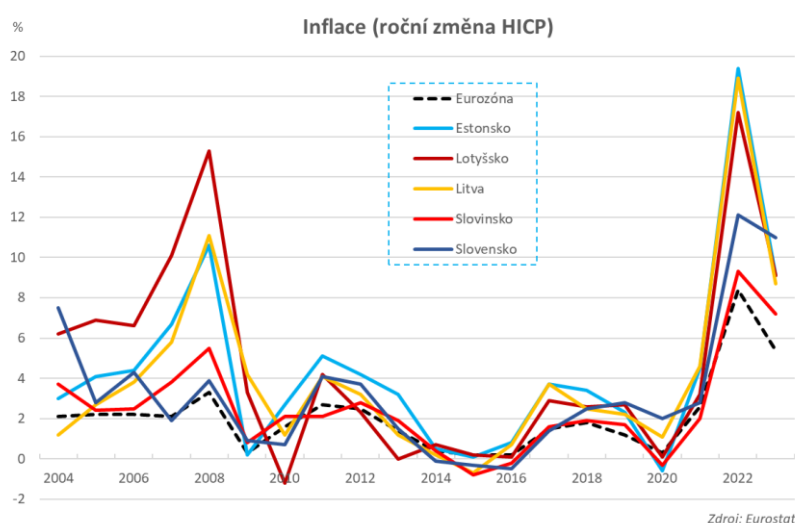
1. Evropský stabilizační mechanismus (ESM) byl vytvořen v roce 2012 jako trvalý nástroj finanční pomoci pro země eurozóny, které se ocitly v ekonomických potížích. ESM nahradil dočasné mechanismy, jako byl Evropský finanční stabilizační nástroj (EFSF) a Evropský mechanismus finanční stability (EFSM).
2. Bankovní unie byla zřízena s cílem zajistit stabilitu a bezpečnost bankovního sektoru v eurozóně prostřednictvím následujících pilířů:
 - Jednotný mechanismus dohledu (SSM): ECB získala pravomoci dohledu nad velkými bankami v eurozóně.
 - Jednotný mechanismus pro řešení krizí (SRM): Byl vytvořen Jednotný fond pro řešení krizí, který má zajistit efektivní a řízené řešení bankovních krizí.
 - Jednotný systém pojištění vkladů (EDIS): I když tento systém ještě nebyl plně implementován, jeho cílem je zvýšit ochranu vkladatelů v celé eurozóně.
3. Posílení Paktu stability a růstu (SGP) - Byly zavedeny nové nástroje, jako je tzv. „Two-Pack“ (2013) a „Six-Pack“ (2011), které zavedly přísnější rozpočtový dohled a koordinaci fiskálních politik. Fiskální kompakt (Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v Hospodářské a měnové unii), přijatý v roce 2012, zavazuje členské státy k přísnějším fiskálním pravidlům a automatickým korekčním mechanismům v případě překročení rozpočtových limitů.
4. Makroekonomický dohled - byl zaveden tzv. „Makroekonomický dohledový mechanismus“ (Macroeconomic Imbalance Procedure - MIP), který monitoruje a řeší makroekonomické nerovnováhy v členských státech, jako jsou nerovnováhy v běžných účtech, ztráta konkurenceschopnosti, nebo přehřívání trhu nemovitostí.
5. Posílení role Evropské centrální banky – ECB rozšířila své nástroje měnové politiky a přijala nekonvenční opatření, jako jsou kvantitativní uvolňování (QE) a dlouhodobé refinanční operace (TLTRO), aby podpořila likviditu a stabilitu finančního systému.
6. Reformy Evropského systému finančního dohledu – Evropský systém finančního dohledu (ESFS) byl reformován za účelem lepší koordinace mezi národními orgány dohledu a evropskými agenturami (EBA, EIOPA, ESMA), které dohlíží na různé sektory finančního trhu.
7. Vznik ESRB (European Systemic Risk Board) jako orgán zodpovědný za makrobezpečnostní dohled nad finančními trhy EU.

6. Zkušenosti zemí, které přijaly euro po roce 2004

Pro úvahy o vstupu ČR do eurozóny jsou relevantní zejména zkušenosti zemí, které společnou měnu přijaly od přistoupení ČR k EU v roce 2004. Jedná se o země s podobnou historií, institucemi a podobnou výchozí pozicí na konvergenční trajektorii. Ze skupiny osmi zemí, které do eurozóny vstoupily po roce 2004, jsou pro ČR z hlediska ekonomických dopadů nejzajímavější zkušenosti Slovinska (přijetí eura 2007), Slovenska (2009) a Chorvatska (2023), které před přijetím eura udržovaly plovoucí kurzový režim, a dále Estonska (2011), Lotyšska (2014) a Litvy (2015). Chorvatsko, které euro přijalo v roce 2023, je pro ČR cenným příkladem země, která absolvovala náročnější proces přistoupení k ERM II.

Pokud jde o cenovou stabilitu, většina zemí zaznamenala krátkodobý nárůst inflace bezprostředně po přijetí eura, což bylo způsobeno zejména konjunkturálními faktory, v menší míře pak i přechodem na novou měnu a zaokrouhlováním cen (dopad na inflaci v roce přijetí eura je u všech zemí odhadován na maximálně 0,5 %). V dlouhodobém horizontu však inflace v těchto zemích klesla a stabilizovala se. Nenaplnilo se tak očekávání, že po přijetí eura se proces konvergence projeví ve vyšší inflaci, což se očekávalo zejména u zemí s předchozím plovoucím kurzem (Slovinsko, Slovensko).

Tento závěr potvrzuje i vývoj inflačního diferenciálu vůči Německu, tedy rozdíl inflace v dané zemi oproti inflaci v Německu. U šesti z osmi zemí, které přijaly euro po roce 2004, se inflační diferenciál snížil, tedy míra jejich inflace se přiblížila té německé.¹⁴ Pouze Litva zaznamenala po vstupu do eurozóny nárůst, avšak velmi mírný, a u Chorvatska nelze učinit trvalejší závěr, protože období po přijetí eura je dosud příliš krátké a bylo ovlivněno mimořádným nárůstem inflace v důsledku energetické krize. I porovnání s Českem vychází spíše ve prospěch nových členů eurozóny. Z osmi zemí, které euro přijaly od roku 2004, jich šest mělo po přijetí eura nižší inflaci než Česko. Estonsko, Litva, Chorvatsko či Lotyšsko měly od vstupu do eurozóny vyšší inflaci než ČR.



Pozn.: Modré sloupce znázorňují období od vstupu do EU do přijetí eura (nebo do současnosti, pokud země dosud euro nemá).
Červené sloupce znázorňují období od přijetí eura do současnosti.

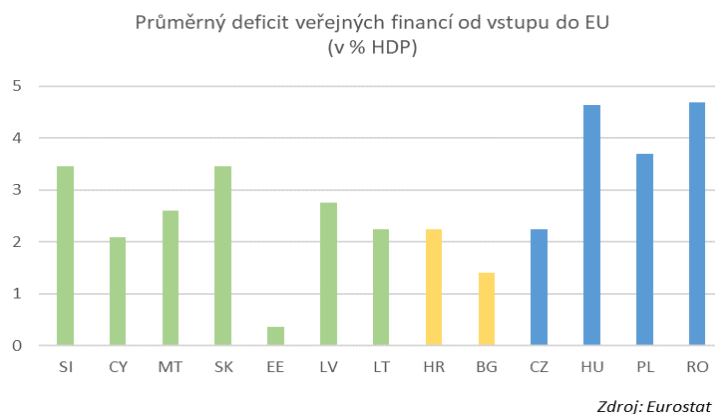
Zdroj: Eurostat

Z pohledu fiskální politiky lze konstatovat, že země, které euro přijaly nebo na něj aspirují, mají obecně nižší deficity než země, které v dohledné budoucnosti přijetí eura neplánují. Průměrné deficity veřejných financí byly u těchto zemí od jejich vstupu do EU nižší než u zemí neaspirujících na euro,

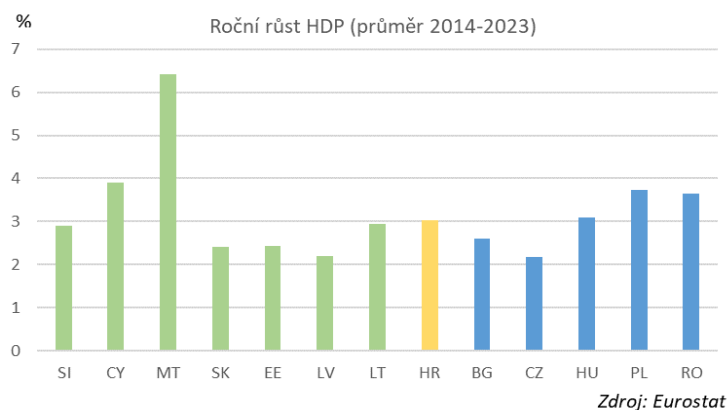
¹⁴ Jedná se o srovnání inflačního diferenciálu v období mezi vstupem do EU a vstupem do eurozóny s obdobím od vstupu do eurozóny. Např. v případě Slovenska srovnáváme období 2004-2008 a 2009-2023.

přičemž největší fiskální úsilí typicky nastávalo v období před samotným vstupem. Na druhou stranu členství v eurozóně rozhodně není zárukou dodržování maastrichtského deficitního kritéria – v případě Slovinska a Slovenska průměrný deficit během jejich pobytu v eurozóně činil 3,8 resp. 3,7 % HDP, nad maastrichtskou hranicí 3 % HDP. Mezi zeměmi neaspírujícími v brzké době na přijetí eura je naopak výjimkou Česko, které se dlouhodobě k veřejným financím stavělo odpovědněji.

Nutné je zmínit i příklady jižního křídla eurozóny¹⁵, které procházely dlouhé roky dluhovou krizí s bolestivými národohospodářskými dopady (např. nezaměstnanost přes 20 %).



Vliv přijetí společné měny na hospodářský růst není patrný, a to ani v čase, ani při porovnání zemí s eurem a bez eura. Některé země, které přijaly euro po roce 2004, svou hospodářskou výkonnost po přijetí eura zvýšily, jiné naopak. Nelze pozorovat rozdíl mezi tempem růstu zemí v eurozóně a mimo ni.



7. Aktuální vztah české ekonomiky k euru

V diskusích o přijetí eura v ČR se často zdůrazňuje, že i bez rozhodnutí vlády ČR dochází k samovolné „euroizaci“ ekonomiky, kdy stále více subjektů přechází na měnu euro, aniž by šlo o vládou řízený proces. Proces přechodu ekonomiky od národní měny na cizí měnu lze dělit na:

¹⁵ Gourinchas et al. Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration vypočítal implicitní transfer prostřednictvím záchranných mechanismů na necelých 44 % HDP v případě Řecka, 3,6 % HDP pro Kypr, 3,2 % HDP pro Portugalsko, 0,49 % HDP pro Španělsko a 0,41 % HDP pro Irsko (vše v cenách roku 2010). Neboli povinné členství v ESM může vést k transferu bohatství mezi státy EHMU. Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration, Gourinchas et al., IMF Working Papers, březen 2023, zdroj: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/03/17/Debt-Mutualization-in-the-Euro-Area-A-Quantitative-Exploration> 530384#:~:text=This%20paper%20explores%20the%20feasibility%20of%20an%20idea%20proposed%20first, ESM, discussion paper 15, March 2021, zdroj: <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/2021-10/DP15.pdf>

- **Parciální (neoficiální):** Domácí měna je zahraniční měnou nahrazována pouze ve vybraných oblastech, jako například v hotovostních transakcích (domácnosti) nebo preferencemi produktů ve finančním sektoru (úvěry domácností či firem, spořicí produkty domácností), přičemž země má dál svou oficiální měnu a měnovou politiku.
- **Plný (oficiální):** Země formálně akceptuje cizí měnu jako zákonné platidlo, které nahrazuje původní měnu, čemuž přizpůsobuje legislativní úpravu v oblasti měnové politiky¹⁶.

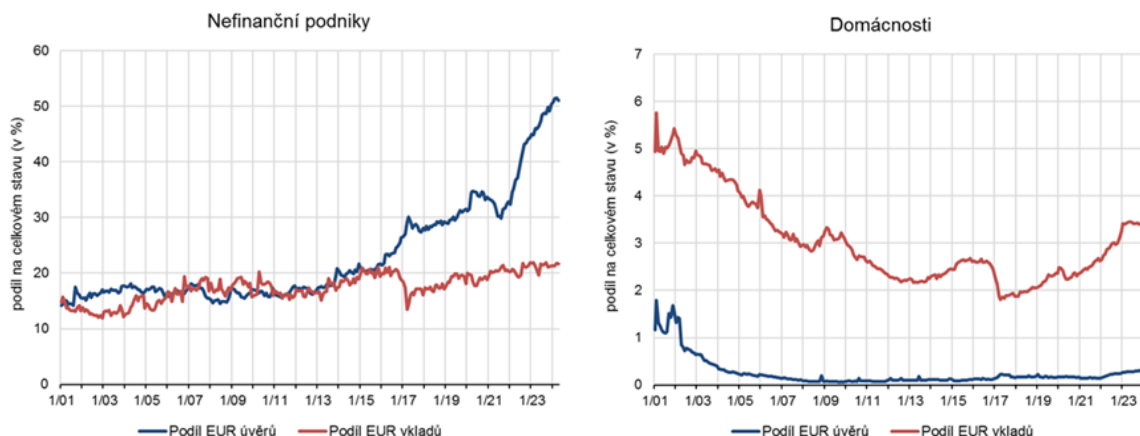
Euroizace v České republice¹⁷ probíhá především v sektoru velkých a exportně zaměřených podniků a výrazně zrychlila v posledních letech v reakci na výrazný rozdíl mezi úrokovými sazbami v ČR a eurozóně. Euroizace se projevuje zejména ve zvyšování podílu nových úvěrů denominovaných v EUR (53 % v posledním čtvrtletí 2023) a nárůstu podílu tuzemských transakcí, které se odehrávají v eur (15-20 %). V sektoru domácností se významněji neprojevuje.

Země, kde míra euroizace byla významná, například Chorvatsko či Slovinsko, vykazovaly tento jev jako trvalou záležitost, neovlivněnou krátkodobými ekonomickými výkyvy a změnami parametrů měnových politik. V těchto zemích prakticky neexistovaly parametry pro úvěrové a vkladové produkty v národních měnách a finanční instituce svým klientům přímo nabízely tyto produkty v euru. Tato situace je diametrálně odlišná od toho, čeho jsme svědky v České republice. Zásadní odlišností v případě České republiky je, že euroizace probíhá v podstatě výhradně v podnikatelském sektoru, zatímco sektor domácností – co se týče úvěrů, vkladů i transakcí – se drží své domácí měny.

Účetnictví a daňová evidence českých firem v jiné než domácí měně

Od 1. ledna 2024 zákon o účetnictví umožňuje subjektům, které vedou podvojný účetnictví, používat pro vykazování hospodářských výsledků funkční měnu, pokud se jedná o euro, dolar nebo libru. Návrh nového zákona o účetnictví navíc tuto možnost rozšiřuje na všechny měny.

Míra euroizace v ekonomice



Zdroj: ČNB

Dlouhodobé vlivy na „euroizaci“ firem a domácností a její dopady

Pokračující „euroizace“ firemního sektoru je v zásadě v souladu s logikou diverzifikace/zajištění kurzového rizika. Pokud mají firmy část příjmů v eurech, je smysluplné si v eurech také částečně

¹⁶ V ČR dochází postupně k uzákonění některých transakcí realizovaných v eurech – vedení účetnictví, výplata mezd nebo platba daní. Tyto kroky mohou sloužit jako mezikrok před finálním přijetím společné evropské měny ve střednědobém horizontu.

¹⁷ Data o důvěře k euru a potažmo k vlastním měnám v zemích střední, východní a jihovýchodní Evropy se dají čerpat z dat vyplývajících z OeNB Euro Survey. Z něho např. vychází, že Euroization index (měřený jako podíl hotovosti a vkladů v cizí měně relativně k celkové výši) je v ČR nejnižší ze všech sledovaných zemí (pod 5 %, 2023).

půjčovat. Pozorovaná různorodost mezi velkými a malými firmami je potom přirozená, protože větší firmy jsou častěji zapojené do zahraničního obchodu. Výše popsaný argument samozřejmě nevylučuje, že pozorovaná různorodost není do určité míry způsobená například snazším přístupem k eurovému financování ze strany velkých firem. Euroizace velkých firem může představovat konkurenční výhodu, která se může projevit i ve vzájemném soutěžení malých a velkých firem na domácím trhu.

Pokud by měl být z hlediska diverzifikace rizika nějaký jev dosud nevysvětlený, pak to může být nízká míra spoření/investování ze strany domácností v zahraniční měně (euru), protože to můžou činit bez jakýchkoliv omezení. Několik potenciálních faktorů, proč tomu tak může být: silná důvěra v domácí měnu, eurové vklady přinášely dlouhodobě nižší úroky než korunové vklady, kvůli kurzovému riziku vnímají domácnosti spoření v eurech spíše jako investici, nebo si domácnosti možná ještě pamatují dlouhodobou apreciaci koruny a věří, že ta bude dále pokračovat.

Sektor domácností také vykazuje velmi nízký poměr eurových úvěrů a hypoték, a to zejména kvůli přísné regulaci takových úvěrů.

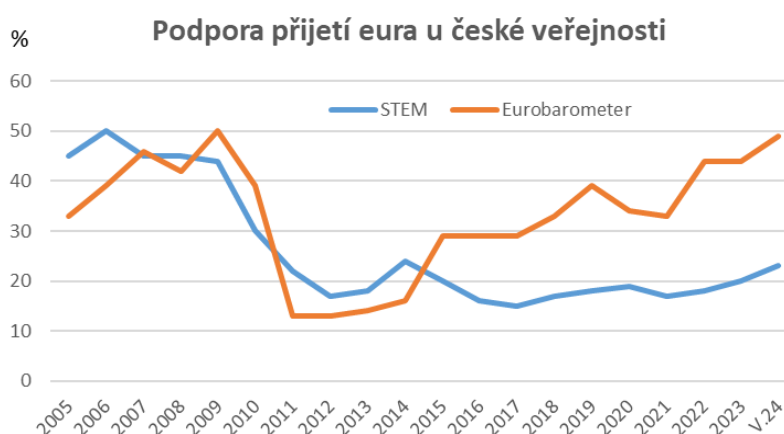
Dopad na měnovou politiku

Jedním z hlavních argumentů proti přechodu na euro bývá uváděna možnost provádět samostatnou měnovou politiku a ztráta volného měnového kurzu jako mechanismu, který přizpůsobuje ekonomiku vnějším a vnitřním šokům. Ačkoliv ČNB musí při formování měnové politiky brát do úvahy měnovou politiku ECB jako významného souseda, má samostatná měnová politika stále významnou úlohu, což se projevilo například při naplňování kurzového závazku v letech 2013-2017, nebo při včasném navyšování úrokových sazeb na počátku inflační vlny z let 2021-2023.

Vzhledem k tomu, že měnová politika v malé otevřené ekonomice jako Česko v dnešní době působí zejména skrze ovlivňování úrokových měr a měnového kurzu, omezuje pokračující euroizace velkých podniků do určité míry její účinnost. Tento dopad je přitom obtížné kvantitativně vyjádřit. Firemní poptávka po investicích, ovlivněná úvěrovými podmínkami, tvoří jen čtvrtinu celkové poptávky, kterou měnová politika ovlivňuje¹⁸. Naproti tomu je to část poptávky, která je na úrokové míry typicky nejvíce citlivá.

Podpora přijetí eura u české veřejnosti

Průzkumy veřejného mínění se významně liší: podle domácích průzkumů je podpora podstatně nižší (STEM květen 2024: 23 %, CVVM červen 2023: 22 %) než podle průzkumů Eurobarometru (červen 2024: 49 %). Příčinou je odlišná metodologie. U obou průzkumů lze nicméně pozorovat stoupající podporu přijetí eura v posledních letech.



Poznámka:

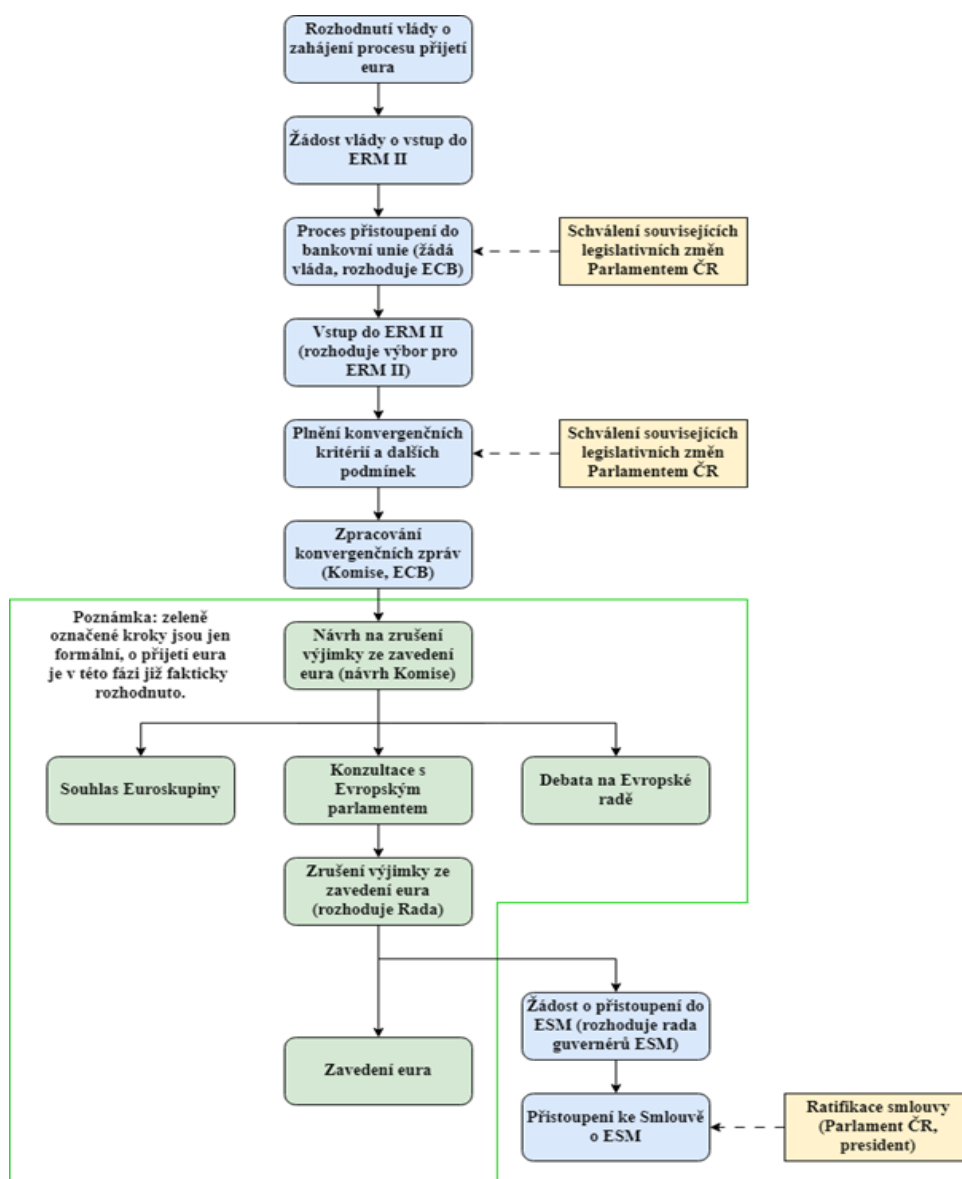
Otázka u průzkumu STEM: „Podporujete zavedení eura jako měny v České republice?“

Otázka u průzkumu Eurobarometer: „Obecně řečeno, jste více pro nebo proti myšlence zavedení eura v České republice?“

¹⁸ Zbytek tvoří zejména poptávka po soukromé spotřebě domácností.

8. Proces a harmonogram přistoupení ke společné evropské měně

Od rozhodnutí vlády o přijetí jednotné evropské měny do jeho faktického přijetí je poměrně dlouhý¹⁹ a složitý proces, který trvá nejméně 3 roky²⁰.



Harmonogram přistoupení k eurozóně představuje komplexní jízdní řád především procesních a legislativních povinností. Jeho tvorba by měla přímo navázat na politické rozhodnutí do eurozóny vstoupit. Bezprostředně poté, co se určí indikativní datum vstupu, by mělo dojít ke zveřejnění závazných vodítek a instrukcí pro jednotlivé zúčastněné subjekty z hlediska jejich praktických postupů a dopadů, přijetí příslušné legislativy, která ovlivní veřejný, soukromý i neziskový sektor.

Proces přípravy má několik klíčových aspektů:

¹⁹ Z tohoto důvodu je principiálně vhodnější, když toto rozhodnutí i následnou realizaci řeší jedna vláda, popřípadě pokud existuje na takovém kroku shoda mezi vládou a opozicí.

²⁰ Například Lotyšsko v ERM II setrvalo téměř 9 let, neboť kvůli problémům bankovního sektoru potřebovalo mezinárodní finanční pomoc a vlivem politické nestability a zhoršující se ekonomické situace nedokázalo plnit další maastrichtská kritéria.

- je potřeba velká národní koordinace – zejména centrální banky a ministerstev a politická vůle včetně flexibilní reakce na připomínky
- vše trvá mnohem déle, než je očekáváno a musí se na evropské instituce aktivně působit
- proces se může v průběhu času změnit
- v případě ČR je potřeba změnit množství zákonů

Vstup ČR do ERM II

1. Proces vstupu do ERM II lze na národní úrovni – usnesením vlády – zahájit prakticky kdykoliv. Před zahájením formálního procesu vstupu do ERM II probíhají neformální konzultace kandidátské země s Evropskou komisí (EK), ECB, popř. i členskými státy eurozóny. V rámci těchto konzultací se vyjasňují politické podmínky, které musí daný kandidát splnit před tím, než bude rozhodnuto o jeho vstupu do ERM II. Je možné, že jednou z těchto ex ante podmínek bude rovněž přistoupení k bankovní unii nejpozději se vstupem do ERM II.
2. Po završení zmíněných konzultací vyrozumí ministr financí kandidátské země formálně předsedu Euroskupiny (tj. skupiny ministrů financí zemí eurozóny) a další členy zástupců stran ERM II o pevném úmyslu země zahájit proces vstupu a zaváže se ke splnění dohodnutých podmínek.
3. Zástupci stran ERM II²¹ se k žádosti vyjádří formou veřejného prohlášení, vč. toho, že podpoří představené podmínky vstupu, stanoví indikativní časový rámec pro jejich splnění a pověří EK a ECB jejich hodnocením.
4. V dalším kroku musí kandidátská země začít plnit stanovené ex ante závazky, které často vyžadují legislativní opatření, minimálně pro vstup do bankovní unie je třeba přijmout řadu legislativních změn. Nejpozději v tomto okamžiku je tak nezbytné přímé zapojení Parlamentu ČR.
5. Následně musí kandidátská země prokázat, že určené závazky splnila, a požádat EK a ECB o provedení hodnocení, zda je plnění těchto ex ante závazků dostatečné pro to, aby země mohla být přijata do ERM II. Pravidla pro toto hodnocení ze strany EK a ECB nejsou pevně stanovena, a obě hodnotící instituce tak disponují značnou diskrecí. Pokud je hodnocení EK a ECB pozitivní, může země požádat o formální přijetí do ERM II. Ve fázi žádosti o vstup do ERM II nemusí kandidátská země splňovat všechna konvergenční kritéria.
6. O přijetí do ERM II a stanovení tzv. centrální parity – kurzu určujícího 15% flukтуаční pásmo kurzu národní měny vůči euru – rozhodne na základě žádosti kandidátské země Rada EU ve složení Výboru ERM II (tj. se zahrnutím i ECB a po konzultaci s EK a s Hospodářským a finančním výborem). Je běžné, že se pro dobu setrvání v ERM II stanoví dané zemi další (ex post) podmínky, které je třeba splnit během členství v ERM II, a to za účelem co nejlhůžšího přijetí eura.
7. V období setrvání v ERM II by kandidátská země měla, nehledě k uvedeným závazkům, zajistit celkovou právní konvergenci a přijmout další opatření nezbytná pro úspěšné zavedení eura.

Vstup ČR do bankovní unie

1. Ačkoli z formálně právního hlediska právo EU vyžaduje účast v bankovní unii pro členský stát až v okamžiku jeho vstupu do eurozóny, na základě faktického politického vývoje v případě posledních dvou zemí EU vstupujících do ERM II (Bulharsko a Chorvatsko) lze předpokládat, že by i po ČR bylo požadováno, aby vstoupila do bankovní unie již v souvislosti se svým vstupem do ERM II.
2. Vstup členského státu mimo eurozónu do bankovní unie je realizován prostřednictvím navázání tzv. úzké spolupráce s ECB.
3. Jakmile je navázána úzká spolupráce, začne nad významnými úvěrovými institucemi v zemích účastnících se úzké spolupráce ECB vykonávat dohled na základě závazných pokynů adresovaných

²¹ Zástupci stran ERM II neboli Výbor pro ERM II (angl. "ERM II parties") zahrnuje guvernéra ECB, ministry financí všech zemí eurozóny a ministry financí a guvernéry centrálních bank dalších zemí v ERM II (v současnosti Dánska a Bulharska).

vnitrostátním příslušným orgánům (v ČR tedy ČNB). Nad úvěrovými institucemi klasifikovanými jako méně významné budou nadále vykonávat dohled příslušné vnitrostátní orgány, přičemž ECB bude mít dozorčí úlohu.

4. Jakmile členský stát, se kterým existuje úzká spolupráce, splní podmínky nezbytné pro přijetí eura a přijme euro, stane se členem Eurosystemu.
5. Navázání úzké spolupráce automaticky znamená také účast daného státu v Jednotném mechanismu pro řešení krizí. Současně bude muset dojít také k převedení finančních prostředků v národním fondu pro řešení krize (v ČR tedy Fond řešení krizí v rámci Garančního systému finančního trhu) do jednotného fondu pro řešení krize.

Očekávaný harmonogram vstupu do ERM II a eurozóny	
T	indikace zájmu o vstup do ERM II – dopisem / na společném jednání s ECB a EK / na jednání EFC (Hospodářský a finanční výbor Rady)
T + 1-3 měsíce	vyjednávání s EK a ECB o předběžných podmínkách vstupu do ERM II
T + 1-3 měsíce	zaslání dopisu („letter of intent“) ze strany ČR na ERM II
T + 10-18 měsíců	plnění předběžných podmínek, EK a ECB pravidelně informuje o plnění podmínek, ECB provádí hodnocení bankovního sektoru (zátěžové testy, hodnocení kvality aktiv)
T + 11-21 měsíců	vstup do ERM II (+ potenciálně do bankovní unie)
T + 35-45 měsíců	ukončení dvouletého pobytu v ERM II při splnění maastrichtských kritérií
T + 3,5-4,5 roku	přijetí eura

9. Účast v systému ERM II

Evropský mechanismus měnových kurzů (ERM II) je nástrojem stabilizace směnných kurzů v rámci skupiny zemí EU. Pro měny členských států ERM II platí, že jejich kurz se může pohybovat ve flukтуаčním pásmu od určené centrální parity vůči euru. V současnosti je toto flukтуаční pásmo stanoveno obvykle v intervalu $\pm 15\%$ od centrální parity (může však být i užší – viz příklad Dánska). V případě kurzových tlaků, které by měly sílu vynést měnu mimo flukтуаční pásmo, začne národní centrální banka a ECB intervenovat, aby se kurz ve flukтуаčním pásmu udržel.

Pro splnění maastrichtského kritéria kurzové stability je nezbytný alespoň dvouletý pobyt v Mechanismu směnných kurzů (ERM II) bez významnějších tlaků na kurz a bez devalvace centrální parity. Z dosavadních hodnocení a výkladových dokumentů vyplývá, že zatímco zhodnocení oproti centrální paritě až do 15 % není problematické (Slovensko dokonce během svého pobytu v ERM II dvakrát revalvovalo), pohyb kurzu ve slabší části flukтуаčního pásma je posuzován přísněji.²² Evropská komise a ECB zohledňuje, v jakém rozsahu a na jak dlouho se kurz od centrální parity odchýlil, a dále intervenční aktivity centrální banky, úroveň úrokových sazeb a hospodářský kontext.

Pro země s plovoucím kurzovým režimem a inflačním cílováním je udržování stabilního kurzu komplikované. Centrální banka cílující inflaci a zároveň pobývající v ERM II de facto sleduje dva cíle (cenovou stabilitu v podobě plnění inflačního cíle a měnový kurz s vychýlenou odchylkou od centrální parity) a k jejich naplnění má jen jeden nástroj, tedy úrokovou sazbu.²³ Proto by země s autonomní

²² Společné prohlášení Rady ECOFIN o ERM II a přistupujících zemích z dubna 2003.

²³ Euro a my: ERM II – malý předpokoj, či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?, Komárek, ČNB, duben 2024, zdroj: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Euro-a-my-ERM-II-maly-predpokoj-ci-dlouha-chodba-pred-vstupem-do-eurozony/

měnovou politikou (tj. bez fixního kurzu) při usilování o členství v eurozóně měla strávit v ERM II jen tak dlouhou dobu, jak je nezbytně nutné. To tedy platí i pro Českou republiku.

Země, které mají dlouhodobě fixovaný kurz, samozřejmě mohou uvažovat a také uvažují jinak. Příkladem budiž Dánsko, které je v systému evropských směnných kurzů ERM od jeho vzniku v roce 1979 (s následnou pevnou fixací na německou marku od roku 1982), tj. celých 45 let. Od roku 1999 pobývá v systému ERM II, a to dokonce v původním užším oscilačním kurzovém pásmu $\pm 2,25\%$ okolo centrální parity. A to i když má výjimku ze zavedení eura. Ještě striktnější kurzový režim (currency board) uplatňuje od roku 1997 Bulharsko, které se po řadě peripetií stalo členem ERM II v roce 2020. Tyto příklady nejsou ale pro ČR měnově relevantní. Dánsko reálně netoleruje kurzové odchylky větší než 1% , Bulharsko dokonce vůbec žádné odchylky díky svému režimu nemá.

Z uvedeného vyplývá, že v případě země typu Česka (stejně jako např. Švédsko či Polsko nebo Rumunsko) by usilování o vstup do ERM II mělo být ideálně doprovázeno tím, že existuje silná shoda politické elity i na zavedení eura jako takového.

Na rozdíl od vstupních maastrichtských kritérií pro přijetí eura, kritéria pro vstup do samotného mechanismu ERM II nejsou explicitně stanovena a mohou být „kreativně“ určena skupinou ERM II, což jsou země eurozóny, země účastníci se mechanismu ERM II a zástupci ECB. To se jasně ukázalo v roce 2018, kdy v důsledku obav ohledně připravenosti Bulharska byly stanoveny zcela nové podmínky již pro vstup do ERM II (nutný vstup do bankovní unie, hloubková prověrka finančního sektoru). Stejně tak byly tyto podmínky aplikovány na Chorvatsko.

10. Přínosy a rizika vstupu do eurozóny

Popis jednotlivých přínosů a rizik vstupu do eurozóny je možné provést na základě řady kritérií, z nichž některá jsou objektivní a některá subjektivní. Z toho důvodu jsou níže rozdělena do jednotlivých skupin a doplněna o některé dílčí související otázky. Obecně nicméně platí, že otázka přijetí eura není nejzásadnější pro ekonomickou prosperitu České republiky. Zásadnější jsou domácí úkoly (strukturální reformy), které by ideálně měly členství v eurozóně předcházet.

Přínosy politické

- Přijetím společné měny ČR získá větší vliv na rozhodování v eurozóně, která českou ekonomiku zásadně ovlivňuje.
- Hlas zemí bez eura slábne – po odchodu Velké Británie hlas zemí bez eura výrazně oslabil (nyní už euro nepoužívá pouze 7 zemí, představujících pouhých 14% HDP EU, od roku 2025 pravděpodobně pouze 6).
- V zemích eurozóny je pro 79% obyvatelstva euro viděno jako přínos pro EU, 69% si myslí, že euro je přínos pro jejich zemi. I v zemích mimo eurozónu většina (59%) respondentů věří, že euro dané zemi prospělo (33% je opačného názoru).²⁴

Přínosy ekonomické

- Posílení vnitřního trhu: Společná měna ztělesňuje princip jednotných podmínek pro všechny na vnitřním trhu s pozitivními efekty na konkurenceschopnost a ekonomický potenciál EU.
- Snazší plánování: Kurzové riziko zásadním způsobem komplikuje plánování pro podniky obchodující se zahraničím i pro zahraniční investory. Tento faktor je významnější v případě otevřené ekonomiky s úrovní exportu na cca 80% HDP.
- Odstranění kurzového rizika: Pohyb kurzu představuje náklady pro podniky (zejména exportéry) a investory, ať se zajišťují proti kurzovému riziku či nikoliv. Podle průzkumu Svazu průmyslu se proti kurzovému riziku zajišťuje $40-50\%$ objemu exportu.

²⁴ Flash Eurobarometer 548, May 2024, zdroj: <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/3214>

- Nižší transakční náklady spojené s měnovou konverzí, vedením účetnictví, udržováním hotovosti v CZK i EUR, tiskem ceníků apod. SPČR na základě starších studií odhaduje náklady podniků na 0,3–0,5 % HDP, tedy v roce 2022 by to bylo min. 20 mld. Kč²⁵.
- Impulz pro zahraniční obchod: Analýza sladěnosti vypracovaná v roce 2019 ČNB modeluje scénář, kdy přijetí eura vyvolá zhruba 9% nárůst zahraničního obchodu, který následně vede ke zvýšení dlouhodobé úrovně HDP o zhruba 1-1,5 %.
- Zvýšení transparentnosti v oblasti cen a nákladů, tlak na nižší ceny skrz zvýšení konkurence. Zavedení eura by usnadnilo porovnávání cen a vytvářelo by tlak na sblížování cen a jejich snižování u produktů, které jsou v současnosti v Česku dražší.²⁶
- Výhody jednotného bankovního dohledu: Pro bankovní sektor, který je dominantně vlastněný bankovními domy se sídlem v eurozóně, může být výhodnější jednotný systém pravidel v bankovní skupině a větší předvídatelnost regulatorního prostředí. Odstranění bariér na finančním trhu může potenciálně přilákat nové finanční instituce, což by vedlo ke zvýšení konkurence na finančním trhu a snížení cen produktů.

Přínosy fiskální

- Levnější a dostupnější financování investic: Úvěry na velké infrastrukturní projekty by byly levnější v euru než v CZK, kde je mnohem menší trh a menší nabídka na straně investorů (např. úvěr ve výši 10 mld. Kč dokáže poskytnout jen konsorcium tuzemských bank, pro stejně velký úvěr v EUR je nabídka širší).
- Zjednodušení řízení fondů EU a nižší ztráty pro státní rozpočet: Příjem z evropského rozpočtu je v EUR, ale veškeré plánování a řízení se odehrává v CZK. Jakýkoli výkyv kurzu, přináší komplikace při řízení fondů EU: buď je prostředků v CZK na konci málo (silnější kurz) a státní rozpočet nedostane kompenzaci za všechny již uskutečněné projekty nebo je peněz v CZK nakonec více (při slabším kurzu) a řídicí orgány musejí urychleně dočerpávat (vyhlášovat nové výzvy), případně se jistí a raději přezávazkují²⁷.
- Vstupem do eurozóny by ČR získala přístup k záchrannému fondu ESM, který by ČR mohl pomoci v případě dlouhodobě nepříznivého fiskálního vývoje.

Rizika politická

- Nízká podpora obyvatelstva: Pro zavedení eura se v průzkumech vyslovuje 20-60 %, proti 40-80 %. Rozhodnutí o přijetí eura není u většiny populace populární, může způsobit nižší podporu vládě, která toto rozhodnutí učiní.
- Zdroj politické nestability: Na přijetí společné evropské měny neexistuje jednotný postoj napříč politickým spektrem ani ve stranách vládní koalice. Rozhodování o přijetí eura, tak zvyšuje politické napětí a může vést ke snížení akceschopnosti vlády v jiných – více prioritních – otázkách.

Rizika ekonomická

Riziko asymetrických šoků

²⁵ ČNB došla k obdobným závěrům, nicméně zároveň upozorňuje, že nelze říci, že by odstraněním transakčních nákladů došlo k okamžitému zvýšení HDP ve stejném rozsahu, protože tyto výdaje jsou zároveň příjmy finančních zprostředkovatelů.

²⁶ Například společnost IKEA na Slovensku po zavedení eura musela upravit své ceny, které se ukázaly být vyšší než v IKEA v Rakousku.

²⁷ Kvůli kurzovým pohybům ČR ztratila u strukturálních fondů v období 2014-2020 70 mld. Kč a u NPO 2,5 mld. Kč v období 2021-2023.

- Nadále přetrvávají významné rozdíly ve struktuře českého hospodářství vůči eurozóně (například podíl průmyslu, a tedy prostřednictvím cen energií i asymetrický dopad do inflace při prudkých změnách cen).

Ztráta nezávislé monetární politiky

- Vstupem do eurozóny by ČR, resp. ČNB ztratila možnost korigovat domácí hospodářský vývoj prostřednictvím úrokových sazeb, či směnného kurzu. To by představovalo riziko v případě, že by monetární politika ECB byla nastavena nevhodně pro specifickou situaci v ČR, zejména v případě asymetrického šoku ČR oproti zbytku eurozóny. Dalším dopadem je pak více volatilní vývoj inflace.²⁸

Ztráta autonomního bankovního dohledu

- Vstupem do bankovní unie by ČNB ztratila možnost vlastního přímého dohledu nad domácím bankovním sektorem a snížil by se její vliv na případné řešení jeho krizí.
- Extrémní případ by nastal při povinnosti odevzdat dohledové pravomoci již při vstupu do ERM II a nemožnost "sedět u dohledového stolu" natož použít účinné evropské záchranné mechanismy pro české banky.
- V ČR je vysoká úroveň bankovního dohledu. Při jednotném dohledu hrozí riziko, že by byla upřednostněna stabilita matek před dceřinými bankami u nás.

Zdražování při přechodu na euro

- Přechod na euro je příležitostí pro obchodníky i další aktéry k „nenápadnému“ zdražení (formou přecenění, zaokrouhlení). K tomu došlo v některých zemích při vzniku společné měny a přechodu na hotovostní euro v roce 2002.
- Od té doby byly zavedeny postupy, které působí preventivně proti zdražování (např. používání cenovek v obou měnách půl roku před a půl roku po přijetí eura). Nicméně i u zemí, které přijaly euro do roku 2004, se dopad na inflaci ukázal jako zanedbatelný (0,2 – 0,4 p.b.).
→ Zdražení při přechodu na euro je marginální.

Riziko zafixování kurzu na nesprávné úrovni

- Standardně se pro zafixování konverzního kurzu volí tržní kurz. V ekonomikách, které euro přijaly, to nečinilo zásadní problém.
- Volbu kurzu eura je možné podpořit analýzami rovnovážného kurzu. V ideálním případě by ekonomika měla vstupovat do eurozóny v momentě, kdy je tržní kurz v blízkosti rovnovážného kurzu. Podle analýz ČNB se tržní kurz koruny v současnosti pohybuje blízko své rovnovážné úrovni.

Rizika fiskální

- Riziko morálního hazardu: když si státy se společnou měnou mohou půjčovat za nižší úrokové sazby bez motivace k fiskální disciplinovanosti, může euro podněcovat morální hazard.
- Nedořešení domácích strukturálních problémů: Rovněž z hlediska budoucího posílení role fiskální politiky v měnové unii, coby stabilizačního mechanismu, jsou veřejné finance zatíženy nejenom aktuálně stále ještě nadměrnými strukturálními schodky, ale s ohledem na stárnutí populace není dořešeno ani financování budoucích penzí (byť v této oblasti současná vláda

²⁸ Dopady měnové politiky, která není tvořená specificky pro ČR, ilustruje například modelová situace diskutovaná v Analýze sladění 2019 publikované ČNB. Výrazně expanzivnější měnová politika ECB by sice dočasně zvýšila úroveň HDP, ale za cenu podstatně vyšší a volatilnější inflace.

Analýza stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou, ČNB, 2019, zdroj:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategicke_dokumenty/analyzy_sladenosti_2019.pdf

přišla s řadou opatření) či zdravotní a dlouhodobé péče. Nemluvě o nutnosti budoucího financování výstavby jádra, vysokorychlostních železnic a přechodu na bezemisní ekonomiku.

- V případě vstupu do eurozóny by se ČR připojila (prostřednictvím vkladu) k Evropskému stabilizačnímu mechanismu, který poskytuje pomoc zemím ve fiskálních obtížích. Existuje riziko, že v případě trvalých finančních obtíží jedné či více zemí by ČR mohla o vložené prostředky přijít.

Související důležité otázky

Finanční závazky související se vstupem do ERM II nebo přijetím eura

- Jedná se o doplacení podílu ČR na upsaném kapitálu ECB (cca 4,9 mld. Kč), nákup podílu v ESM (cca 45 mld. Kč splatných do čtyř let od přijetí eura), převedení části devizových rezerv do ECB (cca 1 mld. Kč).²⁹ Tyto náklady nicméně jsou na druhou stranu majetkem ČR.
- Pro banky působící v ČR vzniknou vstupem do bankovní unie závazky související se vstupem do Jednotného fondu pro řešení krizí, zejména se jedná o převod prostředků z národního Fondu pro řešení krize (cca 37 mld. Kč), dále poplatky za provoz Jednotného výboru pro řešení krizí (max. nízké jednotky mil. EUR) a poplatky ECB za výkon dohledu (max. jednotky milionů EUR).

Portfolio ČNB

- ČNB disponuje velmi rozsáhlým devizovým portfoliem v objemu, které lehce přesahuje 40 % HDP. Toto portfolio bylo financované měnovou expanzí, která byla neutralizovaná stahovacími repo operacemi. Tyto repo operace představují závazky ČNB vůči finančnímu sektoru.
- ČNB má zároveň vysokou naakumulovanou účetní ztrátu, jejíž výše činila ke konci roku 2023 5,6 % HDP, a jejíž výše kolísá s pohyby měnového kurzu i výnosy rizikové části zainvestovaných devizových rezerv. Tato ztráta může být předmětem diskusí při vstupu do eurozóny. Aktuální obdobné problémy významných států (Německo, Belgie), existující precedent Slovenska či chybějící upozornění v Konvergenční zprávě ECB ale ukazuje, že by to nemělo být překážkou.

Digitální euro

- Evropská centrální banka jasně mluví o tom, že zavedení digitálního eura je nevyhnutelné. Otázky kolem digitálních měn zahrnují úročení, anonymitu a jejich využití mezi centrální bankou, bankami, podniky i veřejností. Zatímco Česká národní banka digitální korunu v současnosti nechce a na podobném projektu nepracuje, ECB pokračovala s veřejnými a uzavřenými konzultacemi, přípravou legislativních návrhů a veřejnými aktivitami. Akademická literatura k tématu řadí rizika jako například konkurence pro malé banky, ztrátu anonymity či kybernetické hrozby.

Tisk (euro)bankovek

- V současnosti probíhá v Státní tiskárně cenin (STC) projekt výstavby nové budovy, s nímž souvisí rozhodnutí o její konečné velikosti a pořízení technologií. Toto rozhodnutí je úzce spjato s otázkou zavedení eura v ČR. Přijetí eura a zároveň pověření STC znamená nová bezpečnostní opatření, ale také pořízení nových výrobních bankovkových technologií. Alternativně je ale možné tímto pověřit zahraniční tiskárny.

²⁹ Vyhodnocení plnění maastrichtských kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2023, MF ČR a ČNB, zdroj: <https://www.mfcr.cz/cs/zahranici-a-eu/pristoupeni-cr-k-eurozone/maastrichtska-kriteriia-sladenost-cr/2024/vyhodnoceni-plneni-maastrichtskych-konvergenčních-54852#:~:text=V%20souhrnu%20lze%20konstatovat,%20C5%BEe%20dv%C4%9B%20maastrichtsk%C3%A1%20konvergen%C4%8Dn%C3%AD%20krit%C3%A9ria%20C4%8Cesk%C3%A1>

11. Dopad přijetí společné měny na jednotlivé subjekty

Vstup do eurozóny je politické rozhodnutí, a z toho pohledu je klíčové brát v potaz dopady na jednotlivé skupiny ekonomické subjekty především kritériem hrozících rizik.

1. Domácnosti v ČR:

- Domácnosti nad mediánem příjmů: Předpokládáme nízká rizika, skupina dokáže přizpůsobit změny spojené s přechodem na cizí měnu a využít nižší transakční náklady při ekonomických vazbách na zahraničí.
- Mediánové domácnosti: Předpokládáme nízká rizika, jakkoliv výzvou může být nefinanční bariéra spojená s porozuměním a akceptací u určité části skupiny. Tomu je třeba přizpůsobit komunikační kampaň.
- Domácnosti pod mediánem příjmů: Předpokládáme střední rizika, hlavním rizikem je vyjma spíše teoretického dopadu inflace na reálnou kupní sílu (viz výše zahraniční zkušenosti) samotná komunikace změny a hrozící deficit finanční gramotnosti k jejímu hladkému přizpůsobení. Toto riziko mohou přizpůsobit dezinformace a politická soutěž.

2. Podnikatelé v ČR:

- Velké firmy: Předpokládáme nízká rizika. Struktura ekonomiky ukazuje vysokou míru zapojení velkých firem do mezinárodního obchodu, ostatní disponují dostatečnou ekonomickou silou na zmírnění potenciálních rizik.
- Malé a střední firmy: Předpokládáme nízká až střední rizika. Pokládáme za spíše nepravděpodobné, že business model vysokého počtu firem je určen měnovým kurzem. Hustota dodavatelsko-odběratelských vztahů navíc definuje vyšší míru neoficiální euroizace i v této skupině podnikatelů.
- OSVČ: Předpokládáme spíše nižší rizika. OSVČ případné nákladové šoky mohou přenést do cen, i když zkušenosti ze zahraničních zemí tento scénář spíše nepotvrzují.

3. Finanční sektor:

- Střední rizika: Pro finanční sektor nepředstavuje přijetí eura pouze omezení příjmového kanálu z valutových / devizových operací, ale především investice do změn legislativy a účetních standardů.

4. Veřejný sektor v ČR:

- Nízká rizika. Přijetí eura by přineslo levnější a dostupnější financování investic díky širší nabídce úvěrů na straně investorů, zejména v případě velkých infrastrukturních projektů. Zjednodušilo by se i řízení fondů EU, které dnes komplikují kurzové výkyvy. Přijetí eura by tak pro veřejný sektor představovalo fiskální přínos.

5. Zahraniční podnikatelé:

- Exportéři / importéři: Nízké riziko. Pro zahraniční subjekty podílející se na ekonomické výměně zboží či služeb s ČR je odstranění měnového rizika žádoucí - ve vysoké míře k němu již prakticky dochází denominací významného počtu B2B transakcí do EUR.
- Investoři: Nízké riziko. Přijetí eura by samozřejmě ovlivnilo finanční investice, sledující spekulaci na pohyb měnového kurzu nebo úrokový diferencál. Pro přímé zahraniční investice je odstranění měnového rizika žádoucím, jakkoliv k němu již v praxi dochází denominací transakcí do eur.

6. Turisté/zahraniční domácnosti:

- Nízké riziko. Snížení transakčních nákladů v podobě absence směn deviz / valut je možné označit za pozitivní dopad.

12. Dva scénáře vývoje od konce roku 2025

Složitou situaci s rozhodnutím o termínu přijetí eura lze zjednodušit na dvě situace – resp. dva scénáře, které pomáhají pochopit základní dilemata a přínosy. Níže jsou uvedené základní výhody těchto scénářů.

Scénář odkládání přijetí eura: Odkládáme rozhodnutí i přijetí eura jako doposud. Jde o situaci, kdy sice formálně neplníme náš závazek přijmout euro a zahájit proces vstupu do ERM II, ale jde též o reakci na to, že jsme zatím fakticky nedosáhli splnění maastrichtských kritérií.

Hlavní výhodou tohoto scénáře je, že neztratíme samostatnou měnovou politiku. Jako druhou nejdůležitější podpůrnou výhodu vnímáme to, že se tímto vyhneme fiskálním rizikům (tedy zejména morálnímu hazardu a podílením se na nákladech států, které mu podlehnou).

Scénář stanovení data přijetí eura: Přijímáme euro v blízké budoucnosti. Jde o situaci, kdy po volbách v roce 2025 politická reprezentace rozhodne o zahájení kroků pro přijetí evropské měny.

Jako hlavní výhodu vidíme snížení transakčních nákladů, odstranění kurzového rizika, snazší plánování pro firmy a výhodnější financování soukromých i veřejných subjektů. Mezi další výhody bude patřit větší integrace na jednotném evropském trhu (včetně otázek politických) a větší stabilita plynoucí z toho, že větší měnový celek není tolik náchylný externím šokům.

Zdroje

Využité zdroje:

- Vyhodnocení plnění maastrichtských kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou 2023, MF ČR a ČNB, https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategieke_dokumenty/maastricht_vyhodnoceni_2023.pdf
- Commission welcomes political agreement on a new economic governance framework fit for the future, Evropská komise, únor 2024, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_711
- Government policy on EMU and The five economic tests, HM Treasury, prosinec 2008, https://web.archive.org/web/20091209021819/http://www.hm-treasury.gov.uk/euro_assess03_repexecsum.htm
- Government debt: the impact of fiscal rules at the European and national level, Kraemer & Lehtimäki, Empirica 50, červenec 2023, <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-023-09582-z>
- Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration, Gourinchas et al., IMF Working Papers, březen 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/03/17/Debt-Mutualization-in-the-Euro-Area-A-Quantitative-Exploration-530384#:~:text=This%20paper%20explores%20the%20feasibility%20of%20an%20idea%20proposed%20first>
- ESM, discussion paper 15, March 2021, <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/2021-10/DP15.pdf>
- Evropský soudní dvůr, rozhodnutí, 27. listopad 2012, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62012CJ0370>

- *Euro a my: ERM II – malý předpokoj, či dlouhá chodba před vstupem do eurozóny?*, Komárek, ČNB, duben 2024, https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Euro-a-my-ERM-II-maly-predpokoj-ci-dlouha-chodba-pred-vstupem-do-eurozony/
- *Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou*, ČNB, 2019, https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/strategicke_dokumenty/analzy_sladenosti_2019.pdf
- *Vyhodnocení plnění maastrichtských kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2023*, MF ČR a ČNB, <https://www.mfcr.cz/cs/zahranici-a-eu/pristoupeni-cr-k-eurozone/maastrichtska-kriteria-a-sladenost-cr/2024/vyhodnoceni-plneni-maastrichtskeh-konvergench-54852#:~:text=V%20souhrnu%20lze%20konstatovat,%20C5%BEe%20dv%C4%9B%20maastrichtsk%C3%A1%20konvergen%C4%8Dn%C3%AD%20krit%C3%A9ria%20C4%8Cesk%C3%A1>
- *Flash Eurobarometer 538, The euro area*, Evropská komise, říjen 2023, <https://www.cde.ual.es/wp-content/uploads/2023/11/the-euro-area-KC0323407ENN.pdf>
- *Flash Eurobarometer 548, May 2024*, <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/3214>
- *Eurostat – data: cenová stabilita, veřejné finance, atd.*
- *Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency*, Evropská komise, červen 2024

Ostatní zdroje:

- *The impact of the euro on trade: two decades into monetary union*, ECB, Occasional Paper No. 283, říjen 2021.
- *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, Bordo et al., CESifo Economic Studies 59, březen 2013
- *One Market, One Money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, Komise Evropských společenství, říjen 1990
- *The Euro at ten: achievements and challenges*, De Grauwe, Empirica 36, 2009
- *The politics of the Maastricht convergence criteria*, De Grauwe, VoxEU.org, duben 2009
- *Vyhodnocení plnění maastrichtských kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou 2014*, MF ČR a ČNB
- *Voluntary debt restructuring: the 2017 Greek €29.6 billion bond exchange explained*, Aerts et al., Úřad pro publikace Evropské unie, 2021
- *Dánská měnová politika: Trvale napůl cesty k euru?*, Molnár, ČNB, březen 2024
- *The Euro: background to the five economic tests*, Potton & Mellows-Facer, House of Commons Library, 2003
- *The five tests framework*, HM Treasury, 2003
- *Digital euro*, Evropská komise, 2023
- *Digitální peníze centrálních bank*, ČNB, listopad 2022