

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 odbytíště vývozu Německo a Rakousko. Předpokládaná **nezaměstnanost v eurozóně se však snížila**.

Eurozóna se spolu s celou EU potýká zejména 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.

Současný **růst eurozóny je živěn zejména domácí poptávkou severních zemí a exportem jižních zemí**. Míra investic v eurozóně je o zhruba pětinu nižší než v roce 2008. Veřejné investice v destabilizovaných zemích eurozóny se přitom pohybují téměř na polovině. Nízké veřejné a soukromé investice jsou hlavním důvodem relativně pomalého růstu eurozóny. Zvýšená domácí spotřeba (zejména sever) a export (zejména jih) nedostatek investic dostatečně nekompensují.

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 dění 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 diskuzních podkladů. Nepředstavují pozici SEZ.

1 Pomalejší oživení eurozóny

Snížení projekcí růstu ve světě a v eurozóně

Oproti předpovědím z jara 2014 došlo ve většině zemí eurozóny a Evropské unie ke snížení prognózovaného růstu.¹ Podobné snížení zaznamenala i řada významných světových ekonomik. Nejedná se o směrodatnou změnu předpovědi, dlouhodobý růstový potenciál eurozóny by však měl být dosažen později, než se předpokládalo ještě v polovině roku 2014. Od roku 2010 se jedná o opakované odložení návratu eurozóny ke svému růstovému potenciálu.

Globální zpomalení a slabé investice

Příčinou revize projekcí 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.

Předpokládané dopady na ČR

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

Slabý růst eurozóny, avšak nízká pravděpodobnost nové recese

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).² Pravděpodobnost recese v eurozóně v následujícím roce se však pohybuje na nízké úrovni 5-10 %.

Zpomalení v Německu a Rakousku, méně výrazné v Polsku a na Slovensku

Nejzásadnější snížení růstových prognóz 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.

Tabulka 1 – Prognózy růstu ve vybraných regionech (v %) a jejich změna od prognóz z jara 2014

	2014	2015	2016
Německo	1,3 ↓ (-0,5)	1,1 ↓ (-0,9)	1,8
Rakousko	0,7 ↓ (-0,9)	1,2 ↓ (-0,6)	1,5
Slovensko	2,4 ↑ (+0,2)	2,5 ↓ (-0,6)	3,3
Eurozóna	0,8 ↓ (-0,4)	1,1 ↓ (-0,6)	1,7
ČR	2,5 ↑ (+0,5)	2,7 ↑ (+0,3)	2,7
Polsko	3,0 ↓ (-0,2)	2,8 ↓ (-0,6)	3,3
EU	1,3 ↓ (-0,3)	1,5 ↓ (-0,5)	2,0

Zdroj: EK

Ochlazení i v dalších zemích EU

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 zlepšil.

¹ European Commission. (2014). *Spring 2014 Economic Forecast*. EC.

² Ibid.

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

	2013	2014	2015	2016
Belgie	0,3	0,9 ↓ (-0,5)	0,9 ↓ (-0,7)	1,1
Německo	0,1	1,3 ↓ (-0,5)	1,1 ↓ (-0,9)	1,8
Estonsko	1,6	1,9 = (0,0)	2,0 ↓ (-1,0)	2,7
Irsko	0,2	4,6 ↑ (+2,9)	3,6 ↑ (+0,6)	3,7
Řecko	-3,3	0,6 = (0,0)	2,9 = (0,0)	3,7
Španělsko	-1,2	1,2 ↗ (+0,1)	1,7 ↓ (-0,4)	2,2
Francie	0,3	0,3 ↓ (-0,7)	0,7 ↓ (-0,8)	1,5
Itálie	-1,9	-0,4 ↓ (-1,0)	0,6 ↓ (-0,6)	1,1
Kypr	-5,4	-2,8 ↑ (+2,0)	0,4 ↓ (-0,5)	1,6
Lotyšsko	4,2	2,6 ↓ (-1,2)	2,9 ↓ (-1,2)	3,6
Litva	3,3	2,7 ↓ (-0,6)	3,1 ↓ (-0,6)	3,4
Lucembursko	2,0	3,0 ↑ (+0,4)	2,4 ↓ (-0,3)	2,9
Malta	2,5	3,0 ↑ (+0,7)	2,9 ↑ (+0,6)	2,7
Nizozemí	-0,7	0,9 ↓ (-0,3)	1,4 = (0,0)	1,7
Rakousko	0,2	0,7 ↓ (-0,9)	1,2 ↓ (-0,6)	1,5
Portugalsko	-1,4	0,9 ↓ (-0,3)	1,3 ↓ (-0,2)	1,7
Slovinko	1,4	2,4 ↑ (+1,6)	1,7 ↑ (+0,3)	2,5
Slovensko	1,4	2,4 ↑ (+0,2)	2,5 ↓ (-0,6)	3,3
Finsko	-1,2	-0,4 ↓ (-0,6)	0,6 ↓ (-0,4)	1,1
EA	-0,5	0,8 ↓ (-0,4)	1,1 ↓ (-0,6)	1,7
Bulharsko	1,1	1,2 ↓ (-0,5)	0,6 ↓ (-1,4)	1,0
Česká republika	-0,7	2,5 ↑ (+0,5)	2,7 ↑ (+0,3)	2,7
Dánsko	-0,1	0,8 ↓ (-0,7)	1,7 ↓ (-0,2)	2,0
Chorvatsko	-0,9	-0,7 ↘ (-0,1)	0,2 ↓ (-0,5)	1,1
Maďarsko	1,5	3,2 ↑ (+0,9)	2,5 ↑ (+0,4)	2,0
Polsko	1,7	3,0 ↓ (-0,2)	2,8 ↓ (-0,6)	3,3
Rumunsko	3,5	2,0 ↓ (-0,5)	2,4 ↓ (-0,2)	2,8
Švédsko	1,5	2,0 ↓ (-0,8)	2,4 ↓ (-0,6)	2,7
Velká Británie	1,7	3,1 ↑ (+0,4)	2,7 ↑ (+0,2)	2,5
EU	0,0	1,3 ↓ (-0,3)	1,5 ↓ (-0,5)	2,0

Zdroj: EK

Odhadovaný návrat ke konvergenci

Rozdíly v mírách 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 potvrzuje charakter homogennějšího, avšak stále relativně pomalého oživení eurozóny.³ Postupně by se měl obnovit i konvergenční trend zásadně přerušovaný během hospodářské krize.

Rychleji se snižující nezaměstnanost

1.2 Pozitivní prognózy nezaměstnanosti

Oproti snižování prognóz růstu jsou předpokládány úrovně nezaměstnanosti na tento a příští 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 předpokládány míry se snížily.

³ European Commission. (2014). *Autumn 2014 Economic Forecast*. EC.

Mírné zlepšování
zaměstnanosti
a nezaměstnanosti

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.

Tabulka 3 – Prognózy nezaměstnanosti ve vybraných regionech (v %) a jejich změna od prognóz z jara 2014

	2014	2015	2016
Německo	5,1 (0,0)	5,1 (0,0)	4,8
Rakousko	5,3 (+0,5)	5,4 (+0,7)	5,0
Slovensko	13,4 (-0,2)	12,8 (+1,4)	12,1
Eurozóna	11,6 (-0,2)	11,3 (-0,3)	10,8
ČR	6,3 (-0,4)	6,2 (-0,4)	6,1
Polsko	9,5 (-0,4)	9,3 (-0,2)	8,8
EU	10,3 (-0,2)	10,0 (-0,1)	9,5

Zdroj: EK.

Dlouhodobé strukturální
problémy na trhu práce
eurozóny

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.⁴

1.3 Výrazná revize růstu v Německu jako největší evropské ekonomice

Výrazná revize růstu
v Německu, avšak
s optimistickou
perspektivou

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 zpomaleného oživení.

Německo se potýká
s poklesem zahraniční
poptávky

Německo se potýká zejména s poklesem poptávky ze zahraničí z destabilizovaných států eurozóny, ale rovněž i z Číny a Ruska. Tento pokles má negativní dopad na produkci investičního zboží, na které se Německo specializuje. Exportní očekávání firem se zhoršila a malé středně velké průmyslové objednávky ze zahraničí nadále zaznamenávaly pokles. Na tyto exportní sektory napojené sektory pak zareagovaly i nižšími objednávkami a investicemi, což vysvětluje větší dopad revize růstu.⁵

Postupný nárůst ex-
portu, avšak kom-
penzovaný silnějším
importem

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

⁴ Pro další strukturální vyhodnocení situace na trhu práce eurozóny viz kapitola **Error! Reference source not found. Error! Reference source not found.**

⁵ OECD. (2014). *OECD Economic Outlook 2014*. OECD Publishing.
European Commission. (2014). *Autumn 2014 Economic Forecast*. EC.

Pokles soukromých investic v průmyslovém sektoru

Soukromé investice ve druhé čtvrtině tohoto roku poklesly, čímž došlo k přerušení oživení, které započalo v roce 2013. Nepříliš optimistický výhled pro vývoj investic je podpořen klesajícími objednávkami kapitálového zboží a výrazně negativní produkční mezerou. Zároveň navzdory rekordně nízkým dlouhodobým úrokovým sazbám rostly bankovní úvěry německým nefinančním podnikům pouze pozvolna.

Mírně pozitivní trend investic

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 se oproti rychlé aktuální expanzi zmírňují.

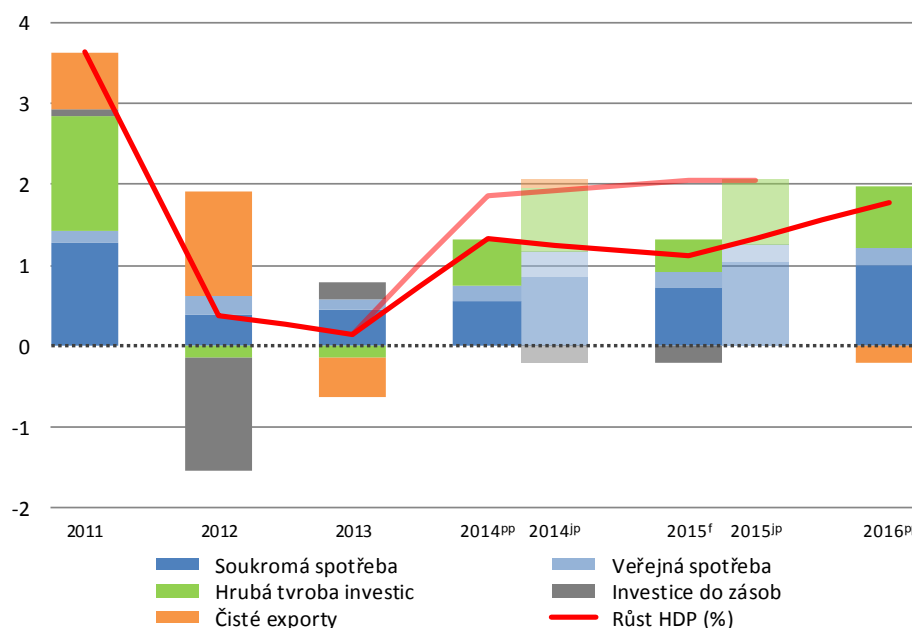
Pozitivní výhled pro soukromou spotřebu díky růstu mezd a nízkým úrokovým

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, vysokou čistou migrací a růstem reálných mezd. Tato situace se také odráží ve vysokých očekávaních domácností ohledně svých příjmů a ochotě nakupovat.

Složky německého růstu

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).

Graf 1 – Komponenty růstu německé ekonomiky (v p. b.)



Zdroj: EK. Poznámka: pp = podzimní předpověď 2014. jp = jarní předpověď 2014.

2 Faktory pomalejšího oživení

Domácí poptávky na severu a čisté exporty na jihu

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 zpomaleného růstu.

Nízká míra soukromých investic a relativně vyšší příspěvek soukromé spotřeby

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

Relativní pokles v příspěvku investic a čistých exportů k růstu HDP

Největší odchylka ve vývoji prognózovaných komponentů růstu pro eurozónu se týká 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 bodech)

	2014	2015	2016
Soukromá spotřeba	0,4 ↓ (-0,1)	0,6 ↓ (-0,2)	0,8
Veřejná spotřeba	0,1 → (0,0)	0,1 → (0,0)	0,2
Investice	0,1 ↓ (-0,3)	0,3 ↓ (-0,5)	0,8
Zásoby	0,1 ↗ (+0,1)	-0,1 ↘ (-0,1)	0,0
Exporty	1,4 ↓ (-0,4)	1,7 ↓ (-0,7)	2,3
Konečná poptávka	2,1 ↓ (-0,7)	2,7 ↓ (-1,3)	4,0
Importy	-1,3 ↑ (+0,3)	-1,6 ↑ (+0,7)	2,3
Čisté exporty	0,1 ↓ (-0,2)	0,2 ↗ (+0,1)	0,0
Růst HDP	0,8 ↓ (-0,4)	1,1 ↓ (-0,6)	1,7

Zdroj: EK

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

Nízké veřejné a soukromé investice

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 vykompenzovat. Mezi důvody nízké úrovně investic patří zejména omezené bankovní úvěrování, na němž je evropská ekonomika strukturálně závislá a které bylo krizí zvláště zasaženo.⁶

Propad vládních investic po částečné stimulační expanzi

Na rozdíl od soukromých investic nastalo snížení vládních investic až mezi léty 2010 a 2011. Výraznější propad přišel v průměru až po dvou letech relativní fiskální expanze, částečně motivované vůlí stimulovat evropskou ekonomiku v první recesi nedávné krize. Tyto pokusy o anti-cyklickou veřejnou politiku však odezněly během roku 2011, kdy se veřejné výdaje na tvorbu kapitálu začaly snižovat pod vlivem snahy o snížení vládních deficitů.

Následná stagnace investic pod úrovní roku 2008

V následujících letech až do roku 2013 pak byly výrazně restriktivní s cílem snižovat vládní výdaje. Do roku 2016 se pak předpokládá jejich stagnace pod úrovní roku 2008. Pouze v destabilizovaných zemích eurozóny⁷ byl však propad veřejných investic výraznější než u investic soukromých. Vládní investice

⁶ Pro strukturální problémy spojené s financováním evropské ekonomiky viz kapitola 3.2 Problémy s financováním reálné ekonomiky eurozóny.

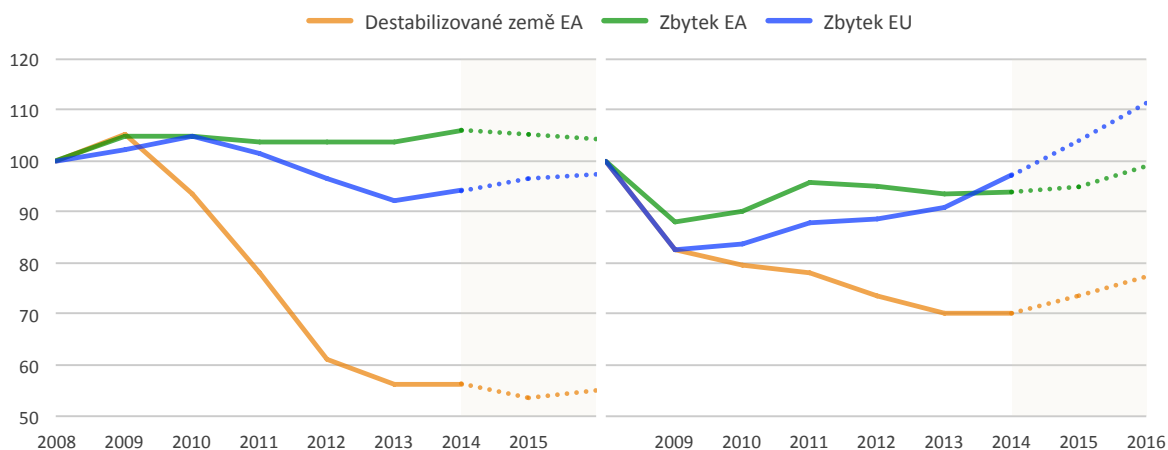
⁷ Irsko, Kypr, Slovinsko, Portugalsko, Španělsko, Řecko, Itálie.

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.

Rychlejší propad soukromých investic následovaný jejich návratem

Investice soukromé 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 převýšil a zůstal vyšší než u soukromých investic.

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



Source: AMECO, deflátor agregované tvorby hrubého fixního kapitálu.

Zvýšení ve stavebnictví a v sektoru strojů a zařízení

Mírné oživení soukromých investic se předpokládá zejména díky růstu v sektoru stavebním a strojů a zařízení. Tento výhled podporují očekávání výrobců a průzkumy celkových a exportních objednávek v EU a v eurozóně. Aktuálně nejvíce pozitivní situaci vykazuje Španělsko, které naznačuje nejvyšší hodnoty ukazatele důvěry ve stavebním sektoru. Růst ve stavebnictví by měl být podpořen vyššími disponibilními příjmy, příznivějšími podmínkami k financování a zvyšováním vlastních zdrojů.

Stagnace veřejných investic v kontextu snižování deficitů

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

2.2 Pomalejší oživení soukromé a stagnace veřejné spotřeby

Silná role soukromé spotřeby v dosavadním oživení

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

Navzdory klesající spotřebitelské důvěře by měla soukromá spotřeba růst

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 ohledně příjmů, která hraje významnou roli při rozhodování o nákupu zboží dlouhodobé spotřeby jako automobily či nábytek.

Pomalejší oživení
soukromé spotřeby
v eurozóně

Soukromá spotřeba v eurozóně přesto v porovnání např. se severní Amerikou ožívuje spíše pozvolně. Zejména rostoucí nezaměstnanost způsobovala nejistotu ohledně budoucí výše příjmů domácností a motivovala je ke tvorbě opatrných úspor (tzv. *precautionary savings*), čímž se omezovala okamžitá spotřeba. Obdobný efekt na spotřebu mělo také oddlužování domácností či spíše snižování nových závazků, jež se projevilo v omezování spotřebních výdajů.⁸

Vládní spotřeba ne-
bude zásadním způ-
sobem přispívat
k růstu HDP

Vládní spotřeba by měla v eurozóně růst tempem 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.

Vládní spotřeba
v kontextu fiskální
konsolidace

Fiskální konsolidace v eurozóně by měla být dále tažena spíše snížením výdajů než zvyšováním příjmů, což posiluje dopad právě na veřejnou spotřebu. Odeznění krize se totiž projeví v pozastavení automatických stabilizátorů,⁹ které investice vládní spotřeby navyšovaly během horšího ekonomického vývoje.

Horší globální
podmínky

2.3 Horší globální podmínky

Světová průmyslová výroba a obchod stagnují či nerostou tak rychle, jak se očekávalo. Zásadně – řádově o procenta – klesají výhledy růstu ve východní Evropě, Rusku a střední Asii a v některých státech Jižní Ameriky.

Exogenní dopady na
slabší růst eurozóny

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

Slabší růst vyspělých
světových ekonomik...

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.

... částečně vyrovná-
ný nerovnoměrným
růstem rozvíjejících
se ekonomik

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 vyrovnává negativní dopad geopolitického napětí na růst v Rusku a zbytku Společenství nezávislých států, jakož i slabý růst v částech latinské Ameriky.

⁸ Chmelar, A. (2013). Household Debt and the European Crisis. *ECRI Research Reports*, (13).

⁹ Jedná se o mechanismy, které navyšují 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 ekonomik a světo-

	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,2 ↓ (-0,6)	3,1 ↘ (-0,1)	3,2
Japonsko	1,5	1,1 ↓ (-0,4)	1,0 ↓ (-0,3)	1,0
Asie	6,1	6,1 ↗ (+0,1)	6,3 ↑ (+0,2)	6,4
Čína	7,6	7,3 ↗ (+0,1)	7,1 ↗ (+0,1)	6,9
Indie	4,7	5,8 ↑ (+1,1)	6,4 ↑ (+1,0)	6,9
Latinská Amerika	2,7	1,4 ↓ (-1,5)	2,4 ↓ (-1,0)	3,2
Brazílie	2,5	0,2 ↓ (-2,4)	1,4 ↓ (-1,5)	2,6
MENA	1,6	2,4 ↓ (-0,7)	4,1 ↑ (+0,4)	4,6
Společenství nezávislých států	0,9	0,3 ↓ (-0,9)	0,8 ↓ (-1,8)	1,9
Rusko	1,3	0,3 ↓ (-0,7)	0,3 ↓ (-1,7)	1,2
Sub-saharská Afrika	4,9	5,2 ↘ (-0,1)	5,8 ↑ (+0,3)	5,9
Kandidátské země	4,0	2,6 ↑ (+0,1)	3,1 ↘ (-0,1)	3,5
Svět (včetně EU)	3,1	3,3 ↓ (-0,2)	3,8 = (0,0)	4,1
Růst světového importu	2,7	3,0 ↓ (-1,4)	4,6 ↓ (-1,1)	5,5
Růst exportních trhů mimo EU	3,3	3,2 ↓ (-2,0)	5,0 ↓ (-0,9)	5,6

Zdroj: EK

2.4 Menší příspěvky k růstu díky exportu kvůli slabšímu mezinárodnímu obchodu

Menší příspěvek exportu vzhledem ke globální situaci

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.

Exporty by měly být taženy minulou depreciací eura a vnější poptávkou

Ve druhé polovině roku 2014 by pak exporty měly mírně růst i přes omezení obchodu mezi EU a Ruskem. V jejich prospěch hovoří také nedávná depreciace eura. Po roce 2014 by měly exporty EU nadále posilovat důsledkem posilující vnější poptávky. Nově získaná cenová konkurenceschopnost jižních států eurozóny by rovněž měla podporovat jejich exportní postavení.

Ponížení vlivu čistého exportu zvýšenými dovozy

Příspěvek 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.

Význam čistých exportů pro růst eurozóny

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 krizi tak byl nejvýraznější složkou růstu eurozóny. Tento stav nicméně již od druhého čtvrtletí loňského roku neplatí, neboť k aktuálnímu oživení přispívaly čisté exporty pouze v omezené míře.

3 Rizika pro vývoj eurozóny

Čtyři zásadní rizika pro vývoj eurozóny

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

3.1 Vysoká nezaměstnanost mladých a dlouhodobá nezaměstnanost

Dlouhodobý trend
mírně klesající
nezaměstnanosti

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 přitom skrývají výrazné odlišnosti napříč jednotlivými státy.

Nárůst dlouhodobě
nezaměstnaných

Dalším ukazatelem neoptimálního fungování trhu práce je pokračující nárůst v míře dlouhodobé nezaměstnanosti. Počet osob nezaměstnaných po dobu delší než 24 měsíců se téměř nepřerušeně zvyšoval již od počátku krize v roce 2008. Na tuto skupinu obyvatel tedy nedopadly výnosy mírného oživení, které jsou viditelné v případě ostatních typů nezaměstnanosti.

Nízký soulad nabídky
a poptávky po
práci

Právě nárůst mezi dlouhodobě nezaměstnanými může být způsoben snižováním souladu nabídky a poptávky po pracovní síle. Pokles v souladu nabídky a poptávky po práci je viditelný ve vnějším posunu Beveridgeovy křivky (poměr mezi podílem volných pozic a mírou nezaměstnanosti). Ve výsledku lidé hledají práci v jiných sektorech, než kde jsou volná pracovní místa.

Překážkou pro snižování
nezaměstnanosti
může být nižší než očekávaná
míra inflace

Současné nízké tempo hospodářské aktivity neumožňuje významnou absorpci nezaměstnané pracovní síly, což je v souladu s dlouhodobým pozorováním. ¹¹ Očekávané zpomalení růstu hospodářského výkonu ve druhé polovině tohoto roku implikuje, že zlepšení na trhu práce bude rovněž spíše omezené. Rovněž nižší inflace způsobuje konzervativnější očekávání firem ohledně tržeb, což může vyvolat negativní tlak na jejich ochotu přijímat nové zaměstnance.

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

V horizontu 2015-2016 lze očekávat mírně pozitivní scénář. Nárůst mezd podpoří tvorbu pracovních míst, avšak negativem zůstane spíše menší počet odpracovaných hodin 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 ale také strukturální nezaměstnanosti.

3.2 Problémy s financováním reálné ekonomiky eurozóny

Pokračující oddlužování
firem i domácností
snižuje investice

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.

Pokračující fragmentace
finančních trhů a slabá
měnová transmise

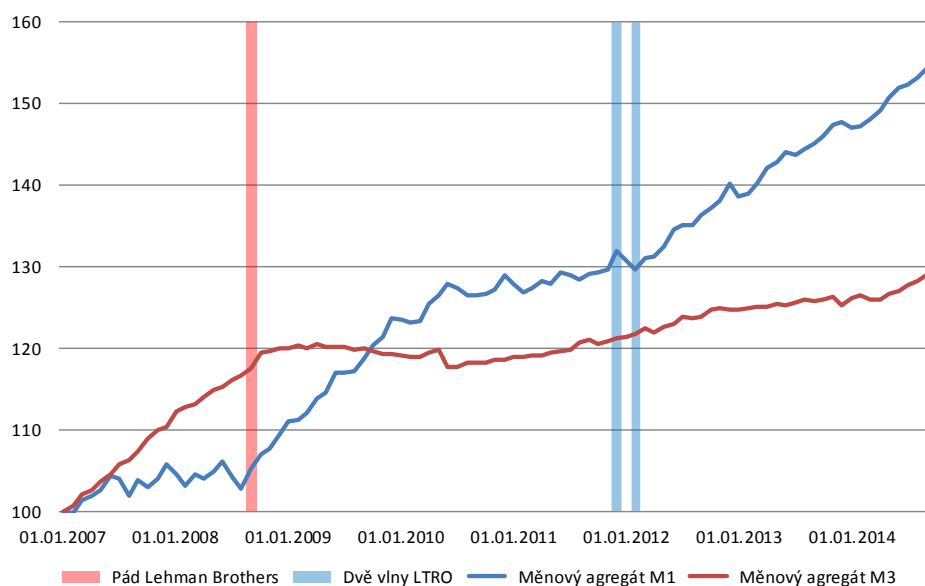
Finanční trhy zůstávají fragmentované, přestože nastalo výrazné snížení rozdílů v cenách finančních produktů a v úrokových sazbách. ECB má stále problémy se zajištěním měnové transmise, zejména v případě malých a středních podniků, které nemají odpovídající přístup k úvěrům. Právě problémy měnové transmise

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 expanzivní 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



Source: ECB

Měnové politiky v USA a Británii budou restriktivní, jinde akomodativní

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.

Akomodativní měnová politika ECB na podporu evropské ekonomiky

Evropská centrální banka (ECB) v červnu 2014 ohlásila snižování sazeb a poprvé rovněž zavedla negativní sazby 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 klíčové sazby (o 10 p. b.) a vyhlášení Asset-backed Securities Purchase Program (ABSPP) a program odkupu krytých dluhopisů (CBPP3).

Nekonvenční měnová politika ECB může pokračovat

Smyslem je aktivovat kanály přenosu měnové politiky.¹² 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.

Postupná rekapitalizace evropského bankovního sektoru	Investorský sentiment vůči bankám z eurozóny se nadále posiloval 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.
Úspěch zátěžových testů bank v eurozóně	Zátěžové testy bank eurozóny přinesly obecně dobrý výsledek, byly kritické, ale nezpůsobily zásadní překvapení. Neprošlo 25 bank, ale pouze 13 po doplnění kapitálových nedostatků během roku 2014. Jejich celkový kapitálový nedostatek je na úrovni 9,8 mld. eur, tedy ca 270 mld. korun, tj. méně než promile celkových bankovních aktiv eurozóny. Testy však nebraly v potaz deflační scénář, za což byly kritizovány. Německo, Francie, Španělsko i Řecko vyšly z testu bez konečného nedostatku. Čtyři italské banky byly nedostatečně kapitalizované.
ECB přebrala dohledovou odpovědnost	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	
Velmi nízká inflace v eurozóně a riziko 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 procentům“. Stále existuje reálná možnost, že eurozóna 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
Negativní následky deflace a dlouhodobě příliš nízké inflace	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 podobné dopady na investice a spotřebu jako deflace. Deflace i nízká inflace také činí obtížnější cenové přizpůsobení ekonomik na jihu eurozóny, které musí ve snaze snížit mzdové nároky procházet deflačním pásmem a tím zvyšují pravděpodobnost hospodářské stagnace.
Pokles běžné inflace, zejména energií a potravin	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.
Pokles jádrové inflace	Jádrová inflace (tj. inflace bez cen energií a nezpracovaných potravin) také od roku 2012 systematicky klesá. V jejím snižování se odráží malá poptávka 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.

¹³ International Monetary Fund (2014). *World economic outlook: Legacies, clouds, uncertainties*. Říjen 2014.

4 Dopady slabého oživení eurozóny na českou ekonomiku

Pozitivní vývoj od konce roku 2013

Růst české ekonomiky v závěru roku 2013 byl nad očekávání silný především díky poslednímu čtvrtletí a meziročně se zvýšil o 1 %.¹⁴ 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.

Následky budou málo patrné, avšak změni složení růstu české ekonomiky

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.

Možné pomalejší oživení v dalších letech i v České republice

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

Dopad prostřednictvím menšího růstu exportů

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 pětiny českých exportů a další téměř pětina do zbytku EU, které jsou s eurozónou úzce provázány.

Nejednoznačné dopady na přímé zahraniční investice

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. Dynamiky na příliv investic však mohou být opačné v případě, že investiční prostředí v eurozóně a zároveň přístup k levnému financování povede k výraznějším investicím zahraničních firem v ČR z důvodu zde vyšších očekávaných výnosů.

Menší vliv čistých exportů na růst

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 povede 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

Částečné vyrovnání negativního vývoje v eurozóně

Depreciace koruny měla značný kompenzační charakter vůči horšímu než předpokládanému vývoji v eurozóně. Vzhledem k vyššímu než plánovanému dopadu a kratší než modelované časové prodlevě 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	<p>Faktorem přispívajícím k růstu HDP je zlepšení investičního prostředí. Příhodnější domácí podmínky, vzestup průmyslových zakázek a konstrukčních činností – částečně pozitivně ovlivněný depreciací 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 přitom zvýšení soukromých investic nelze plně přisuzovat pouze depreciaci koruny a tedy navýšení volných zdrojů exportujících podniků a na ně napojených sektorů, ale celkové změně sentimentu.</p>
Oslabení koruny má pozitivní vliv na růst exportních cen...	<p>Oslabení kurzu přispělo především ke zvýšení tempa růstu vývozu, 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.</p>
... a také na růst reálného vývozu	<p>Dalším faktorem je stimulace reálného růstu vývozu, který stoupl o 10,5 % meziročně, jenž se projevuje díky depreciaci 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 zahraniční poptávky, což lze připsat do značné míry právě vlivu oslabení koruny.¹⁵</p>
Pozitivní vliv oslabení koruny je také na zvýšení fixních investic	<p>Již ke konci roku 2013 bylo pozorováno zvýšení 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.</p>
Oslabení koruny má pozitivní vliv na zvýšení spotřeby domácností	<p>Podobně reagovaly také podniky, které uspíšily některé investice pravděpodobně i z obav 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.¹⁶</p>
Pozitivní revize růstu HDP po provedení intervence	<p>4.3 Další faktory pozitivně ovlivňující český růst</p>
	<p>Pokud jde o vývoj HDP v období před plánovanou kurzovou intervencí a po jejím provedení, uváděné hodnoty se v obou případech lišily. Počáteční odhad analýzy ČNB v listopadu 2013 počítal s růstem HDP pro rok 2014 ve výši 2,1%.¹⁷ 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.</p>

¹⁵ Franta, M.; Holub, T.; Král, P.; Kubicová, I.; Šmídková, K.; Vašíček, B. Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. Research and Policy Notes. CNB, září 2014.

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

¹⁷ Česká národní banka. Zpráva o inflaci IV/2013. ČNB, str. 27.

Paralelní zlepšení sentimentu a růst spotřeby domácností

Za vyšším než předpokládaným růstem i po započtení depreciační je možné např. spatřovat vliv zlepšení sentimentu domácností, který se pohyboval na vysokých hodnotách zejména od poloviny roku 2014.¹⁸ Zlepšení důvěry domácností se projevilo paralelně s oživením domácí spotřeby.¹⁹ Předpokládané zásadní vlivy na spotřebu díky depreciační přitom byly modelovány až na rok 2015.

Zvýšení veřejných výdajů, zvláště z ESIF, je pozitivním stimulem po fiskální

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 či zachování míry veřejných výdajů následuje po několika letech jejich poklesu.²⁰

4.4 Zvyšující se důležitost domácí poptávky a investic

Růst exportů doprovází růst importů

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 EK 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**.

Růst importů je způsoben i zvýšením soukromé spotřeby

Navýšení importů je způsobeno kromě importů navazujících na exportní sektory 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 EK růst o 0,7 %, dle podzimní předpovědi EK se bude jednat o 1,7 % (tj. pozitivní revize o 1 p. b.).

Růst exportů, soukromé spotřeby a také importů

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.

Větší důležitost domácí poptávky a investic

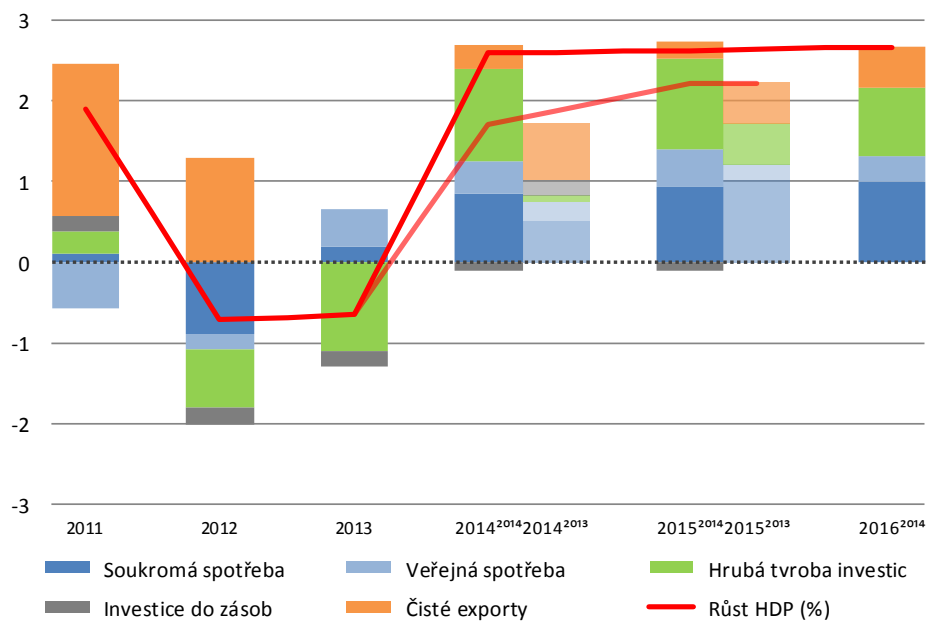
I přes pozitivní vliv depreciační koruny tak převládá a celkovou pozitivní revizi růstu výrazněji táhne právě domácí poptávka a investice. V dalších letech lze tedy počítat pouze s omezeným příspěvkem čistých exportů k růstu ČR, zatímco důležitost budou přebírat investice a spotřeba domácností díky zvyšujícím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

¹⁸ OECD. (2014). *OECD Economic Outlook 2014*. OECD Publishing, str. 103.

¹⁹ European Commission. (2014). *Autumn 2014 Economic Forecast*. EC, str. 62.

²⁰ Ibid., str. 62-63.

Graf 4 – Kompo-
nety růstu české
ekonomiky (v p. b.)



Zdroj: EK. Poznámka: ²⁰¹⁴ = předpověď z podzimu 2014. ²⁰¹³ = předpověď z podzimu 2013.