Pomalé hospodářské oživení v eurozóně a dopady na českou ekonomiku

SEZ Policy Brief

Shrnutí

Eurozóna se potýká se zpomaleným tempem oživení oproti předpokladům i oproti zbytku vyspělého světa. Nejedná se o hospodářské zpomalení v podobě recese, nýbrž o ponížení předpokladů růstu na další léta. Mezi země, u kterých byly nejvíce sníženy projekce růstu, patří i tradiční česká odbytiště vývozů Německo a Rakousko. Předpokládaná nezaměstnanost v eurozóně se však snížila.

Eurozóna se spolu s celou EU potýká zjevně s horšími globálními podmínkami: světová průmyslová výroba a obchod stagnují či nerostou v míře, v jaké se očekávalo ještě začátkem roku 2014. Zásadně klesají výhledy růstu ve východní Evropě, Rusku a střední Asii, ale i v Jižní Americe.


Eurozóně stále hrozí velice nízká inflace odhadovaná na 0,5 % a 0,8 % v roce 2014 resp. 2015. Stále existuje možnost, že eurozóna se může dostat do deflační spirály (Mezinárodní měnový fond tuto pravděpodobnost odhaduje na 30 %), což by mohlo snížit soukromou spotřebu, se kterou se počítá v oživení a snížilo celkové investice i přes relativní růst úspor.

Pomalé oživení má a nadále bude mít vliv na ČR skrze tradiční kanály přenosu, především exporty a příliv zahraničních investic. Vzhledem k vlivům depreciace koruny, k výraznému zlepšení sentimentu a investičního prostředí a rychlejšímu čerpání evropských fondů však budou tyto dopady méně patrné. Situace v eurozóně přesto bude mít vliv na charakter růstu v dalších letech, kdy bude převažovat vliv komponenty domácí spotřeby a investic nad čistým exportem.

---

Sérii Policy briefs Sekce pro evropské záležitosti Úřadu vlády (SEZ) vypracovává Odbor strategie a trendů růstových politik a hospodářského rozvoje. Slouží jako stručný podklad k aktuálnímu déni a otázkám s ekonomickou a evropskou relevancí. Analytické dokumenty v této sérii jsou informačním materiálem k debatě pro odbornou i širokou veřejnost a plní roli diskusních podkladů. Nepředstavují pozici SEZ.
1 Pomalejší oživení eurozóny


Příčinou revize projektu růstu v eurozóně je slabší růst světové ekonomiky a stagnace investic uvnitř eurozóny. Většina omezujících faktorů by měla odeznít pouze pozvolně a lze proto očekávat pokračování nízké úrovně růstu až do konce roku 2016.

Vzhledem k postavení ČR vůči státům eurozóny z toho vyplyná i nezanedbatelná změna vnějšího prostředí, které ovlivní hospodářský vývoj ČR ve složení jejich růstových komponent. Očekává se zeslabení příspěvku čistého exportu a ještě větší posílení role domácích investic a spotřeby.

1.1 Snížení prognóz růstu

Eurozóna jako celek by měla růst v roce 2014 o 0,8 %, což je o 0,4 p. b. méně, než se předpokládalo na jaře. V následujícím roce by růst měl zrychlit na 1,1 % (o 0,6 p. b. pomaleji, oproti stejné předpovědi). Pravděpodobnost recese v eurozóně v následujícím roce se však pohybuje na nízké úrovní 5-10 %.

Nejzásadnější snížení růstových prognoz na následující rok ze zemí eurozóny relevantních pro ČR zaznamenaly za posledního půl roku Německo a Rakousko na úrovni 0,9 resp. 0,6 procentního bodu (viz Tabulka 1). To negativně ovlivňují vnější ekonomické podmínky české ekonomiky i relativní ochlazení polské ekonomiky o 0,2 a 0,6 p. b. letos resp. příští rok, jakož i snížení projektovaného růstu Slovenska na rok 2015 o 0,6 p. b.

<table>
<thead>
<tr>
<th>2014</th>
<th>2015</th>
<th>2016</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Německo</td>
<td>1,3 (0,5)</td>
<td>1,1 (0,9)</td>
</tr>
<tr>
<td>Rakousko</td>
<td>0,7 (0,9)</td>
<td>1,2 (0,6)</td>
</tr>
<tr>
<td>Slovensko</td>
<td>2,4 (0,2)</td>
<td>2,5 (0,6)</td>
</tr>
<tr>
<td>Eurozóna</td>
<td>0,8 (0,4)</td>
<td>1,1 (0,6)</td>
</tr>
<tr>
<td>ČR</td>
<td>2,5 (0,5)</td>
<td>2,7 (0,3)</td>
</tr>
<tr>
<td>Polsko</td>
<td>3,0 (0,2)</td>
<td>2,8 (0,6)</td>
</tr>
<tr>
<td>EU</td>
<td>1,3 (0,3)</td>
<td>1,5 (0,5)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: EK

Mezi další země, u nichž se předpokládá pomalejší růst než letos na jaře, patří zejména Francie a Itálie. Z méně relevantních zemí pro českou ekonomiku pak relativní ochlazení nastane v Bulharsku a v baltských státech (viz Tabulka 2). Česká republika je naopak jednou ze šesti zemí, pro které se výhled na rok 2015 zlepší.

2 Ibid.
Tabulka 2 – Prognózy růstu v zemích EU a rozdíly oproti prognózám z jara 2014

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,3</td>
<td>0,9</td>
<td>(+0,5)</td>
<td>0,9</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,1</td>
<td>1,3</td>
<td>(+0,5)</td>
<td>1,1</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,6</td>
<td>1,9</td>
<td>0,0</td>
<td>2,0</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,2</td>
<td>4,6</td>
<td>(+2,9)</td>
<td>3,6</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-3,3</td>
<td>0,6</td>
<td>0,0</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-1,2</td>
<td>1,2</td>
<td>(+0,1)</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,3</td>
<td>0,3</td>
<td>(+0,7)</td>
<td>0,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-1,9</td>
<td>-0,4</td>
<td>(+1,0)</td>
<td>0,6</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-5,4</td>
<td>-2,8</td>
<td>(+2,0)</td>
<td>0,4</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>4,2</td>
<td>2,6</td>
<td>(-1,2)</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>3,3</td>
<td>2,7</td>
<td>(-0,6)</td>
<td>3,1</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>2,0</td>
<td>3,0</td>
<td>(+0,4)</td>
<td>2,4</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>2,5</td>
<td>3,0</td>
<td>(+0,7)</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-0,7</td>
<td>0,9</td>
<td>(-0,3)</td>
<td>1,4</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,2</td>
<td>0,7</td>
<td>(-0,9)</td>
<td>1,2</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-1,4</td>
<td>0,9</td>
<td>(-0,3)</td>
<td>1,3</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,4</td>
<td>2,4</td>
<td>(+1,6)</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,4</td>
<td>2,4</td>
<td>(+0,2)</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-1,2</td>
<td>-0,4</td>
<td>(-0,6)</td>
<td>0,6</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-0,5</td>
<td>0,8</td>
<td>(+0,4)</td>
<td>1,1</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,1</td>
<td>1,2</td>
<td>(-0,5)</td>
<td>0,6</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-0,7</td>
<td>2,5</td>
<td>(+0,5)</td>
<td>2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-0,1</td>
<td>0,8</td>
<td>(-0,7)</td>
<td>1,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>-0,9</td>
<td>-0,7</td>
<td>(-0,1)</td>
<td>0,2</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,5</td>
<td>3,2</td>
<td>(+0,9)</td>
<td>2,5</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,7</td>
<td>3,0</td>
<td>(-0,2)</td>
<td>2,8</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>3,5</td>
<td>2,0</td>
<td>(-0,5)</td>
<td>2,4</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,5</td>
<td>2,0</td>
<td>(-0,8)</td>
<td>2,4</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>1,7</td>
<td>3,1</td>
<td>(+0,4)</td>
<td>2,7</td>
</tr>
<tr>
<td>校友</td>
<td>0,0</td>
<td>1,3</td>
<td>(-0,3)</td>
<td>1,5</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Odhadovaný návrat ke konvergenci

Rychlejší snížující nezaměstnanost

Rozdíly v mírních růstu členských států jsou v současnosti vyšší než před krizí. V následujícím roce by však většina ekonomik eurozóny měla růst rychlejším tempem než 1 %. To potvrduje charakter homogennějšího, avšak stále relativně pomalého oživení eurozóny. Postupně by se měl obnovit i konvergenční trend zásadně přerušený během hospodářské krize.

1.2 Pozitivní prognózy nezaměstnanosti

Oproti snížování prognóz růstu jsou předpokládané úrovně nezaměstnanosti na tento a přišli rok nižší, než byly na jaře 2014. Nezaměstnanost v eurozóně by se měla pomalu snižovat z 11,6 % (2014) na 10,8 % (2016), což je tempo rychlejší o zhruba 0,2-0,3 p. b. V oblasti nezaměstnanosti tedy nejen nedošlo k negativním revizím oproti jaru 2014, naopak předpokládané míry se snížily.

---

Celkové oživení na trhu práce v EU tedy postupuje, avšak zůstává mírné a situace se liší mezi jednotlivými státy dle míry jejich pozvolného hospodářského oživení. Ve druhém čtvrtletí pokračoval růst zaměstnanosti mírně rychlejším tempem než v předchozích čtvrtletích a podobný trend je očekávaný i v dalších letech.

Situace na trhu práce eurozóny však zůstává strukturálně horší než před krizí zejména v oblasti nezaměstnanosti mladých a nárůstu dlouhodobé nezaměstnanosti. Soulad nabídky a poptávky pro práci soudě dle vývoje Beveridgeovy křivky je rovněž menší, než byl před krizí. Faktorem negativně ovlivňujícím ochotu nabírat nové zaměstnance je i dlouhodobě nízká inflace.¹

### 1.3 Výrazná revize růstu v Německu jako největší evropské ekonomice

Prognóza růstu na příští rok se v Německu snížila o 0,9 procentního bodu. Německo je přitom největší ekonomikou a její vývoj je do velké míry směrodatný pro českou ekonomiku i pro zbytek eurozóny. I přes dočasně negativní vývoj německé ekonomiky je však výhled růstu relativně pozitivní a jedná se pravděpodobně o dočasný efekt zpomalého oživení.

Německo se potýká se zhraničním návratem, který se však odstihne poklesem exportních sektorů. Tento pokles má negativní dopad na produkci investičního zboží, na které se Německo specializuje. Exportní očekávání tedy se zhorší a malá středně velká průmyslová objednávka ze zahraničí nadále zaznamenává pokles. Na tyto exportní sektory pak zaraďovaly i nižšími objednávkami a investicemi, což vysvětluje větší pokles prodeje.

Růst exportu se měl přesto ve středním období zvýšit v souladu s zvyšující se poptávkou v zemích exportních partnerů. Vyšší poptávka po importech souvisící s oživením domácí ekonomiky však způsobí, že příspěvek čistých exportů k růstu HDP bude záporný a povede pouze k mírnému vyrovnanému přebytku běžného účtu.

---

¹ Pro další strukturální vyhodnocení situace na trhu práce eurozóny viz kapitola Error! Reference source not found. Reference source not found.


Podnikové investice by se však měly zvyšovat pomaleji, než bylo plánováno (zejména investice do nových produkčních linek a investice vynaložené na obnovu aktiv). Investice směřující do výstavby bytů a dalších obydlí měly zvyšovat pomaleji, než bylo plánováno (zejména investice do nových produkčních linek a investice vynaložené na obnovu aktiv).

Firmy a zaměstnanci pravděpodobně využijí možnosti flexibilního uspořádání pracovní doby, aby zmírnily dopad slabé hospodářské aktivity na nezaměstnanost (viz Tabulka 2). Nově zavedená minimální mzda by měla mít pozitivní dopad na pracovní příjmy. Růst soukromé spotřeby je také podporován nízkými úrokovými sazbami, wysokou čistou migrací a růstem reálných mezd. Tato situace se také odráží ve vysokých očekáváních domácností ohledně svých příjmů a ochotě nakupovat.

Německý růst mezi léty 2014 a 2016 by tedy vzhledem k oslabení zahraniční poptávky, posílení dovozu měl oslabit a hlavní komponentou růstu se stane vyšší růst soukromé spotřeby s malým přispěním vládní spotřeby a s postupně navyšujícími se investicemi (viz Graf 1).

**2 Faktory pomalejšího oživení**

Současný růst severních států eurozóny bude v nadcházejícím období živen zejména domácí poptávkou. Růst jižních zemí eurozóny začíná být pozitivně ovlivněn čistým exportem, daný však spíše výrazným propadem importů v minulosti než zásadním nárůstem exportů. Tyto pozitivní faktory růstu eurozóny přitom nedokáží vykompenzovat nedostatečný růst dalších komponent,
zejména investic, jejichž stagnaci a pomalý návrat na předkrizové hodnoty jsou hlavním faktorem zpomalěného růstu.

Soukromé investice jsou dlouhodobě nízké, především vzhledem k tendenci likvidace dluhových převzisů z minulosti. Příspěvek k růstu ve veřejných investičích je pak rovněž omezen snahami o snížení deficitů rozpočtů jednotlivých členských států. Naopak soukromá spotřeba nadále relativně výrazně oživuje díky rostoucím příjmům domácích.

Největší odchylky ve vývoji prognózovaných komponentů růstu pro eurozónu se týkají investic a čistých exportů. Prognózy příspěvků k růstu vládních výdajů na spotřebu pak zůstávají nezměněny a přispívají k celkovému růstu jen omezeně. Celkové snížení prognózovaného růstu HDP pak bylo relativně menší i kvůli propadu dovozů do eurozóny.

Tabulka 4 – Příspěvky k růstu v eurozóně (v procentních bodcích)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2014</th>
<th>2015</th>
<th>2016</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Soukromá spotřeba</td>
<td>0,4 (-0,1)</td>
<td>0,6 (-0,2)</td>
<td>0,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Veřejná spotřeba</td>
<td>0,1 (0,0)</td>
<td>0,1 (0,0)</td>
<td>0,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Investice</td>
<td>0,1 (-0,3)</td>
<td>0,3 (-0,5)</td>
<td>0,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Zásoby</td>
<td>0,1 (+0,1)</td>
<td>-0,1 (-0,1)</td>
<td>0,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Exporty</td>
<td>1,4 (-0,4)</td>
<td>1,7 (-0,7)</td>
<td>2,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Konečná poptávka</td>
<td>2,1 (-0,7)</td>
<td>2,7 (-1,3)</td>
<td>4,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Importy</td>
<td>-1,3 (+0,3)</td>
<td>-1,6 (+0,7)</td>
<td>2,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Čisté exporty</td>
<td>0,1 (-0,2)</td>
<td>0,2 (+0,1)</td>
<td>0,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Růst HDP</td>
<td>0,8 (-0,4)</td>
<td>1,1 (-0,6)</td>
<td>1,7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: EK

2.1 Slabé investice: Hlubší propad vládních a pomalý návrat soukromých investic

Ke slabému růstu negativně přispívá zejména stagnace soukromých a veřejných investic. Jejich míra se v průměru pohybuje hluboko pod úrovní z roku 2008. Zvýšená domácí spotřeba (zejména sever) a čistý export (zejména jih eurozóny) nedokáží tento nedostatek vykompensovat. Mezi důvody nízké úrovně investic patří zejména omezené bankovní úvěrování, na němž je evropská ekonomika strukturálně závislá a které bylo krizi zvláště zasaženo.6


6 Pro strukturální problémy spojené s financováním evropské ekonomiky viz kapitola 3.2 Problémy s financováním reálné ekonomiky eurozóny.
7 Irsko, Kypr, Slovinsko, Portugalsko, Španělsko, Řecko, Itálie.
v těchto zemích klesly od roku 2009 téměř na polovinu. Vzhledem k pokračující potřebě konsolidovat veřejné finance se zásadní růst veřejných investic v eurozóně nepředpokládá.

Investice soukromých reagovaly na rozdíl od vládních investic na příchod krize relativně rychle a výrazněji. V zemích silně zasažených krizí však propad veřejných investic během roku nakonec 2011 převyšil a zůstal vyšší než u soukromých investic.

Graf 2 – Vývoj veřejných (vlevo) a soukromých (vpravo) investic ve vybraných regionech (2008 = 100)

Mírné oživení soukromých investic se předpokládá zejména díky růstu v sektoru stavebním a strojů a zařízení. Tento výhled podporují očekávání výrobců a průkumy celkových a exportních objednávek ve EU a v eurozóně. Aktuálně nejvíce pozitivní situaci vykazuje Španělsko, které naznačuje nejvyšší hodnoty ukazatele důvěry ve stavebnictví.

Vládní deficit, jejichž snižování vytvářelo tlak na snížení veřejných investic, by se měly za rok 2014 dále snížit. Nominální deficit by měly klesnout v EU na 3 % HDP, tedy na úrovni požadavku Maastrichtské smlouvy. Strukturální deficit po poklesu v roce 2013 budou dále stabilní.

2.2 Pomalejší oživení soukromé a stagnace veřejné spotřeby

Soukromá spotřeba – největší složka HDP v EU – byla tahou oživení až do poloviny roku 2014, což bylo dánо růstem důvěry ze strany spotřebitelů a nárůstem disponibilních příjmů (bez ohledu na pokračující oddlužování v některých státech periferie).

Soukromá spotřeba by měla nadále růst v souladu s růstem disponibilních příjmů domácností. Částečné zlepšení na trhu práce bude přispívat nejen ke zvýšení počtu obyvatel disponujících mzdou, ale také bude snižovat nejistotu ohebně příjmů, která hraje významnou roli při rozhodování o nákupu zboží dlouhodobé spotřeby jako automobily či nábytek.
Soukromá spotřeba v eurozóně přesto v porovnání např. se severní Amerikou oživuje spíše pozvolně. Zejména rostoucí nezaměstnanost způsobovala nejistotu ohledně budoucí výše příjmů domácností a motivovala je ke tvorbě opatrnostních úspor (tzv. precautionary savings), čímž se omezovala okamžitá spotřeba. Obdobný efekt na spotřebu mělo také oddlužování domácností či spíše snižování nových závazků, jež se projevovalo v omezování spotřebních výdajů.\(^8\)

Vládní spotřeba by měla v eurozóně růst temtem 0,6%, tedy méně než HDP. V roce 2015 a 2016 se nadále očekává skromný růst vládní spotřeby zejména kvůli politickému důrazu na nízké veřejné výdaje. Ve třinácti členských státech se očekávají dokonce ještě nižší tempa růstu vládní spotřeby, než tomu bylo v minulém roce.

Fiskální konsolidace v eurozóně by měla být dále tažena spíše snižením výdajů než zvyšováním příjmů, což posiluje dopad právě na veřejnou spotřebu. Odeznění krize se totiž projevilo v pozastavení automatických stabilizátorů,\(^9\) které investice vládní spotřeby navýšily během horšího ekonomického vývoje.

### 2.3 Horší globální podmínky


To má obecně negativní dopad na indexy očekávání v eurozóně (obchodní i spotřebitelské), které se mírně snížují, což poukazuje právě na dlouhé a po-stupné oživení. Zhoršení globálního prostředí je vedle endogenních strukturálních problémů eurozóny výrazným faktorem pomalejšího oživení.

Světový růst se ukázal výrazně slabší, než se očekávalo ještě v první polovině roku 2014, především v důsledku odhalení některých slabých míst ve vyspělých ekonomikách a také v důsledku globálního geopolitického napětí. Pokles ve světovém mezičtvrtletním růstu HDP na 0,6% v 1. čtvrtletí 2014 odrážel zejména ostrý pokles v USA. Následný růst ve 2. čtvrtletí 2014 byl pak utlumen ostřejším poklesem v Japonsku.

Růst v rozvíjejících se ekonomikách zůstal stabilní v první polovině roku 2014. Tato stabilita však zakrývá různorodé trendy ve výkonnosti, zejména celková odolnost Asie do velké míry vyrovňává negativní dopad geopolitického napětí na růst v Rusku a zbyteku Společenství nezávislých států, jakož i slabý růst v částech latinské Ameriky.

---

\(^9\) Jedná se o mechanismy, které navýšují výdaje státu a snižují jeho příjmy v době špatné hospodářské situace et vice versa, např. dávky v nezaměstnanosti resp. progresivní zdanění.
**Tabulka 5 – Prognózy růstu HDP vybraných globálních ekonomí a světa**

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2013</th>
<th>2014</th>
<th>2015</th>
<th>2016</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>USA</td>
<td>2,2</td>
<td>2,2</td>
<td>(0,6)</td>
<td>3,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Japonsko</td>
<td>1,5</td>
<td>1,1</td>
<td>(0,4)</td>
<td>1,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Asie</td>
<td>6,1</td>
<td>6,1</td>
<td>(0,1)</td>
<td>6,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Čína</td>
<td>7,6</td>
<td>7,3</td>
<td>(0,1)</td>
<td>7,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Indie</td>
<td>4,7</td>
<td>5,8</td>
<td>(1,1)</td>
<td>6,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Latinská Amerika</td>
<td>2,7</td>
<td>1,4</td>
<td>(1,5)</td>
<td>2,4</td>
</tr>
<tr>
<td>Brazílie</td>
<td>2,5</td>
<td>0,2</td>
<td>(2,4)</td>
<td>1,4</td>
</tr>
<tr>
<td>MENA</td>
<td>1,6</td>
<td>2,4</td>
<td>(0,7)</td>
<td>4,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Společenství nezávislých států</td>
<td>0,9</td>
<td>0,3</td>
<td>(0,9)</td>
<td>0,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Rusko</td>
<td>1,3</td>
<td>0,3</td>
<td>(0,7)</td>
<td>0,3</td>
</tr>
<tr>
<td>Sub-saharská Afrika</td>
<td>4,9</td>
<td>5,2</td>
<td>(0,1)</td>
<td>5,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Kandidátské země</td>
<td>4,0</td>
<td>2,6</td>
<td>(0,1)</td>
<td>3,1</td>
</tr>
<tr>
<td>Svět (včetně EU)</td>
<td>3,1</td>
<td>3,3</td>
<td>(0,2)</td>
<td>3,8</td>
</tr>
<tr>
<td>Růst světového importu</td>
<td>2,7</td>
<td>3,0</td>
<td>(1,4)</td>
<td>4,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Růst exportních trhů mimo EU</td>
<td>3,3</td>
<td>3,2</td>
<td>(2,0)</td>
<td>5,0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: EK

2.4 Menší příspěvky k růstu díky exportu kvůli slabšímu mezinárodnímu obchodu

Právě na horší situaci v globálních podmínkách je navázán i relativně menší příspěvek čistého exportu k HDP eurozóny. V první polovině roku 2014 objem obchodu poměrně zpomalil v porovnání s druhou polovinou roku 2013. Podobně zpomalil růst dovozů z důvodu oslabování investic a dalších komponentů domácí poptávky.


Příspevek čistých exportů k růstu HDP v EU by však měl být omezený i vzhledem k paralelnímu růstu importů způsobených postupným oživením v eurozóně. Krátkodobý výhled importu EU tedy zrcadlí mírný růst a silnější domácí poptávku.

Pozitivní růst čistého exportu v období po krizi byl z části způsobený globálním oživením a z části výraznějším propadem dovozu z důvodů hospodářské stagnace uvnitř eurozóny. Silný nárůst světového obchodu po proběhnutí krizí tak byl nejvýraznější složkou růstu eurozóny. Tento stav námění již od druhého čtvrtletí loňského roku neplatí, neboť k aktuálnímu oživení přispívaly čisté exporty pouze v omezené míře.

3 Rizika pro vývoj eurozóny

Kromě výše zmíněných příčin snižení rychlosti oživení, které je možné považovat za spíše cyklické jevy, se Evropa potýká rovněž s dlouhodobějšími a strukturními problémy v podobě vysoké nezaměstnanosti zejména některých skupin obyvatel (3.1), stále plně nezakončeného finančního sektoru (3.2) a přetrvávajícího rizika deflačního vývoje (3.3).
### 3.1 Vysoká nezaměstnanost mladých a dlouhodobá nezaměstnanost

Ve srovnání s historickými maximy dosaženými v první polovině roku 2013 nezaměstnanost v eurozóně klesla o 0,5 p. b., přesto míra nezaměstnanosti mladých zůstává na abnormálních úrovních i přes aktuální mírný pokles úrovně a dosahuje 23,3 %,\(^{10}\) což výrazně převyšuje hodnoty z předkrizového období. Agregované ukazatele přítom skrývají výrazné odlišnosti napříč jednotlivými státy.


Právě nárůst mezi dlouhodobě nezaměstnanými může být způsoben snižováním souladu nabídky a poptávky po práci;

Výhled pro trh práce v období 2015-2016 je pozitivní, avšak stále za hodnotami z předkrizového období.

Nízký soulad nabídky a poptávky po práci

- V první polovině roku 2013 okleslo v porovnání s obdobím před krizí. Produktivita práce se má zvyšovat postupně.
- Míra nezaměstnanosti zůstane nad úrovněmi z předkrizového období o 1,3 p. b. v EU a 2,2 p. b. v EA (ve srovnání s obdobím 2004-2008). Jedná se o důsledek cyklických projevů a také strukturální nezaměstnanosti.

### 3.2 Problémy s financováním reálné ekonomiky eurozóny

Úvěry domácnostem stagnují a podnikový sektor pokračuje v oddlužování především menším nabíráním úvěrů a ve výsledku slabými investicemi. Trend je však mírně pozitivní. Náklady na financování ekonomiky eurozóny se budou totiž snižovat, zejména cena úvěrů pro podniky, není ale jasný dopad na reálné úvěrování a tedy investice.

Finanční trhy zůstávají fragmentované, přestože nastalo výrazné snížení rozdílů v cenách finančních produktů a v úrokových sazbách. ECB má stále problémy se zajištěním měnové transmise, zejména v případě malých a středních podniků, které nemají odpovídající přístup k úvěrům. Právě problémy měnové transmise

---

\(^{10}\) Údaje za srpen 2014.

\(^{11}\) Dle tzv. Okunova zákona se jen asi polovina růstu HDP odrazí ve snižující se míře nezaměstnanosti.
se pak odráží v nedostatečném růstu široké měnové zásoby M3 – tedy i úvěrování pro podniky a domácnosti – a to i přes relativně expanzní měnovou politiku ECB ilustrovanou růstem úzké měnové zásoby M1 (viz Graf 3) a nízké úrokové sazby.

Graf 3 – Vývoj úzkého a širokého měnového agregátu ECB

Monetární politiky ve většině států světa jsou expanzivní a úrokové sazby zůstávají nízké. Zatímco v USA byl ohlášen konec nákupu dluhopisů, akomodativní politika přetrvává v Japonsku. Očekává se, že ve Velké Británii a USA začnou měnové politiky být restriktivnější, což může způsobit tlak i na evropský finanční sektor, který mohl z měnového uvolňování v zámoří těžit.

Evropská centrální banka (ECB) v červnu 2014 ohlásila snižování sazeb a poprvé rovněž zavedla negativní sazbu na přebytečné rezervy bank. Vyhlásila šest Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO) s pevnými sazbami a splatností až 4 roky. V září 2014 byl schválen druhý balíček, který obsahoval další snížení klidové sazby (o 10 p. b.) a vyhlášení Asset-backed Securities Purchase Program (ABSPP) a program odkupu krytých dluhopisů (CBPP3).

Smyslem je aktivovat kanály přenosu měnové politiky. ECB ohlásila připravenost využít další nekonvenční nástroje měnové politiky v rámci svého mandátu s cílem řešit riziko přetrvávající příliš nízké inflace. Sazby krátkodobých nástrojů peněžního trhu klesaly k nule či pod nulu podobně jako v případě dlouhodobých nástrojů. Výnosy z vládních dluhopisů dále klesaly, zejména v Německu (0,7 % na desetiletých dluhopisech) ale také přes určitá rizika v Řecku a dalších periferních státech EU. Výnosy z podnikových dluhopisů klesají paralelně s vládními.

12 Direct passthrough effect, portfolio rebalancing channel, support of forward guidance.
Investorský sentiment vůči bankám z eurozóny se nadále posílal paralelně s postupem v nápravě bankovních rozvah a zlepšení v makroekonomickém prostředí. Evropské banky tak mohly zvýšit svou kapitálovou přiměřenost. V průběhu roku 2014 před očekávaným zveřejněním výsledků zátěžových testů zvýšily evropské banky svůj kapitál o 100 mld. eur.


V návaznosti na provedení zátěžových testů ECB přebrala odpovědnost za dohled nad bankami v eurozóně, avšak za spolupráce s národními orgány. Hlavním cílem bankovní unie je zajistit stabilitu úvěrových institucí a celého evropského finančního systému. Má být rovněž krokem ke snížení finanční fragmentace.

3.3 Hrozba nízké inflace a deflace

Na rozdíl od většiny světových ekonomik se v eurozóně od roku 2013 objevila významná deflační dynamika. Inflace v eurozóně by se měla za léta 2014 a 2015 pohybovat na úrovních 0,5 %, resp. 0,8 %, tedy výrazně pod cílem ECB „pod úrovní, avšak blízko dvěma procentů“.

Stále existuje reálná možnost, že eurozona se tak může dostat do deflační spirály a tím do dlouhodobé hospodářské stagnace. Tuto pravděpodobnost MMF vyhodnotil v říjnu 2014 na úroveň 30 %, zatímco v ostatních regionech světa ji označuje za mizivou.13

Dlouhodobá deflace by měla za následek snížení spotřeby a celkových investic – i přes případné rostoucí úspory –, což by zásadně zasáhlo rychlost oživení. Dlouho trvající nízká inflace pak zvyšuje reálnou úrokovou sazbu a činí obtížnější stále probíhající oddlužení, což má podobně dopady na investice a spotřebu jako deflace. Deflace i nízká inflace také činí obtíženější cenové přizpůsobení ekonomik na jihu eurozóny, které musí ve snaze snížit mzdové nároky procházet deflačním pásmem a tím zvyšují pravděpodobnost hospodářské stagnace.

V roce 2014 pokračoval desinflační trend. Harmonizovaný index spotřebitelských cen v eurozóně klesal během třech čtvrtletí na úroveň 0,4 %. Jedná se např. o důsledek poklesu komoditních cen (cen energií a potravin), což bylo ještě zvýrazněno posilujícím kurzem eura vůči dolaru na počátku roku.

Jádrová inflace (tj. inflace bez cen energií a nezpracovaných potravin) také od roku 2012 systematicky klesá. V jejím snižování se odráží malá poplatka a zadržené tlaky na růst mezd a klesající inflace neenergetického průmyslového zboží, kterou lze přičíst nízkým cenám vstupů a klesajícím cenám dovozů. V roce 2015 a 2016 se očekává mírný růst inflace.

4 Dopady slabého oživení eurozóny na českou ekonomiku

Růst české ekonomiky v závěru roku 2013 byl nad očekávání silný především díky poslednímu čtvrtletí a meziročně se zvýšil o 1%. Česká ekonomika zrychlila svůj meziroční růst na 2,7 % ve druhém čtvrtletí 2014. K tomuto růstu došlo navzdory revizím růstu v eurozóně a zvláště v Německu, který je největším českým obchodním partnerem.

Pomalé oživení eurozóny však má negativní dopady i na Českou republiku. Vzhledem k depreciaci koruny, k výraznému zlepšení sentimentu a investičního prostředí však budou tyto dopady méně patrné. Situace v eurozóně přesto bude mít vliv na charakter růstu v dalších letech, kdy bude převažovat vliv domácí spotřeby a investic nad čistým exportem.

V případě, že se bude negativní trend v pomalém oživení eurozóny prodlužovat, jak naznačují data z prosince 2014, i oživení České republiky může být pomalejší oproti současným očekáváním. Rozhodujícím pro konečný vliv na Českou republiku v dalších letech bude míra růstu investic a domácí spotřeby.

4.1 Bezprostřední vliv na ČR

Pomalé oživení má a nadále bude mít vliv na ČR skrze tradiční kanály přenosu, především exporty a příliv zahraničních investic. Do eurozóny stabilně míří přes tři pětina českých exportů a další téměř pětina do zbytku EU, které jsou s eurozónou úzce provázány.

Vzhledem k zásadnímu podílu zemí eurozóny na zdrojích zahraničních investic v ČR ve výši přes 80 %, je pravděpodobné, že i očekávaný příliv zahraničních investic bude pomalejší. Dynamika příliv investic však mohou být opačné v případě, že investiční prostředí v eurozóně a zároveň přístup k levnému financování poveď k výraznějšímu investičním zahraničních firem v ČR z důvodu zde vyšších očekávaných výnosů.

V případě, že ČR poroste rychleji než eurozóna, jak je projektováno letos i v dalších dvou letech, poměr dovozů k HDP se bude zvyšovat rychleji než poměr exportů, což pravděpodobně poveď k výrazně menšímu podílu čistých exportů na HDP v dalších dvou letech, jak potvrzuje i prognóza Evropské komise (viz Graf 4).

4.2 Oslabení koruny a vliv na růst české ekonomiky

Depreciace koruny měla značný kompenzační charakter vůči horšímu než předpokládanému vývoji v eurozóně. Vzhledem k vyššímu než plánovanému dopadu a kratší než modelované časové prodlévě od depreciace po nárůst spotřeby a investic však příspěvek k pozitivnímu vývoji intervence samotné nelze určit jako jediný či většinový.

---

14 K růstu přispěla soukromá spotřeba, investice do kapitálu, veřejná spotřeba i čisté exporty.
**Vzestup soukromých a veřejných investic**

Faktorem přispívajícím k růstu HDP je zlepšení investičního prostředí. Přihodnější domácí podmínky, vzestup průmyslových zakázek a konstrukčních činností – částečně pozitivně ovlivněný depreciační koruny – se promítly do nárůstu soukromých investic. Druhým pozitivním efektem intervence je poté zvýšení investic jako důsledek zvýšených inflačních očekávání domácností a podniků. Vzhledem ke krátké časové prodlevě od depreciace koruny potřim zvýšení soukromých investic nelze plně přisuzovat pouze depreciační koruny a tedy navýšení volných zdrojů exportujících podniků a na ně napojených sektorů, ale celkově změně sentimentu.

Oslabení kurzu přispělo především ke zvýšení tempa růstu vývozů, které potvrdilo, že slabší kurz koruny mohl mít pozitivní dopad na cash-flow tuzemských firem. Především i díky měnovému efektu došlo k růstu vývozních cen meziročně o 4,5%, které přispěly k růstu obratu tuzemských exportérů.

Dalším faktorem je stimulace reálného růstu vývozu, který stoupl o 10,5% meziročně, jelikož se projevuje díky depreciační reálného měnového kurzu, tedy zvýšení cenové konkurenceschopnosti exportérů. Na reálný růst vývozu pozitivně působí oživení v eurozóně i přes svůj omezený charakter. Právě tempo růstu vývozu je o několik procentních bodů vyšší, než by odpovídalo pouze dynamice zahraničního poptávky, což lze připsat do značné míry právě vlivu oslabení koruny.

Oslabení kurzu přispělo především ke zvýšení změny spotřeby domácností, k čemuž přispělo očekávání nárůstu cen v důsledku oslabení koruny. Domácnosti se rozhodly zvýšit svou spotřebu na úkor úspor v očekávání dalšího zdražování zboží a služeb.

Podobně reagovaly také podniky, které uspíšily některé investice pravděpodobně i oba před zvyšováním cen na trzích. Růst spotřeby domácností a fixních investic pak pokračoval i v prvních dvou čtvrtletích roku 2014. Obavy z negativního důchodového efektu na domácí poptávku v důsledku slabšího měnového kurzu (obava ze snížení kupní síly úspor) se tedy nepotvrzují.

### 4.3 Další faktory pozitivně ovlivňující český růst

Pokud jde o vývoj HDP v období před plánovanou korzovou intervencí a po jejím provedení, uváděné hodnoty se v obou případech liší. Počáteční odhad analýzy ČNB v listopadu 2013 počítal s růstem HDP pro rok 2014 ve výši 2,1%. Dle pozorovaných hodnot po prvních dvou čtvrtletích roku 2014 byl odhad navýšen na 2,7%. Podobně upravovala svůj růstový výhled Komise. Zatímco po prvním čtvrtletí odhadovala ve své jarní předpovědi růst HDP v ČR meziročně na 2,0%, na podzim upravila svůj výhled pro ČR na 2,5%, tedy blíže prognóze ČNB. Vzhledem k tomu, že v prvních prognózách byl efekt depreciace již započítán a že exogenní podmínky se zhoršily, lze z nich odhadovat jiné zásadní faktory přispívající pozitivně k růstu ekonomiky než právě depreciace koruny.

---


16 Tento negativní důchodový efekt se může projevit vůči zboží a službám ze zahraničí, které budou po přepočetí přes měnový kurz dražší, avšak méně vůči domáčimu zboží a službám.

17 Česká národní banka. Zpráva o inflaci IV/2013. ČNB, str. 27.
Za vyšším než předpokládaným růstem i po započtení depreciace je možné např. spatřovat vliv zlepšení sentimentu domácností, který se pohyboval na vysokých hodnotách zejména od poloviny roku 2014.18 Zlepšení důvěry domácností se projevovalo paralelně s oživením domácí spotřeby.19 Předpokládané zásadní vlivy na spotřebu díky depreciační přitom byly modelovány až na rok 2015. 

Na zlepšení investičního prostředí v ČR mělo také pozitivní vliv i rychlejší čerpání prostředků z evropských strukturálních fondů, které přispělo k růstu veřejných investic. Oživení veřejných investic lze přitom považovat za jednu z hlavních hospodářských změn přispívajících k růstu HDP, neboť orientace na zvýšení i zachování míry veřejných výdajů následuje po několika letech jejich poklesu.20

4.4 Zvýšující se důležitost domácí poptávky a investic

Závěr ohledně omezeného vlivu oslabení koruny je v souladu se nálezy Evropské komise o výši příspěvku čistých exportů k růstu HDP. Ve své podzimní předpovědi KE revidovala růst exportů oproti svému jarnímu výhledu o 3,3 p. b. (z 5,0 % na 8,3 %). Současně však došlo k revizi importů o 4,6 p. b. (z 4,0 % na 8,6 %), což může vysvětlovat relativně malý očekávaný příspěvek čistých exportů k růstu HDP (0,3 p. b.), viz Graf 4.

Navyšení importů je způsobeno kromě importů navazujících na exportní sekto-ry a dalších vyrovnávacích procesů platební bilance účtu, právě výrazně zvýšenou soukromou spotřebou, jejíž část směřuje na nákup zboží a služeb ze zahraničí. Soukromá spotřeba měla dle jarní předpovědi KE růst o 0,7 %, dle podzimní předpovědi KE se bude jednat o 1,7 % (tj. pozitivní revize o 1 p. b.).

Důsledkem zvýšení soukromé spotřeby je tedy jednak kladný příspěvek k růstu HDP, ale také nárůst importů, které snižují čisté exporty, neboť celkový příspěvek soukromé spotřeby a čistých exportů k růstu HDP pro rok 2014 je dle podzimní předpovědi 2013, která ještě nemohla ani částečně kurzovou intervencí zohlednit 1,2 p. b., a dle podzimní tedy nejaktuálnější předpovědi pro rok 2014 poté 1,14 p. b.

I přes pozitivní vliv depreciace koruny tak převládá a celkovou pozitivní revizi růstu výrazněji tahnou právě domácí poptávka a investice. V dalších letech lze tedy počítat pouze s omezeným příspěvkem čistých exportů k růstu ČR, zatímco důležitost budou přebírat investice a spotřeba domácností díky zvyšujícím se reálným mzdám (viz Graf 4).

20 Ibid., str. 62-63.
Komponenty růstu české ekonomiky (v p. b.)

Graf 4


© 2014, Sekce pro evropské záležitosti Úřadu vlády České republiky.
Kolektiv autorů: Aleš Chmelař, Lukáš Marek, Stanislav Volčík, Václav Korbel
Reprodukce a citace je možná při celém zmínění zdroje a zachování kontextu formulace.