

Globální ekonomický výhled

———— červenec 2024



Předmluva

Vážení čtenáři GEVu,

máte před sebou již 163. číslo Globálního ekonomického výhledu, tradiční publikace sekce měnové, u jejíhož zrodu jsem osobně v roce 2010, tehdy jako ředitel sekce měnové a statistiky, stál. GEV se od té doby vyvíjel jak po stránce obsahové, tak i grafické. Svou podstatu, tedy přehledně informovat o vývoji v zahraničí, si ale stále drží dál.

Pro malou otevřenou ekonomiku, navíc velmi propojenou obchodními vazbami se zeměmi EU, je velmi potřebné sledovat, jak se blízké i geograficky vzdálené zahraničí vyvíjí. Geografická vzdálenost přitom není v podmínkách dnešních globalizovaných finančních trhů, propojených výrobních řetězců a vysoké míry specializace vždy tím hlavním faktorem. Světové ekonomice stále vévodí silná – a dále solidně rostoucí – americká ekonomika, na kterou se postupně dotahuje ekonomika Číny. Neradno by bylo také zapomínat na nejlidnatější zemi světa, Indii, jejíž dynamika je a velmi pravděpodobně bude jedním z významných tahounů globálního ekonomického růstu. Jak si však stojí „naše“ evropská ekonomika? Sice si udržuje postavení třetího nejsilnějšího ekonomického uskupení, ale její váha ve světové ekonomice bohužel postupně klesá. Jednotlivé země EU, resp. eurozóny přitom mají své specifické a navzájem někdy dosti odlišné problémy.

Zmíněná ekonomická témata, která rezonují ve světové či evropské ekonomice, mají svůj odraz i v analytické části GEVu. Červencové číslo, které se vám dostává do rukou, je zaměřeno na rozdíly reálného hospodářského vývoje v zemích platících eurem, zejména pak na problémy její největší, tedy německé, ekonomiky. Hlavní příčiny těchto problémů jsou shledány ve výjimečně silné zranitelnosti německého růstového modelu vůči specifickým šokům, které po roce 2020 zasáhly evropské teritorium. Zkoumání těchto procesů nám také umožňuje pochopit, proč se česká ekonomika již nějakou dobu vyznačuje relativně slabší ekonomickou dynamikou, a to i v porovnání s ostatními zeměmi EU s podobnou ekonomickou historií. Silná provázanost české a německé ekonomiky spolu se zřejmě již vyčerpaným českým růstovým modelem je tak v současnosti výraznou brzdou domácí ekonomiky.

Přeji Vám hezké letní čtení.

Tomáš Holub,

člen bankovní rady ČNB



I. Úvod	3
II. Makroekonomický monitoring	4
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	5
III.1 Eurozóna	5
III.2 Německo	6
III.3 Spojené státy	7
III.4 Čína	8
III.5 Spojené království	9
III.6 Japonsko	9
III.7 Rusko	10
III.8 Polsko	10
III.9 Maďarsko	11
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	12
V. Vývoj na komoditních trzích	13
V.1 Ropa	13
V.2 Ostatní komodity	14
VI. Zaostřeno na...	15
Dichotomie reálného hospodářského vývoje v eurozóně	15
A. Přílohy	24
A1. Změna predikcí pro rok 2024	24
A2. Změna predikcí pro rok 2025	24
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	25
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	25
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	32
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	33

Datum uzávěrky dat

12. července 2024

Sběr dat CF

8. července 2024

Datum publikace GEVu

19. července 2024

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z OE.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy
Pavla Růžičková	III.1 Eurozóna, VI. Zaostřeno na...
Michaela Ryšavá	III.2 Německo, III.5 Spojené království
Martin Motl	III.4 Čína
Milan Frydrych	III.6 Japonsko
Adriana Wałoszková	III.7 Rusko, III.8 Polsko
Anna Drahozalová	III.9 Maďarsko
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Washingtonský summit NATO: Nezvrtnou cestu do Severoatlantické aliance a dlouhodobou vojenskou pomoc slíbili Ukrajíně vůdci členských zemí NATO. V rámci summitu byly rovněž konkretizovány přísliby nových dodávek zbraní od představitelů několika zemí v čele se Spojenými státy. Představitelé aliance poprvé přímo označili Čínu za aktéra, který umožňuje Rusku vést válku, a vyzvali ji k ukončení materiální a politické podpory ve válečné politice Ruska.

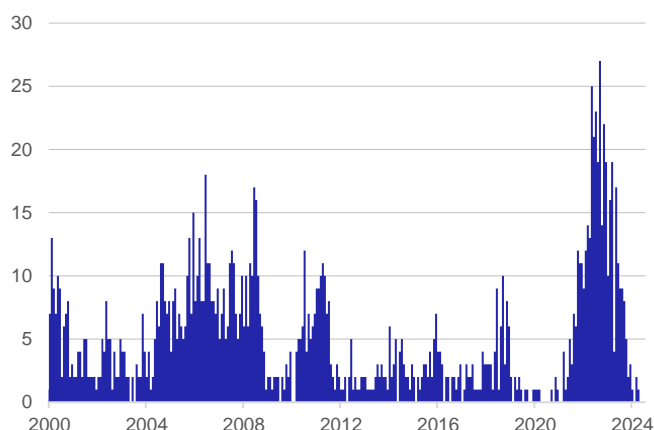
Světová ekonomika je podle názoru Banky pro mezinárodní platby na dobré cestě k tzv. hladkému přistání, tedy poklesu inflace bez toho, aby se dostavila recese. Ve své letošní [Výroční zprávě](#) však vedle toho varuje před rizikem rostoucího zadlužení vlád. To by pod letošním volebním tlakem v hospodářsky silných ekonomikách a všeobecným zklamáním z jejich výsledků, mohlo vyústit v nárůst volatility na finančních trzích. U právě skončených francouzských a britských voleb se tak nestalo, klíčové pro globální ekonomiku však budou podzimní prezidentské volby ve Spojených státech. Z dlouhodobějších rizik pak BIS zmiňuje zejména stárnutí populace, změnu klimatu a nárůst geopolitického napětí.

Graf aktuálního čísla ukazuje odeznívání cyklu zpříšňování měnové politiky, kdy v září 2022 došlo k historicky nejvyššímu počtu zvýšení sazeb napříč centrálními bankami. Výhledy sice ukazují, že v letošním roce dojde k postupnému uvolňování měnové politiky, ale data BIS ukazují, že ještě na počátku letošního roku některé centrální banky nastavení své měnové politiky zpříšňovaly. Ke zvýšení sazeb ale nedošlo poslední dva měsíce, což se naposledy stalo na počátku roku 2021. Lze tak konstatovat, že horská etapa pomyslné „Tour de interest rates“ je za námi a peloton centrálních bank se již, byť opatrně, vydal do úrokových nížin.

ECB fórum v portugalské Sintře letos mělo podtitul „měnová politika v éře transformace“. Centrální bankéři a významní akademici diskutovali důvody nárůstu a poklesu inflace v eurozóně, ekonomické aspekty biodiverzity, cykly v měnové politice a faktory za vývojem produktivity v eurozóně. Jejich pozornost byla rovněž zaměřena na roli geopolitických šoků na vývoj inflace a faktorům ovlivňujícím v poslední době velmi diskutovanou úroveň rovnovážných úrokových sazeb.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „Dichotomie reálného hospodářského vývoje v eurozóně“. Článek se zaměřuje na zřetelný rozdíl v tempu hospodářského růstu mezi velkými ekonomikami jižní a západní eurozóny a Německem v posledních letech. Článek vidí primární zdroj ve výjimečné zranitelnosti německého růstového modelu a kombinaci specifických šoků, jež v posledních letech zasáhly obzvláště evropskou ekonomiku.

Počet zvýšení sazeb v daném měsíci z globálního pohledu



Zdroj: Bank for International Settlements, Policy rates

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

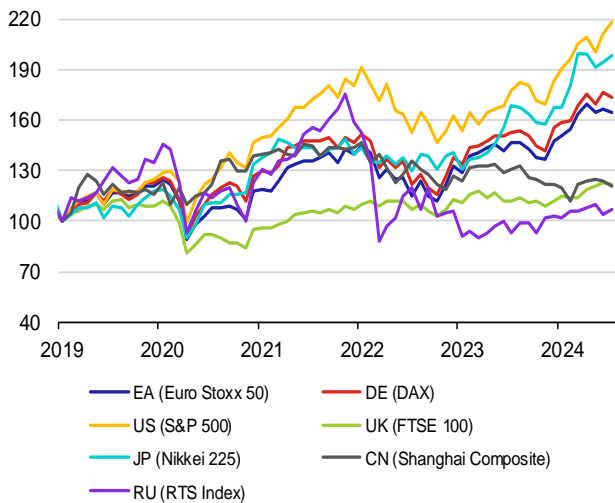
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2024	0,7 →	0,2 →	2,3 →	0,8 ↗	0,1 ↘	4,9 ↘	3,1 ↗
	2025	1,4 →	1,1 ↘	1,7 →	1,1 →	1,3 ↗	4,4 →	1,7 ↗
Inflace (%)	2024	2,4 →	2,3 ↘	3,1 ↘	2,6 →	2,5 ↘	0,6 →	5,6 ↗
	2025	2,0 →	2,0 →	2,3 ↘	2,3 →	2,1 ↗	1,5 →	4,6 ↗
Nezaměstnanost (%)	2024	6,5 ↘	5,9 →	4,0 →	4,4 →	2,5 →	3,4 →	2,8 →
	2025	6,5 →	5,8 →	4,2 ↗	4,4 →	2,4 →	3,4 →	2,4 →
Kurz (vůči USD)	2024	1,09 ↗	1,09 ↗		1,28 ↗	147,6 ↗	7,24 ↗	94,1 ↘
	2025	1,12 ↘	1,12 ↘		1,30 ↗	136,2 ↘	7,10 ↗	95,8 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

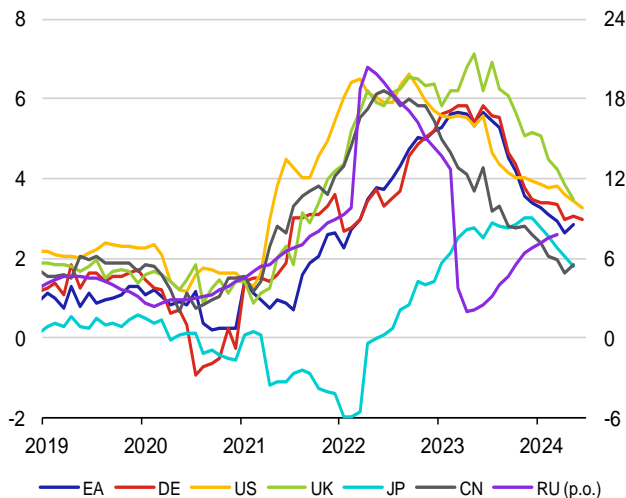
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

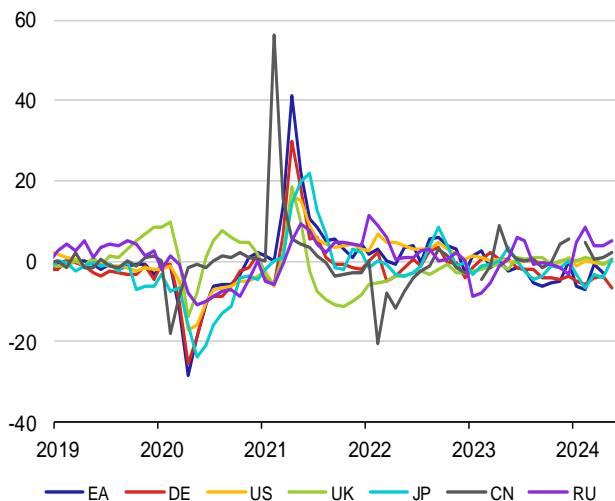
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2019



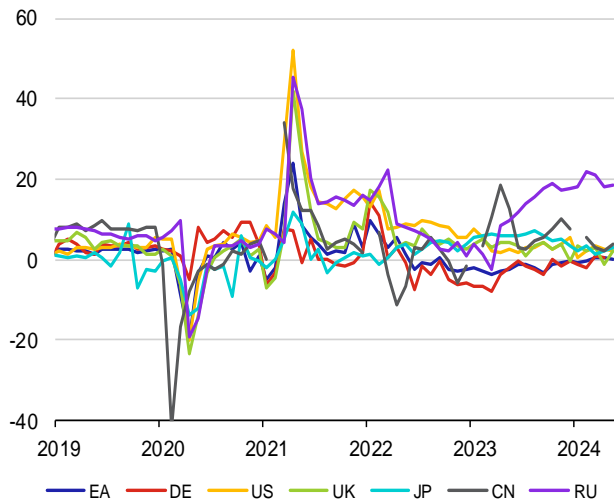
Jádrová inflace, %



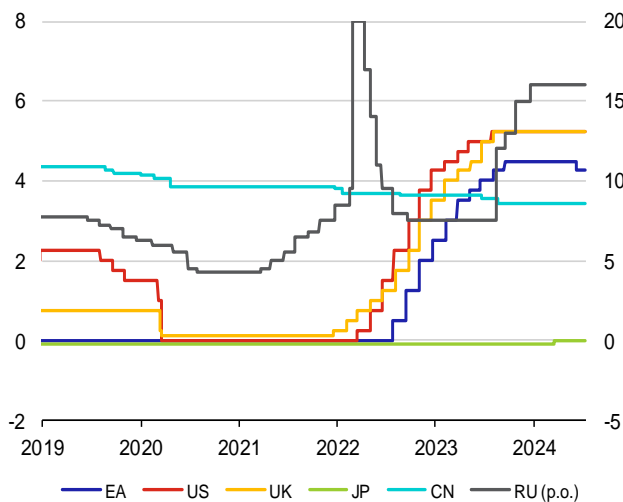
Průmyslová produkce, mizr. %



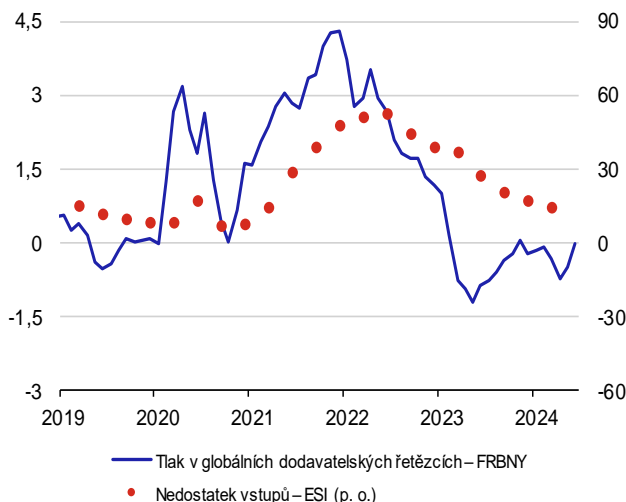
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

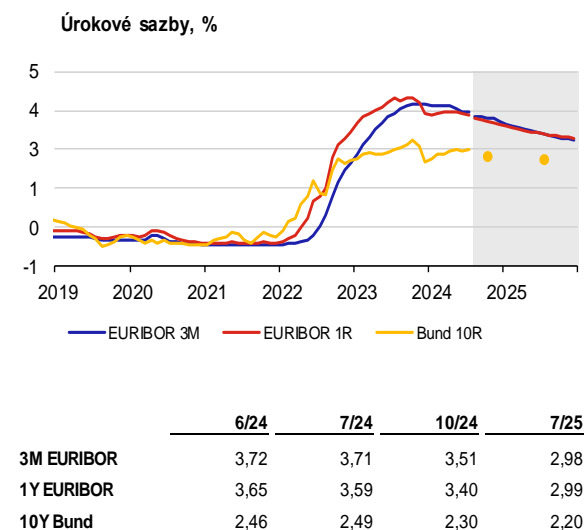
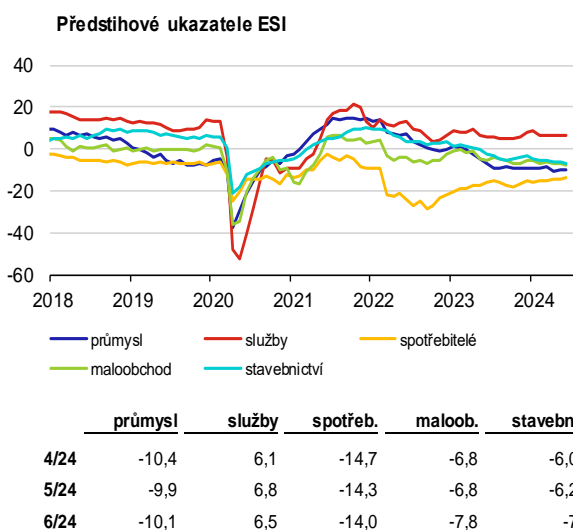
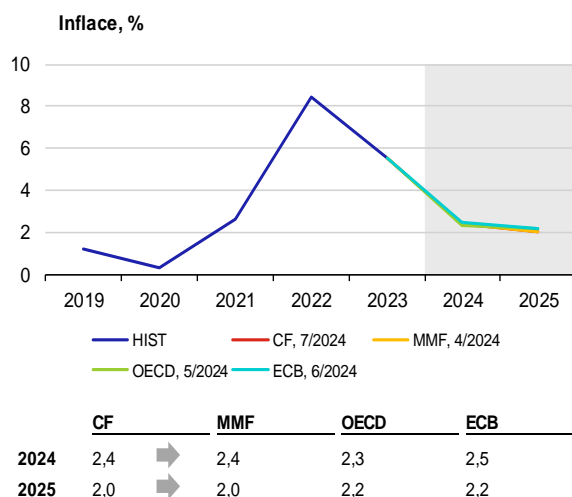
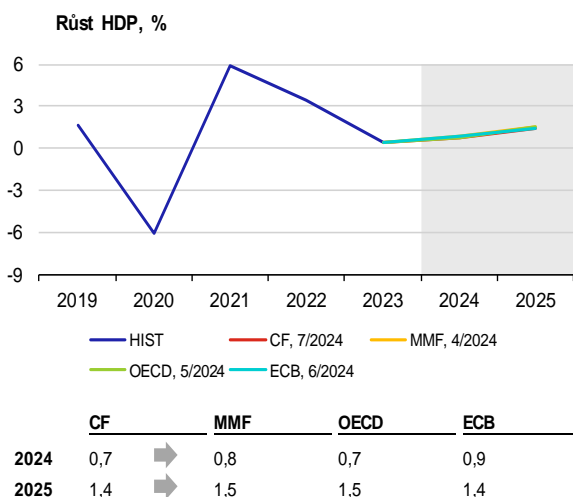


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

III.1 Eurozóna

Výhled hospodářského růstu zůstává v eurozóně nezměněn, HDP letos vzroste zhruba o 0,8 %, příští rok pak tempo jeho růstu zrychlí na přibližně 1,5 %. Po povzbudivém začátku roku došlo na jaře pravděpodobně k ochlazení ekonomické aktivity. Domácí ani zahraniční poptávka po zboží nevykazuje v poslední době zřetelný růst (maloobchodní tržby v květnu vzrostly jen o 0,1 % po dubnovém poklesu o 0,2 %), převládá zájem o služby. Podle PMI však růst aktivity v sektoru služeb v červnu zpomalil kvůli nižší zahraniční poptávce. Podle dostupných dat za jednotlivé ekonomiky se v květnu významně propadla rovněž průmyslová produkce a dle PMI se propad dále prohloubil v červnu. Kompozitní indikátor tak klesl na 50,9 bodu, což značí jen mírnou expanzi. Sentiment se podle ESI v květnu zhoršil nejen ve službách a průmyslu, ale i v maloobchodě a stavebnictví. Nálada mezi spotřebiteli se polehounce zlepšuje díky silicím reálnému růstu mezd (nominálně vzrostly v prvním čtvrtletí o 5,3 %) a rekordně nízké nezaměstnanosti. Krátkodobý výhled tak zůstává pozitivní. Podle šetření ZEW tři čtvrtiny dotázaných analytiků v červnu očekávaly během příštích 6 měsíců zlepšení. Ve střednědobém výhledu se, s postupným uvolňováním měnové politiky ECB, přidá koživujícímu růstu spotřeby domácností i obnovený zájem o investice.

Výhled inflace zůstává také beze změny, letošní průměr je očekáván kolem 2,5 %, příští rok lehce nad 2 %. Podle předběžných odhadů zpomalil meziroční růst spotřebitelských cen v červnu na 2,5 %, jádrová inflace setrvala na 2,9 %. Inflační očekávání v ročním horizontu poklesla na 2,8 %. Proces výrazné desinflace je již u konce, meziroční změna HICP bude v následujících měsících pravděpodobně oscilovat kolem současných hodnot, mírně nad inflačním cílem, kterého dosáhne zřejmě až příští rok. Umírněný cenový vývoj tak na výhledu umožní další snížení sazeb ECB. Respondenti CF jej nyní očekávají na zářijovém zasedání.

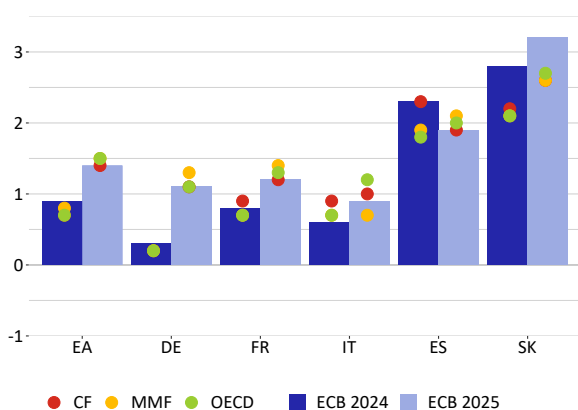


III.2 Německo

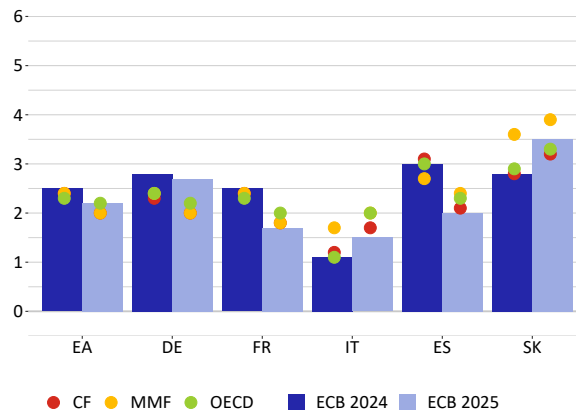
Hospodářské oživení v Německu navzdory potížím pozvolna pokračuje. Díky dílčím pozitivním zprávám je očekáván mírný růst HDP ve druhém čtvrtletí. Zahraniční poptávka vykazuje známky zlepšení, cestovní ruch by mohl být podpořen vyššími výdaji díky fotbalovému mistrovství Evropy a očekává se, že se poněkud zvýší i soukromá spotřeba, která byla utlumená. Náladu spotřebitelů se navíc v poslední době výrazně zlepšila, ačkoli v červnu došlo k prozatímnímu zastavení jejího oživení. Na vině jsou horší ekonomická očekávání a nižší ochota nakupovat, přičemž ochota spořit mírně vzrostla. Ve prospěch určitého ekonomického oživení hraje i průzkumový ukazatel Ifo index. Přesto, že se dle jeho červnové hodnoty podnikatelský sentiment vlivem pesimističtějších očekávání zhoršil, podnikatelská situace v zemi je výrazně lepší než v loňském roce. Hodnocení současné situace zůstalo beze změny. Slibné výsledky prozatím přináší i kompozitní ukazatel PMI, který se v červnu udržel v pásmu expanze a poukázal tak na již třetí měsíc po sobě rostoucí podnikatelské aktivity v soukromém sektoru, ačkoli tempo růstu mírně zpomalilo (50,4). Růst sektoru služeb se zmírnil (53,1) a pokles ve zpracovatelském sektoru se prohloubil (43,5). Dle nové prognózy CF by německá ekonomika měla letos růst o 0,2 % a v roce příštím dojde ke zrychlení růstu na 1,1 %.

Německá inflace v červnu poprvé po dvou měsících zpomalila. Podle harmonizovaných údajů spotřebitelské ceny v červnu meziročně vzrostly o 2,5 %, což je pokles oproti květnovým 2,8 %. Ceny energií se oproti loňskému červnu snížily o více jak 2 %, ale inflace cen potravin se opět zvýšila a meziročně vzrostla na 1,1 %. Celkově však měly ceny energií a potravin v letošním roce na celkovou inflaci tlumivý efekt. Naopak u cen služeb lze nadále pozorovat nadprůměrný růst, jelikož inflace ve službách zůstala těsně pod 4% úrovní, tedy beze změny oproti květnu. Jádrová inflace bez potravin a energií zpomalila, avšak jen nepatrně na 2,9 %. CF nově předpovídá inflaci na úrovni 2,3 % pro rok 2024 a následně v roce 2025 2% inflaci. Pokles cen průmyslových výrobců v květnu meziročně zpomalil na 2,2 % (oproti dubnovým 3,3 %).

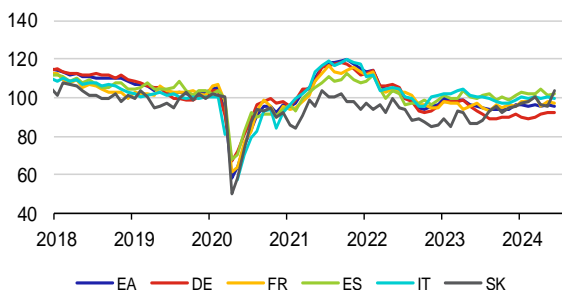
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



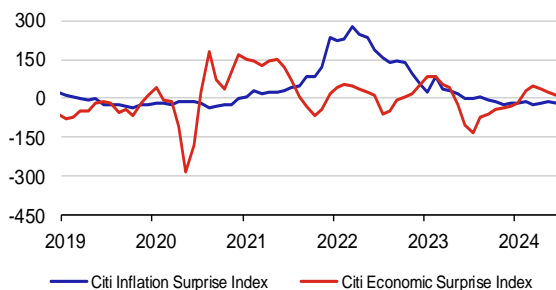
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
4/24	95,6	91,5	95,7	104,3	99,5	96,5
5/24	96,1	92,3	97,9	101,3	100,3	95,6
6/24	95,9	92,1	97,2	102,4	99,6	103,6

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

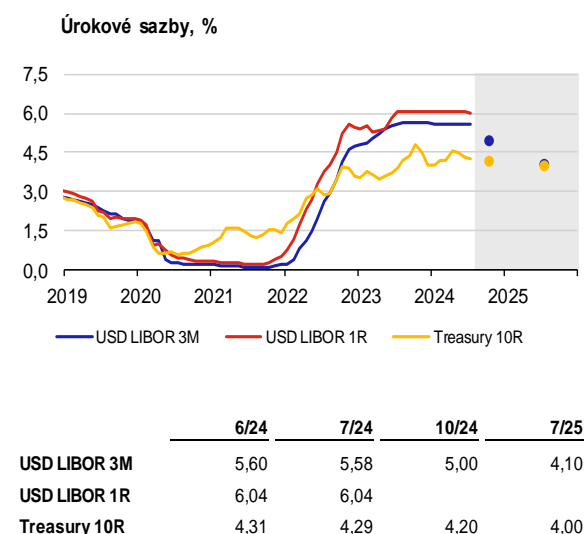
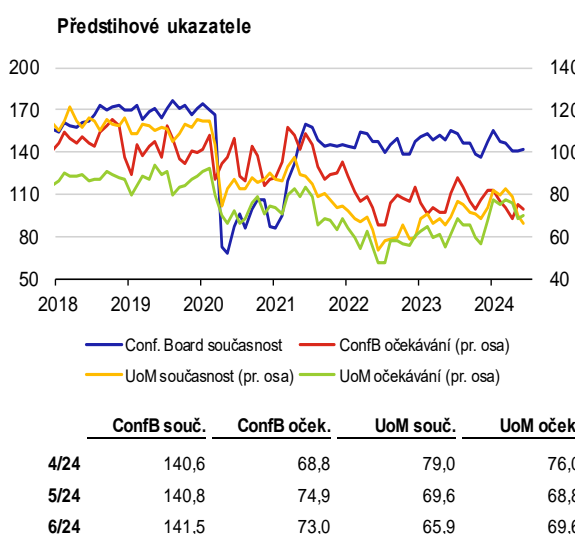
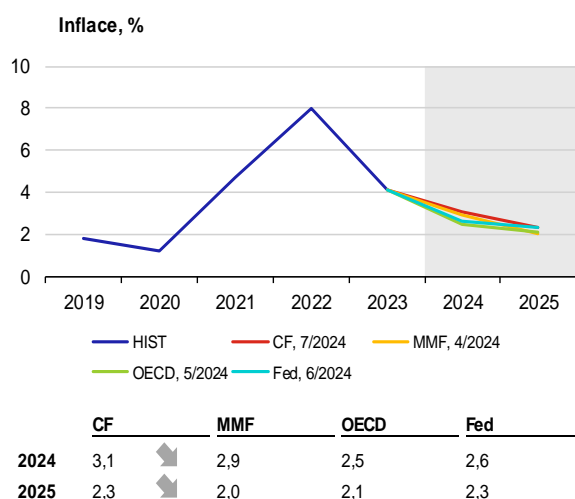
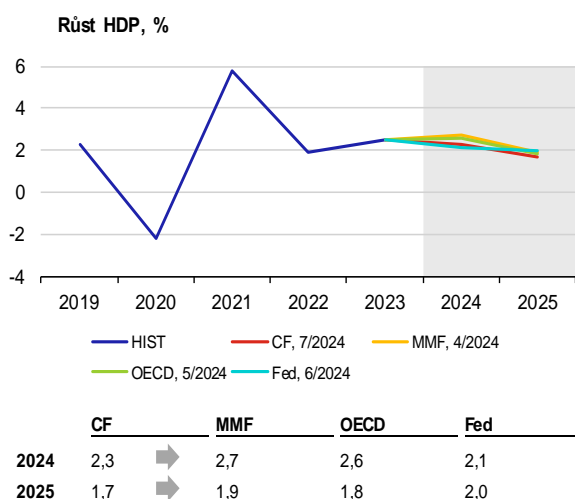
5y5y	SPF	
5/24	2,35	2,04
6/24	2,31	2,04
7/24	2,31	

III.3 Spojené státy

Nový výhled růstu HDP pro americkou ekonomiku sice zůstává beze změny, v druhé polovině letošního roku se stále očekává zpomalení tempa růstu. Mezi hlavní důvody pro zpomalení růstu patří především horší sentiment amerických domácností a dopad na spotřebu. Podle aktualizovaných údajů zpomalil růst spotřeby v prvním čtvrtletí na 1,5 % meziročně. Oslabení hlavního zdroje růstu je podle předběžných indikátorů očekáváno i ve druhém čtvrtletí a toto oslabení by mělo dále pokračovat i v druhé polovině roku. Na trhu práce dochází k postupnému ochlazování, kdy pomalu začíná růst nezaměstnanost a nezaměstnaným trvá déle najít si novou práci. V červnu se nezaměstnanost dostala na 4,1 % a dle odhadů se letos dostane na hodnotu 4,5 %.

Meziroční růst spotřebitelských cen dostáhl v červnu 3 %, tedy méně oproti očekávání. Překvapil i růst jadrových cen, který se s hodnotou 3,3 % rovněž dostal o 0,1 p. b. pod očekávání trhů. Tato pozitivní zpráva se odrazila ve zvýšení sazeek na první snížení sazeek americké centrální banky, ke kterému by mohlo dojít již letos v září. V meziměsíčním vyjádření index spotřebitelských cen dokonce poklesl o 0,1 %, což je první pokles od května 2020. K poklesu cen došlo především u pohonných hmot, cestovních nákladů, ojetých automobilů a nákladů na komunikaci. Dle nových výhledů by inflace měla být nižší jak v letošním, tak příštím roce.

Současný americký prezident J. Biden se setkal v prvním televizním duelu s republikánem D. Trumpem. Výkon současného prezidenta vyvolal mezi demokraty obavy o schopnostech současného prezidenta pro další funkční období. J. Biden z volebního klání zatím odstoupit nehodlá a dle průzkumů má nyní větší šanci na zvolení v letošních podzimních prezidentských volbách bývalý prezident Spojených států amerických D. Trump, který na víkendovém setkání s příznivci v Pensylvánii jen těsně unikl vážnému zranění.

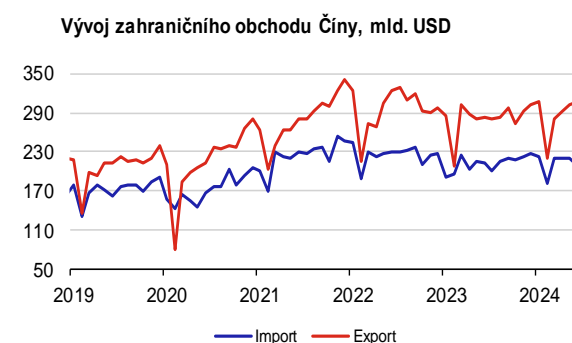
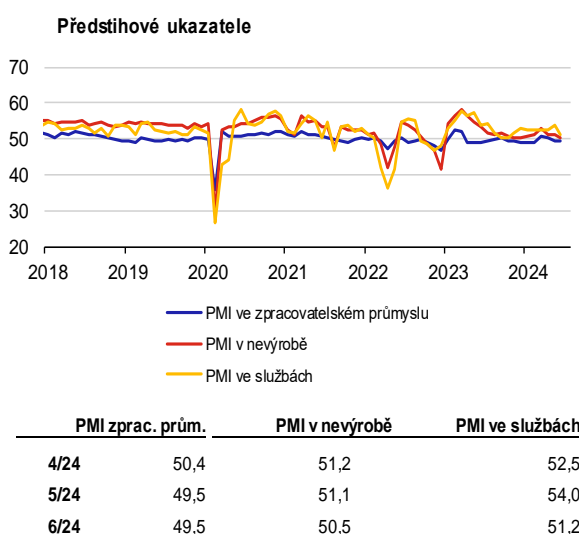
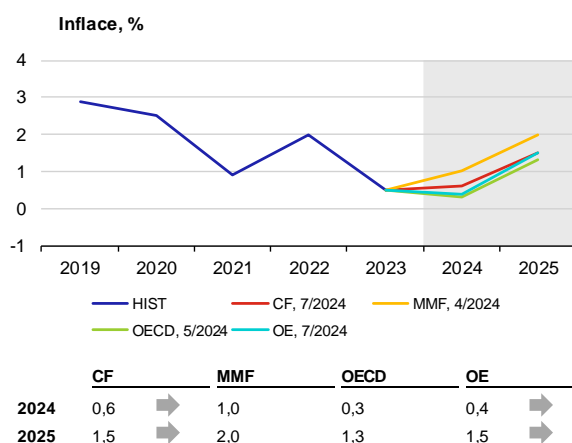
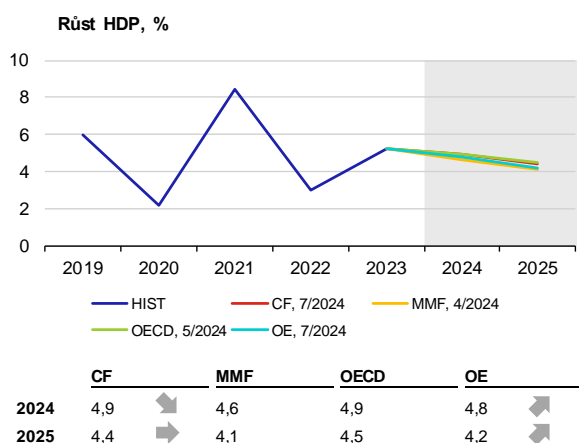


III.4 Čína

Meziroční růst čínské ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku zpomalil z 5,3 % v prvním čtvrtletí na 4,7 %. Křehké zotavování ekonomické aktivity bude pravděpodobně vyžadovat další podpůrná opatření k posílení domácí poptávky a dosažení 5% cíle růstu HDP pro letošní rok stanového čínskou vládou v březnu. Problémem zůstává především spotřeba domácností, což potvrdilo také další zpomalení tržeb v maloobchodu v červnu, které meziročně vzrostly pouze o 2 %, což je nejnižší dynamika za posledních 16 měsíců. Červencové výhledy analytiků CF předpokládají meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce ve výši 4,9 %, v příštím roce by měl růst HDP zpomalit na 4,4 %.

Spotřebitelská inflace zůstala v červnu utlumená, přičemž deflace cen výrobců se dále zmírnila. V červnu meziroční inflace spotřebitelských cen dosáhla 0,2 %, což je mírné zpomalení oproti 0,3 % v předchozích dvou měsících. Vzhledem k slabé domácí poptávce a vysoké průmyslové kapacitě zůstávají cenové tlaky omezené. Dle červencového výhledu analytiků CF spotřebitelské ceny vzrostou letos pouze o 0,6 %, přičemž v příštím roce jejich tempo růstu zrychlí na 1,5 %. Ceny výrobců v Číně v červnu zmírnily pokles z květnových -1,4 % v květnu -0,8 %.

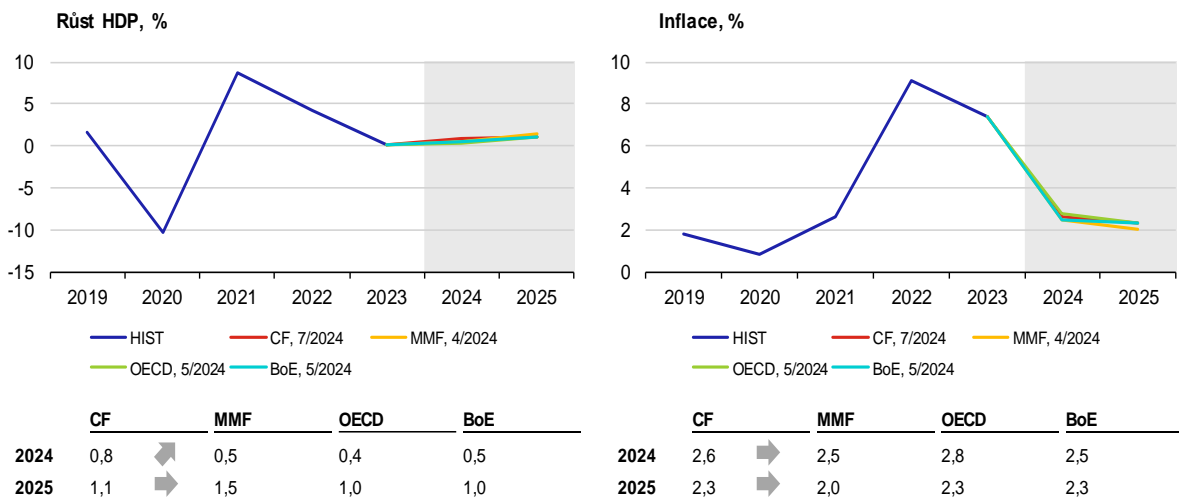
Rekordní obchodní přebytek Číny v červnu odrážel výrazný meziroční propad dovozu a nad očekávání rychlý růst vývozu. Čínský dovoz vyjádřený v USD v návaznosti na velmi slabou domácí poptávku výrazně klesl v červnu meziročně o 2,3 %. Naopak politika aktivního posilování domácí výroby a navyšování exportních kapacit se spolu se slabším kurzem žen-min-pi vůči americkému dolaru pozitivně projevila v dynamice vývozu, který vzrostl meziročně o 8,6 %, tj. na 308 mld. USD, což je nejvíce od září 2022, přičemž celkový obchodní přebytek činil přes 99 mld. USD. Udržení tohoto trendu do budoucna však bude vzhledem k silicím protekcionistickým opatřením v obchodu s Čínou složité, neboť po USA byly v červenci nově zavedeny tarify na dovážená elektrická vozidla z Číny i ze strany EU. Případné odvetné kroky ze strany Číny by tak celou situaci mohly dále eskalovat.



Zdroj: Bloomberg

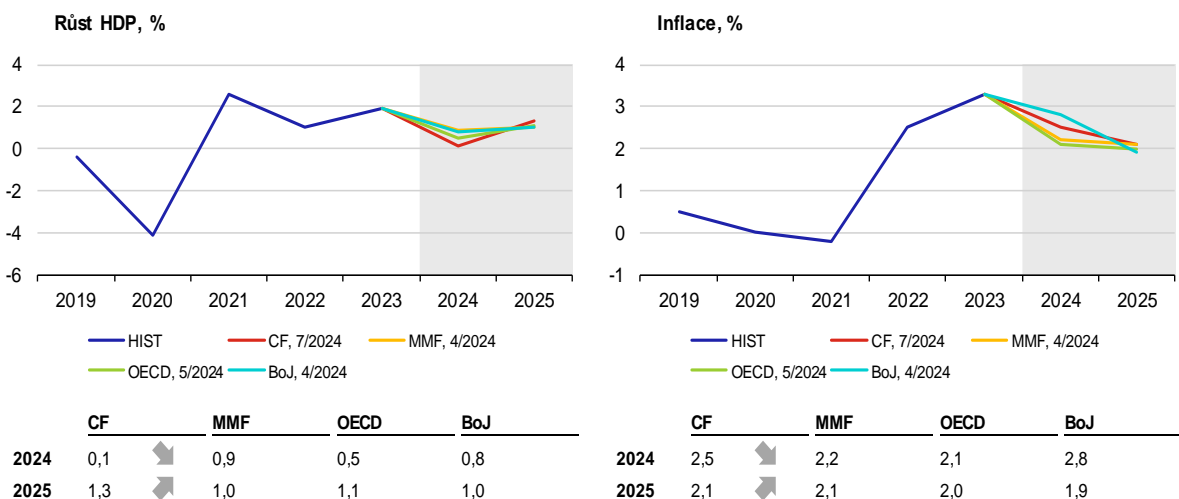
III.5 Spojené království

Britská ekonomika rostla v prvním čtvrtletí letošního roku rychleji, než se původně odhadovalo. HDP vzrostl dle revidovaných údajů o 0,7 %, přičemž se jedná o nejrychlejší růst od konce roku 2021. Pokračování solidního růstu ze začátku roku pak BoE očekává i ve druhém čtvrtletí (0,5 %). Ta na svém červnovém zasedání ponechala základní úrokovou sazbu na úrovni 5,25 % navzdory tomu, že květnová spotřebitelská inflace dosáhla poprvé po třech letech 2% inflačního cíle. Směrem dolů inflaci tlačil především pokles cen potravin, avšak inflace ve službách a růst mezd se stále blíží 6 %. Persistence těchto základních ukazatelů podtrhuje nejistotu ohledně výhledu úrokových sazeb. Ačkoliv celková inflace zpomaluje, BoE čeká její mírný nárůst ve druhé polovině roku. CF nadále předpovídá pro letošní rok inflaci 2,6 % a pro příští rok zpomalení na 2,3 %. Britové navíc po 14 letech ukončili v červencových parlamentních volbách vládu konzervativců a moc přebírají s drtivou většinou labouristé v čele s novým premiérem K. Starmerem.



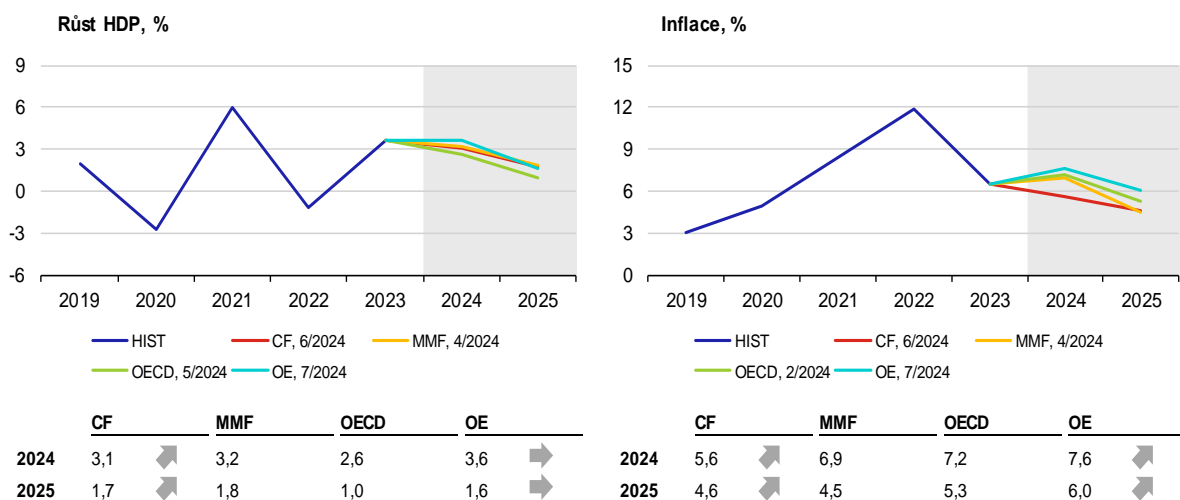
III.6 Japonsko

Květnový solidní růst mezd, i když v reálném vyjádření stále záporný, který je výsledkem jarních mzdových jednání, podporuje tezi, že se mzdově-cenový cyklus obrací, což dává centrální bance důvěru ke zvýšení sazeb v červenci. Podle průzkumu BoJ očekávají domácnosti v příštích pěti letech rekordní inflaci – 8,7 % meziročně – což je nejvyšší hodnota od roku 2006. Očekávání pro příštích 12 měsíců jsou ještě vyšší a dosahují 11,5 %. Tento prudký nárůst, způsobený vysokou inflací a oslabením jenu, zvýšil vnímání růstu životních nákladů. Pro centrální banku je to další impulz ke zvýšení úrokových sazeb, přičemž někteří analytici předpovídají zvýšení sazeb ze současného rozpětí 0 až 0,1 % do konce měsíce. Spekuluje se, že ministerstvo financí intervenovalo na měnovém trhu, aby omezilo více než 11% pokles jenu v letošním roce. Slabší inflační data ve Spojených státech také přispěla k oslabení jenu.



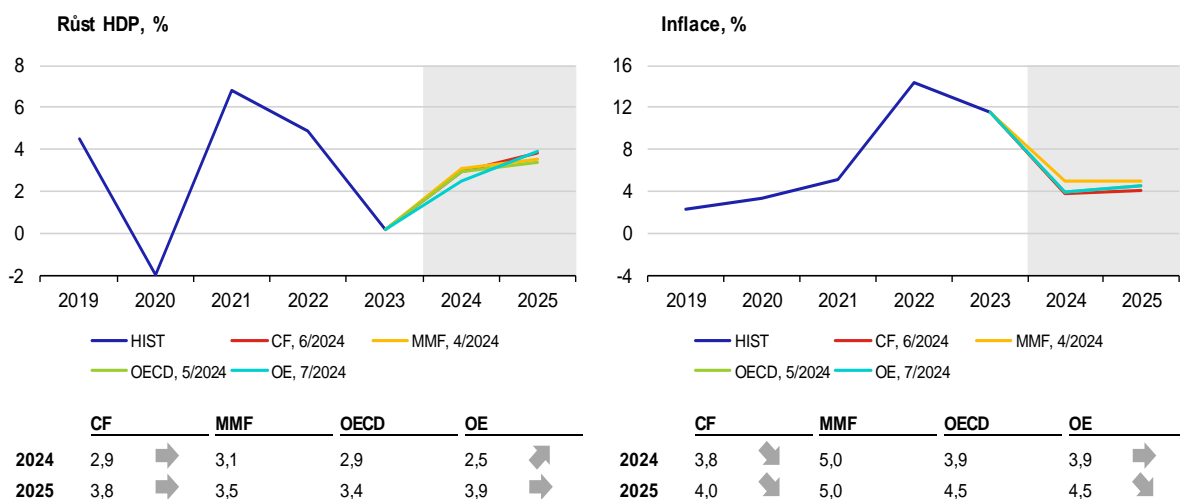
III.7 Rusko

Růst cen v červnu zrychlil již šestý měsíc v řadě, meziroční inflace vzrostla z květnových 8,3 % na 8,6 %. Nárůst inflace je primárně důsledkem rostoucích cen potravin a paliv, jak ilustruje téměř 34% vzestup ceny brambor během jediného měsíce. Inflace pokračovala ve zrychlení i na začátku července kvůli plánovanému zvýšení poplatků za služby a nákladů na veřejnou dopravu, stejně jako sezónnímu nárůstu cen letenek a hotelů. Z tohoto důvodu se očekává, že CBR na červencovém zasedání zvýší základní úrokovou sazbu z aktuálních 16 % na 18 %. Navzdory zvýšení rozsahu a frekvence ukrajinských úderů na ruské ropné rafinerie, které vedlo k poklesu příjmů z ruského vývozu ropy na čtyřměsíční minimum, vykázalo Rusko druhý měsíc po sobě rozpočtový přebytek. Růst příjmů z prodeje ropy, vyšší ceny vyvážených komodit a oslabení rublu vykompenzovaly meziročně 46% nárůst výdajů v důsledku války na Ukrajině, čímž udržely rozpočet v přebytku. Obchodování na ruském devizovém trhu je nyní téměř zcela v čínském žen-min-pi poté, co sankce donutily Moskevskou burzu zastavit obchodování v amerických dolarech a eurech.



III.8 Polsko

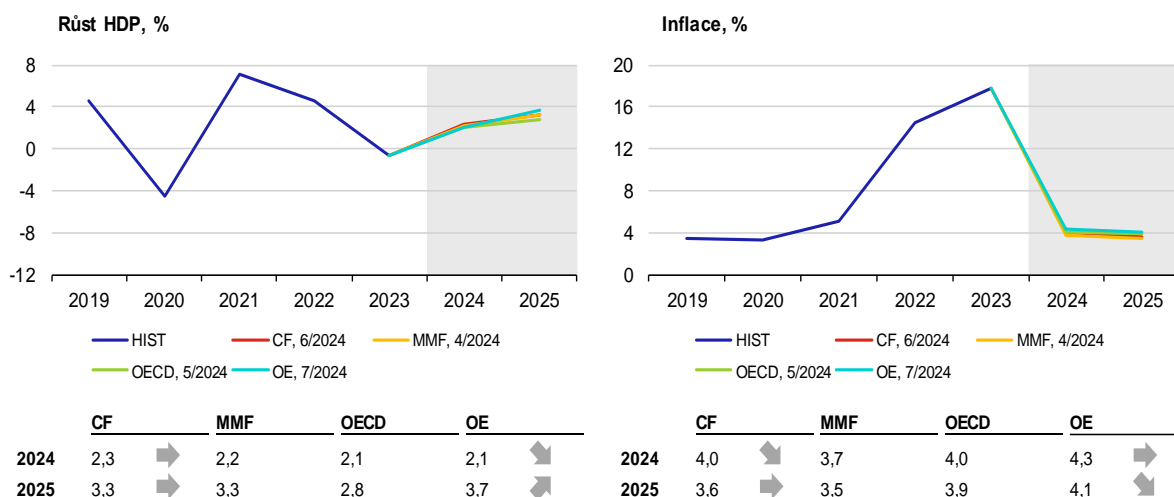
Členové Rady pro měnovou politiku NBP na červencovém zasedání ponechali referenční úrokovou sazbu na úrovni 5,75 %, přičemž naznačili, že diskuse o potenciálním snížení úrokových sazeb by mohla začít nejdříve ve druhém čtvrtletí roku 2025. Guvernér Glapiński ovšem považuje za možné, že k tomu nedojde dříve než v roce 2026. Z obav o odliv ukrajinských pracovníků do západních zemí EU kvůli mobilizačním nařízením panuje mezi polskými zaměstnavateli obava z nedostatku pracovní síly, zejména ve stavebnictví, logistice a zemědělství. Tato situace může potenciálně nepříznivě ovlivnit ekonomický růst Polska. Současně Polsko plánuje pomoci Ukrajině v zimě dodávkami elektřiny vyrobené z uhlí a snížit tak své platby za emisní povolenky, přestože plán může narazit na regulatorní překážky ze strany EU. Dle analýz polské komerční banky Pekao zažívá Polsko významný růst zájmu zahraničních investorů o státní dluhopisy a jiná aktiva, což ovlivňuje kurz zlotého, který v červnu vůči euru posílil.



III.9 Maďarsko

Dle nově zveřejněné konvergenční zprávy ECB¹ nesplňuje zatím Maďarsko podmínky pro přijetí eura. Nezbytné jsou další reformy a stabilizace klíčových ekonomických ukazatelů. Mezi hlavní překážky patří nesplnění legislativních požadavků, zejména kvůli neúplné nezávislosti centrální banky a nesouladu s pravidly Evropského systému centrálních bank (ESCB). Průměrná roční inflace v Maďarsku dosáhla v květnu 2024 hodnoty 8,4 %, což je výrazně nad referenční hodnotou 4,1 %. Kurz forintu není součástí mechanismu směnných kurzů ERM II a maďarská měna zažila značnou depreciaci vůči euru během let 2022 a 2023. Referenční hodnotu (5,5 %) přesáhly také dlouhodobé úrokové sazby, které činily průměrně 6,8 % a vládní deficit, který se v roce 2023 zvýšil na 6,7 % HDP (referenční hodnota jsou 3 % HDP). Kromě toho Maďarsko čelí makroekonomickým nerovnováhám, včetně silných cenových tlaků a zvýšeným potřebám externího financování. Nakonec, i přes vysokou obchodní integraci do eurozóny přetrvávají v maďarské ekonomice problémy týkající se kvality regulace a kontroly korupce.

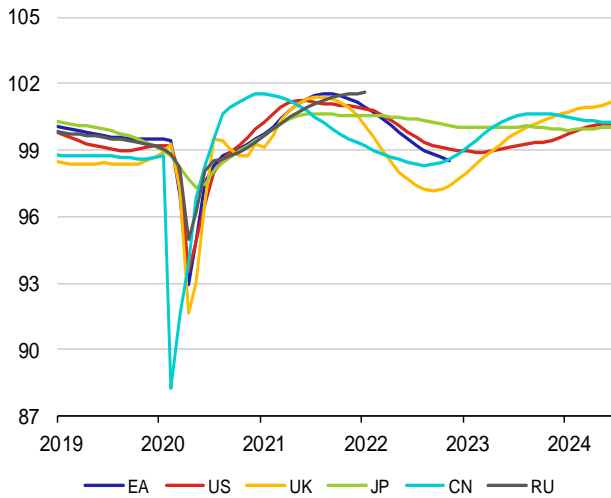
Meziroční míra inflace se v červnu snížila na 3,7 %, přičemž trh očekával 4 %. Maďarská centrální banka na svém červnovém zasedání proto snížila svou referenční sazbu o 25 p. b. na 7 %, přičemž se jedná již o deváté snížení od začátku uvolňování měnové politiky v říjnu a je v souladu s odhady trhu. Analytici CF přehodnotili výhled inflace na rok 2024 mírně dolů.



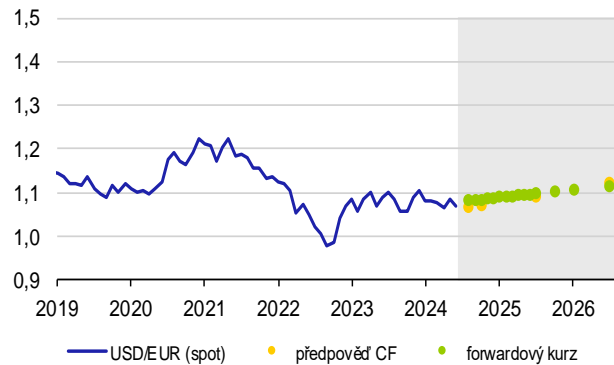
¹ Konvergenční zpráva 6/2024 (ECB), dostupné zde: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/convergence/html/ecb.cr202406-475c2172bc.en.html>

IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

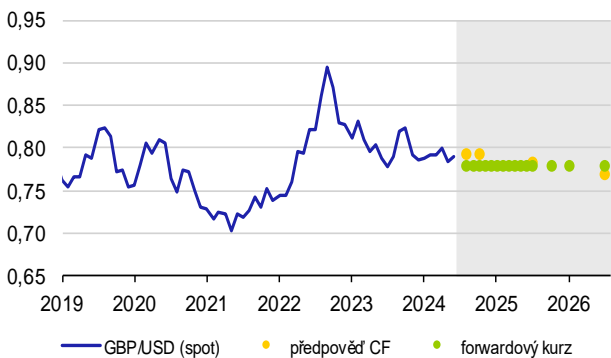


Americký dolar (USD/EUR)



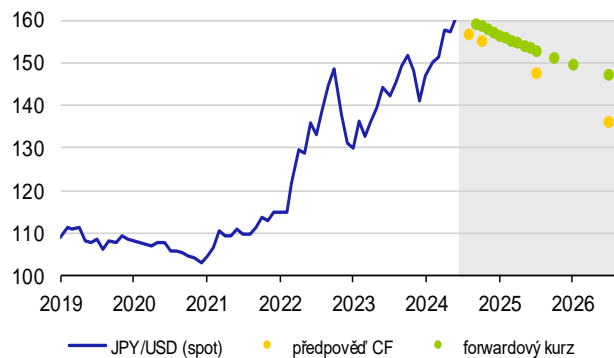
	8/7/24	8/24	10/24	7/25	7/26
spotový kurz	1,083				
předpověď CF		1,070	1,072	1,094	1,123
forwardový kurz		1,084	1,087	1,100	1,116

Britská libra (GBP/USD)



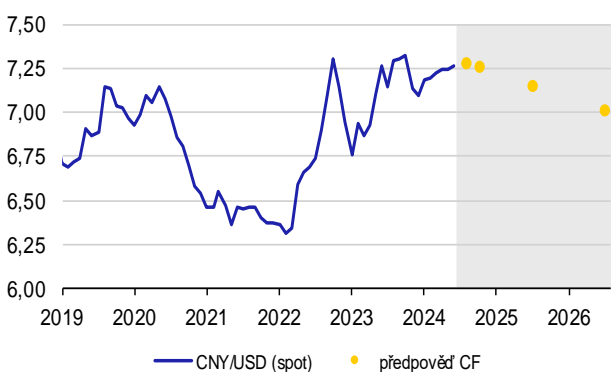
	8/7/24	8/24	10/24	7/25	7/26
spotový kurz	0,779				
předpověď CF		0,793	0,793	0,784	0,771
forwardový kurz		0,781	0,780	0,779	0,779

Japonský jen (JPY/USD)



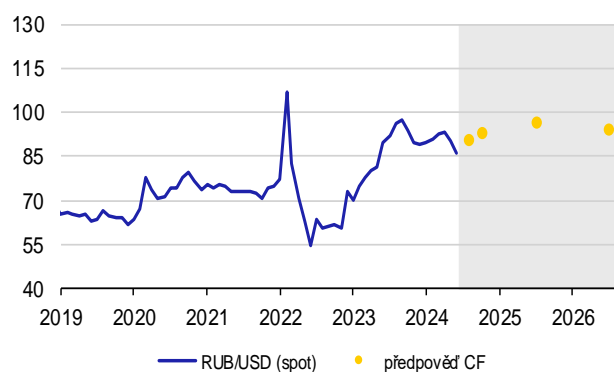
	8/7/24	8/24	10/24	7/25	7/26
spotový kurz	160,6				
předpověď CF		156,9	155,1	147,6	136,2
forwardový kurz		160,0	158,6	153,0	147,2

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	8/7/24	8/24	10/24	7/25	7/26
spotový kurz	7,287				
předpověď CF		7,279	7,265	7,152	7,018

Ruský rubl (RUB/USD)



	8/7/24	8/24	10/24	7/25	7/26
spotový kurz	88,00				
předpověď CF		90,72	93,36	96,74	94,36

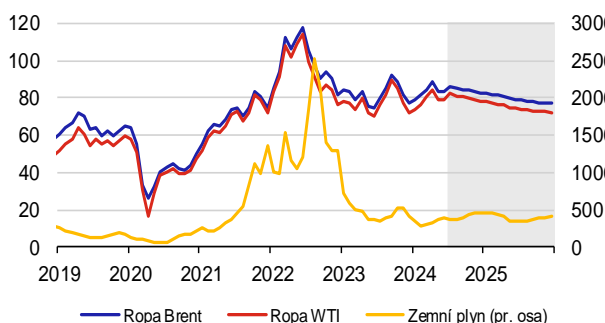
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa

Cena ropy Brent pokračovala ve druhé polovině června v silném růstu a na začátku července se dostala nad 87 USD/barel. Důvodem byl jednak obnovený růst geopolitického napětí na Blízkém východě a Ukrajině, ale i náznaky zlepšení fyzické poptávky po benzínu a leteckém palivu v USA. Na začátku července k růstu přispěly i obavy z hurikánu Beryl, který by mohl narušit těžbu a zpracování ropy v okolí Mexického zálivu. Ten nakonec nezpůsobil na pobřeží USA na ropné infrastruktuře větší škody a cena ropy Brent se tak v polovině července pohybovala poblíž 85 USD/barel. Analytici se silně rozcházejí v hodnocení tržních fundamentů, zejména aktuální úrovně a výhledu poptávky (mj. kvůli křehkému vývoji čínské ekonomiky nebo nejednoznačným signálům Fedu ohledně budoucí měnové politiky). Sentiment na trhu se tak rychle mění a finanční investoři prudkými změnami svých pozic přispívají k vysoké volatilitě cen. Konsensus naopak panuje v hodnocení těžby ropy mimo alianci OPEC+, která nadále silně roste (zejména na americkém kontinentu), a komplikuje tak představitelům aliance záměr začít od 4. čtvrtletí 2024 postupně navyšovat utlumenou těžbu. Marže rafinérií v atlantické oblasti klesají již několik měsíců a v červnu se přiblížily (zejména u benzínu) mnohaletým minimům.

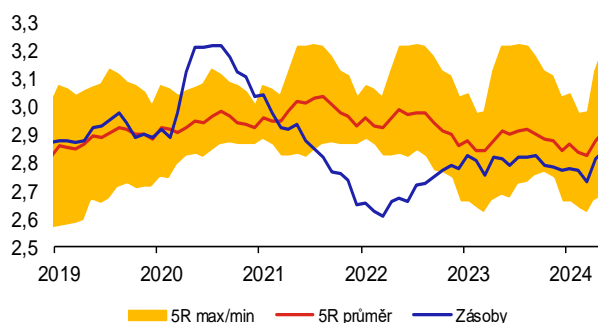
Tržní výhled ceny ropy Brent z první poloviny července se z hodnot kolem 85 USD/barel navrácí k 78 USD/barel na konci roku 2025, resp. 75 USD/barel na konci roku 2026. To odpovídá pesimistickému pohledu IEA, která předpokládá silné zpomalení růstu globální poptávky po ropě v důsledku slabého růstu světové ekonomiky a zrychleného zavádění obnovitelných energií. Naproti tomu např. EIA očekává, že globální zásoby ropy budou v nejbližších čtvrtletích dále klesat, což povede k růstu ceny ropy Brent až na 91 USD/barel na začátku příštího roku a teprve následně k jejímu pozvolnému poklesu. I červencový CF je silně nad tržní křivkou, když očekává v ročním horizontu cenu ropy Brent 83,2 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

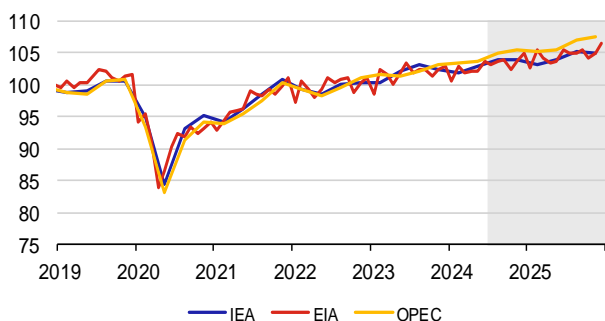


	Brent	WTI	Plyn
2024	83,85 ↕	79,41 ↕	378,12 ↕
2025	79,37 ↕	74,66 ↕	393,74 ↕

Průmyslové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mlrd. barelů)

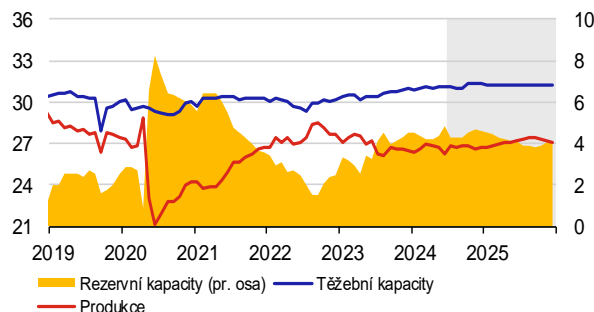


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2024	103,16 ↕	102,92 ↕	104,45 ↗
2025	104,31 ★	104,69 ↗	106,30 ↗

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2024	26,68 ↕	31,10 ↗	4,42 ↗
2025	27,15 ↗	31,27 ↗	4,12 ↗

Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

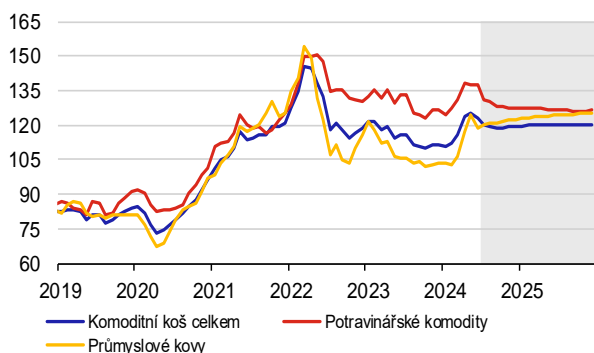
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě od druhé poloviny června trendově klesá, v polovině července se pohybovala jen mírně nad 30 EUR/MWh. Zásoby jsou na sezonně vysoké úrovni (v polovině července cca 80 % kapacity) a dodávky plynu z Norska a LNG zůstávají celkem stabilní. Poptávka je přitom nadále slabá. Cena uhlí na evropském trhu na konci června mírně poklesla kvůli slabší poptávce a hromadění zásob v čínských přístavech.

Index cen průmyslových kovů v červnu sestoupil z dvouletého květnového maxima, v první polovině července pak mírně vzrostl. Cena mědi se vyvíjela obdobně, když k poklesu přispělo neočekávané snížení dovozu do Číny a naopak zvýšení tamního vývozu. Rostly i zásoby mědi na LME. Cena hliníku po většinu června klesala, když deště v některých oblastech Číny podpořily výkon tamních vodních elektráren a umožnily tak zvýšit produkci čistého kovu. Silný pokles zaznamenala v červnu i cena niklu kvůli vysokým globálním zásobám. Cena železné rudy prudce klesla na začátku června, když PMI ukázal na zhoršenou situaci ocelářského průmyslu v Číně. Poté cena zůstala pod tlakem kvůli hromadícím se zásobám v čínských přístavech.

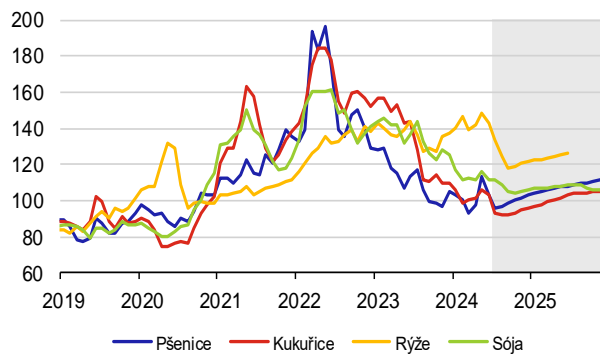
Index cen potravinářských komodit se v červnu ještě v průměru udržel na vysoké úrovni, ale v první polovině července již zaznamenal pokles. Klesající je i na výhledu. Cena pšenice klesala celý červen díky silné sklizni v Rusku a USA. Pokles cen sóji a kukuřice v červenci ještě zesílil díky dobré sklizni jak v USA, tak v Jižní Americe. Na konci června zaznamenala prudký pokles cena rýže. Opačným směrem se vyvíjely v červnu ceny cukru (díky vysoké produkci v Brazílii a růstu zásob v Indii) a kávy (kvůli slabému vývozu z Vietnamu a špatnému počasí v Brazílii). Cena kakaa v červnu klesala díky zlepšení počasí v západní Africe, v červenci se ale opět obrátila k růstu díky silné poptávce ve světě. Poblíž historického maxima se drží cena hovězího masa.

Indexy cen neenergetických komodit



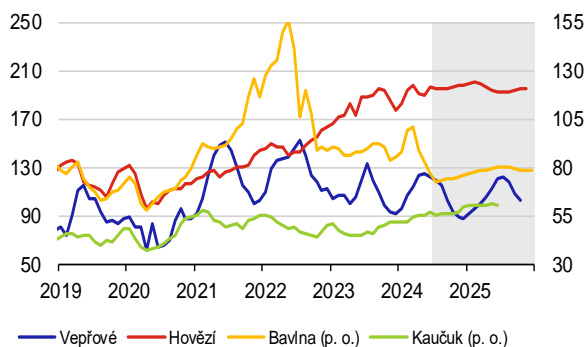
	Celkem	Potraviny	Kovy
2024	119,0	130,7	116,8
2025	120,0	126,8	124,2

Potravinářské komodity



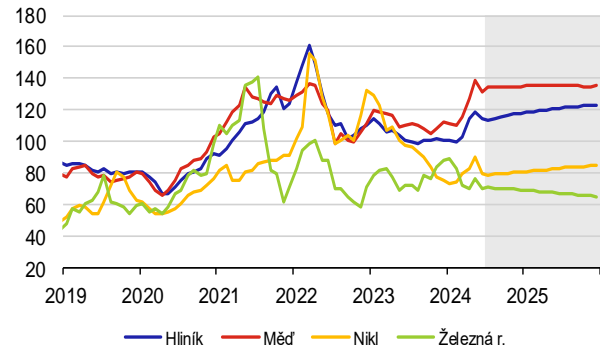
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2024	100,6	98,1	132,9	110,1
2025	108,4	102,3	124,2	107,4

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2024	107,4	193,9	81,7	55,3
2025	107,5	195,4	78,7	60,6

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2024	112,5	128,6	80,3	73,8
2025	121,2	135,4	83,4	67,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

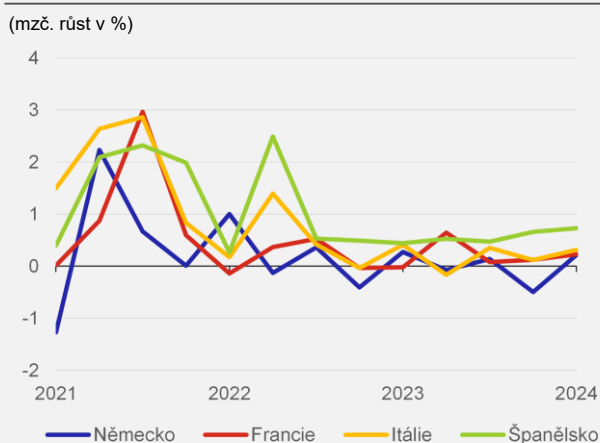
Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Dichotomie reálného hospodářského vývoje v eurozóně²

Zhruba od poloviny roku 2022 je pozorován zřetelný rozdíl v tempu hospodářského růstu mezi velkými ekonomikami jižní a západní eurozóny a Německem. Italské ekonomice se daří dobře, španělská dokonce exceluje, francouzská sice lehce zaostává za svými možnostmi, ale do situace německého souseda, jenž uvízl na dlouhou dobu na mělčině stagnace, má stále daleko. Tento text identifikuje hlavní příčiny popsané dichotomie, přičemž primární zdroj vidí ve výjimečné zranitelnosti německého růstového modelu a kombinaci specifických šoků, jež v posledních letech zasáhly obzvláště evropskou ekonomiku. Státy jižní eurozóny naproti tomu mají k dispozici mnohem méně napjaté trhy práce, podporují své ekonomiky výrazně uvolněnější fiskální politikou, některé masivně investovaly a navíc značně profitují i z ambiciózního plánu obnovy EU po pandemii. Do karet jim v poslední době hrály i probíhající změny v preferencích spotřebitelů, jež vyvolal externí zásah v podobě pandemie. V letošním roce se však rozdíl v tempu růstu mezi německou ekonomikou a jižními ekonomikami eurozóny již značně zmírnil. Další vývoj bude nicméně záviset především na zvládnutí strukturálních výzev.

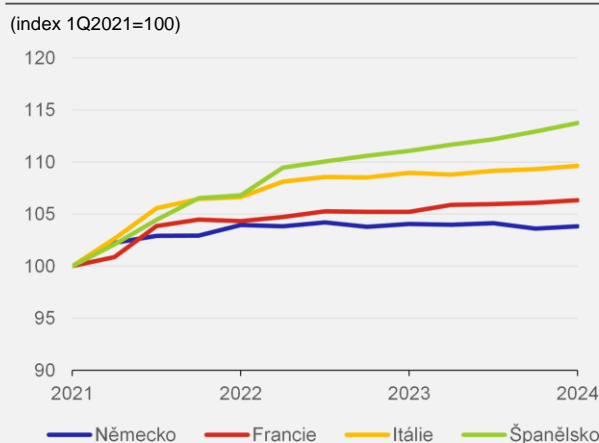
Německá ekonomika v posledních zhruba dvou letech přešlapovala na místě, zatímco ostatním velkým ekonomikám eurozóny se dařilo alespoň mírným tempem zvyšovat výkonost svého hospodářství. Podíváme-li se na průměrné tempo růstu jejího HDP od poloviny roku 2022³, dostaneme čistou nulu. Druhá největší ekonomika eurozóny, Francie, přitom ve stejném období rostla průměrným tempem 0,2 %. To sice na její poměry není nijak oslnivý výkon, je to však alespoň kladný růst. Stejně tempo si držela v daném období i Itálie. Pro ni je to však mnohem lepší vizitka, jelikož tato dynamika zhruba odpovídá jejímu potenciálu. Čtvrté Španělsko je pak v poslední době jednoznačným premiantem velké čtyřky. Jeho ekonomický výkon se zvyšuje stabilním tempem půl procenta za kvartál. Pozorujeme tak zřetelnou dichotomii v reálném hospodářském vývoji germánské⁴ a románské části eurozóny (Grafy 1 a 2).

Graf 1 – Růst HDP velkých ekonomik eurozóny



Zdroj: Eurostat

Graf 2 – Růst HDP velkých ekonomik eurozóny



Zdroj: Eurostat

Specifika německé ekonomické strategie

To, co odlišuje německou ekonomiku od těch románských, je především zvolený růstový model. Německé hospodářství se (na rozdíl od ostatních výše uvedených zemí) dlouhodobě orientuje na silnou průmyslovou výrobu v kombinaci s jasným důrazem na export. Svou konkurenční výhodu postavilo zcela zřetelně na využívání levného ruského plynu a pověstné vysoké kvalitě zpracování „Made in Germany“. V Německu tak představuje hrubá přidaná hodnota vytvořená v průmyslu a stavebnictví zhruba 27 % HDP, zatímco ve Francii je to o celých deset procentních bodů méně.⁵ Itálie a Španělsko jsou pak s podílem lehce nad 20 % jen o něco málo průmyslovější než Francie. Proexportnost německého hospodářství dokládá podíl čistého vývozu na HDP, který je v průměru dvakrát vyšší než u druhého Španělska, za nímž s mírným odstupem následuje Itálie. Francie je pak tradičně čistým importérem.⁶ Zatímco u Německa a Francie se

² Autorkou je Pavla Růžičková. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Odhad dopadu snížení rozpětí mezi výnosy italských a německých vládních dluhopisů na dynamiku italského HDP zpracovala Soňa Benecká. Cenné připomínky k cenám zemního plynu poskytl Jan Hošek a s grafické znázornění dat k plánu obnovy připravil Petr Polák. Tímto jim děkuji.

³ V době zpracování textu byla poslední dostupná data za první čtvrtletí 2024. Průměr tak odpovídá posledním sedmi dostupným čtvrtletím.

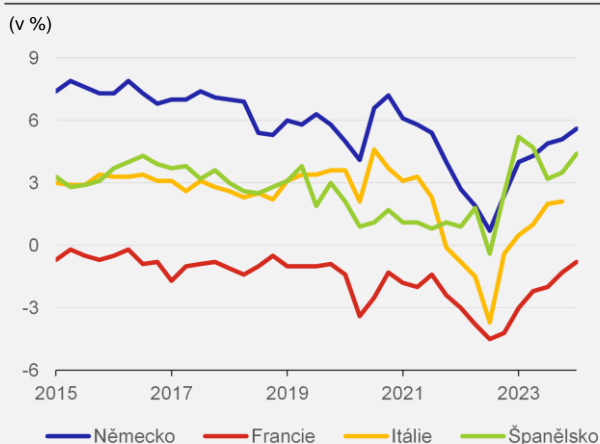
⁴ Rakousko podobně jako Německo v poslední době spíše stagnuje. Kvůli výraznému propadu v loňském druhém čtvrtletí je jeho průměrný růst za posledních sedm kvartálů dokonce záporný (-0,2 %).

⁵ Průměr za období 2019–2024 (poslední dostupná data za 1Q 2024, u Itálie za 4Q 2023) činí pro Německo 27,1 %, pro Itálii 22,6 %, pro Španělsko 20,3 % a pro Francii 17,3 %.

⁶ Průměr za období 2019–2024 (poslední dostupná data za 1Q 2024, u Itálie za 4Q 2023) činí pro Německo 4,7 %, pro Španělsko 2,3 %, pro Itálii 1,8 % a pro Francii -2,1 %.

podíl čistého exportu po výkyvu během covidové a energetické krize vrátil v poslední době zhruba na výchozí úroveň, a u Španělska ji dokonce výrazně překonal, v Itálii své předcovidové úrovně prozatím nedosáhl (Graf 3).

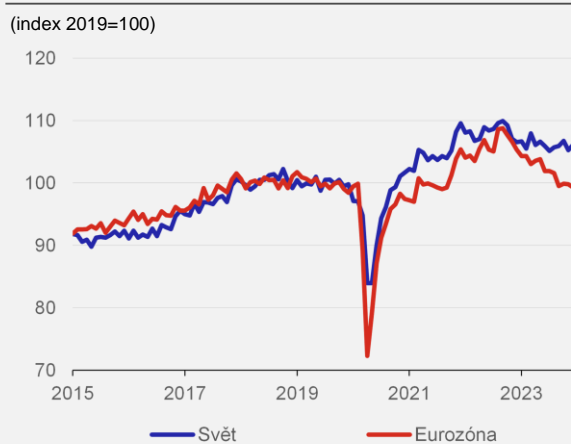
Graf 3 – Podíl čistého vývozu na HDP



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Poslední dostupná data za 1Q 2024, u Itálie za 4Q 2023.

Graf 4 – Vývoj objemu světového obchodu



Zdroj: World Trade Monitor

Pozn.: Poslední dostupná data za leden 2024.

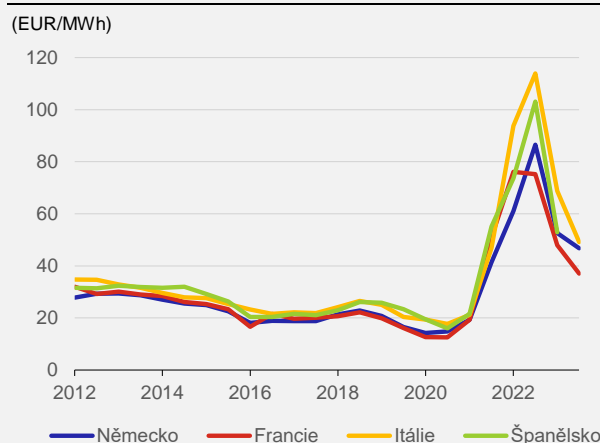
Pandemie, jež ve svém důsledku načas ochromila světový obchod, zasadila německému růstovému modelu těžké rány. Problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích limitující nabídkovou stranu ekonomiky i turbulentní strukturální posuny v poptávce po zboží a službách, jež přinesla covidová pandemie, měly za následek prudký propad mezinárodního obchodu (Graf 4). Zatímco celosvětově byl covidový výpadek objemu obchodu v posledních třech letech více než kompenzován, eurozóna v tomto směru výrazně zaostala. S doháněním začala o rok později, když se její objem obchodu v roce 2021 vrátil sotva na výchozí úroveň z roku 2019 a teprve během roku 2022 se objemy zřetelně zvýšily. Efekt navíc velmi rychle vyprchal.⁷ Proexportní Německo v důsledku toho utrpělo, např. ve srovnání s převážně dovážející Francií, mnohem větší škody na svém hospodářství. Vzhledem k tomu, že problémy v mezinárodním obchodě trvaly poměrně dlouho, a zároveň docházelo ve světové ekonomice k těžko předvídatelným strukturálním posunům jak ve výrobě (ať už z provozních či protekcionistických důvodů), tak ve spotřebě, a nejistota budoucího vývoje byla během covidových let obrovská, mohlo být pro mnoho průmyslových provozů v důsledku nemožné se změnám tak rychle přizpůsobit, případně po tak dlouhou dobu pouze vyčkávat, až se turbulence přeženou a výhled se vyjasní.

Německý energeticky náročný průmysl

Následná energetická krize byla zásahem do slabín německého průmyslu. Cena zemního plynu pro dodávky průmyslovým podnikům se podle německého statistického úřadu (Destatis, 2024) zvýšila mezi březnem 2021 a zářím 2022 více než sedminásobně, cena elektřiny vzrostla ve stejném období na víc než trojnásobek a cena topných olejů se zdvojnásobila. Situace v Německu samozřejmě nebyla zdaleka ojedinělá. V jiných evropských zemích se ceny energetických komodit vyšplhaly ještě mnohem výše. Koneční spotřebitelé v průmyslu a dalších sektorech ekonomiky s výjimkou domácností platily (po odečtení daní a jiných poplatků) v Itálii ve druhé polovině roku 2022 za zemní plyn ještě o zhruba 30 % vyšší cenu než jejich němečtí kolegové, ve Španělsku pak o necelých 20 % (Graf 5).

Heterogenita cen energií však byla v eurozóně přítomna vždy. Cenu zemního plynu v jednotlivých zemích výrazně ovlivňuje jejich vzdálenost od světových nalezišť suroviny, respektive dodavatelů komodity. V návaznosti na dostupných, případně i preferovaných, alternativách nabídky disponuje také každá ekonomika vybudovanou infrastrukturou pro zajištění transportu dováženého plynu na své

Graf 5 – Cena zemního plynu pro ne-domácnosti



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Pololetní data pro konečnou spotřebu mimo domácnosti (tj. průmysl, služby, úřady, zemědělství atd.) v pásmu spotřeby I5 (1–4 PJ). Ceny bez daní a poplatků.

⁷ Na tom již měla nezanedbatelný podíl eskalující energetická krize v Evropě vyvolaná válkou na Ukrajině.

území. Vzhledem k tomu je poptávka většiny ekonomik po této komoditě v krátkém horizontu cenově jen velmi málo elastická. Zůstaneme-li u zemního plynu, rozdíl mezi jeho cenou pro podniky ve Španělsku a v Německu osciloval mezi lety 2012 a 2020 kolem 4 EUR/MWh (Graf 5). Německo dlouhodobě těžilo z nižších cen zemního plynu díky dovozu levnější suroviny z Ruska, přičemž mohutně investovalo do výstavby a dalšího rozšiřování přepravní infrastruktury z tohoto zdroje (např. soustava nyní již neaktivních plynovodů Nord Stream). Kromě toho má rovněž výhodnou polohu pro dodávky suroviny těžené jinými evropskými státy v Severním moři. Naproti tomu Španělsko vzhledem ke své geografické poloze pokrývá stěžejní část své spotřeby zemního plynu formou po moři přepravovaného zkapalněného LNG, jehož cena je ve srovnání s ruským plynem dlouhodobě vyšší.

Dlouhodobě nižší ceny energií vedly Německo v předchozích desetiletích k rozvoji mnohých energeticky náročných odvětví průmyslové výroby. Využívalo tím jasnou konkurenční výhodu nižších výrobních nákladů a uspokojovalo následně poptávku po finálních produktech těchto odvětví i ze zahraničních destinací, jimž taková výhoda dopřána nebyla. Naproti tomu Španělsko nebo Itálie motivaci pro hospodářskou specializaci tímto směrem nikdy neměly. Energeticky náročná průmyslová odvětví v důsledku toho zaujímají v německé ekonomice významné postavení. Průmysl byl ještě v roce 2021 tamním nejdůležitějším konečným spotřebitelem energie, když měl na svědomí 30 % celkové spotřeby energie, tj. více než domácnosti nebo sektor dopravy (AG Energiebilanzen e.V., 2023). Nejvíce přitom spotřeboval jednoznačně průmysl chemický a poté výroba a zpracování kovů (324 TWh, resp. 254 TWh spotřebovaných v roce 2021, (Destatis, 2024)). Mezi energeticky náročná odvětví pak německý statistický úřad řadí ještě koksovny a zpracování minerálních olejů, sklářství a papírenství (roční spotřeba mezi 70 a 100 TWh). Těchto pět odvětví má ve srovnání s ostatními průmyslovými odvětvími obzvláště vysokou spotřebu energie ve vztahu k jejich hrubé přidané hodnotě ve výrobních nákladech.⁸ Nejdůležitějším zdrojem energie v německém průmyslu je s přehledem zemní plyn, který tvořil v roce 2021 téměř třetinu průmyslové spotřeby energie (následovala elektřina s 21 % a uhlí s 16 %). Na zemním plynu je závislý především chemický průmysl, který jej využívá nejen jako zdroj energie, ale i jako surovinu, např. pro výrobu hnojiv.

Výroba v energeticky náročných odvětvích německého průmyslu začala v roce 2022 v návaznosti na výrazný růst cen energií velmi strmě klesat. Se zahájením sankcí proti Rusku od března 2022 se totiž růst cen zemního plynu, elektřiny a ropy podstatně zintenzivnil. Tempo propadu výroby v energeticky náročných odvětvích⁹ bylo obzvláště příkré během prvního roku války, objem produkce však klesal téměř nepřetržitě až do konce loňského roku (Graf 6). Od února 2022 do prosince 2023 se tak výroba v energeticky náročných odvětvích propadla téměř o pětinu (o 18,8 %). Nejvýraznější byl propad v chemickém průmyslu (Graf 7), kde najednou přestala být značná část výroby cenově konkurenceschopná. Energeticky náročná průmyslová odvětví byla prudkým nárůstem cen energií logicky zasažena více než podniky v jiných průmyslových odvětvích, vývoj objemu jejich výroby se tak zřetelně oddělil od vývoje celkové průmyslové produkce, která ve stejném období poklesla pouze o 7 %. Bez výrazně negativního dopadu energetické krize na vybranou část německého

Graf 6 – Průmyslová produkce v Německu

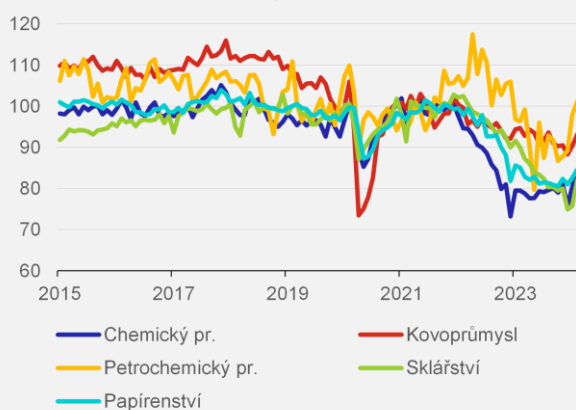
(index 2015=100, s. o., stálé ceny)



Zdroj: Destatis

Graf 7 – Produkce v energeticky náročných odvětvích

(index 2015=100, s. o., stálé ceny)



Zdroj: Destatis

Pozn.: Data pro Německo. Petrochemický průmysl označuje koksovny a zpracování minerálních olejů.

průmyslu by tak byla celková průmyslová produkce přispěla mnohem podstatněji k tvorbě hrubé přidané hodnoty německého hospodářství.

⁸ Ta činila v roce 2021 17 %. Jmenovaná odvětví však ve srovnání s tím konzumovala před příchodem energetické krize celých 77 % veškeré spotřeby energie v německém průmyslu (Destatis, 2024).

⁹ Index produkce za energeticky náročná odvětví se počítá jako vážený průměr indexů průmyslové výroby za příslušná hospodářská odvětví. Váhy odpovídají relativní hrubé přidané hodnotě k nákladům na výrobní faktory v základním roce 2015. Více informací viz Vogel a kol. (2023).

Nejnovější data však přinesla (již téměř nečekané) povzbuzení. Ceny energetických zdrojů v Německu se po opadnutí horké fáze energetické krize v Evropě koncem roku 2022 obrátily čelem k prudkému poklesu. Loni na jaře tak oproti svým maximům dosahovaly ani ne poloviční úroveň. Dlouho se však zdálo, že na vývoj produkce v německém energeticky náročného průmyslu to má pramalý vliv. Začínala panovat obava, že se odvětví z prodělaného šoku již nemusí vzpamatovat. Ztráta světových tržních podílů se nenapravuje snadno. A například obnova výroby v jedné vyhaslé huti nebo sklářské peci si žádá nemalé fixní náklady. Dále pokračující, byť již pozvolnější snižování cen energií spolu s jistým časovým odstupem, potřebným pro to, aby se výroba v těžkém průmyslu dokázala novým podmínkám přizpůsobit, ovšem nakonec přinesl ovoce. Produkce energeticky náročného průmyslu se v lednu letošního roku začala zvyšovat (Graf 6). Prozatím se objemem výroby dostala jen na hodnoty z počátku roku 2023. To se týká petrochemického průmyslu, kovovýroby a papírenství (Graf 7). Sklářský průmysl prozatím zaostává, naopak chemickému průmyslu se daří o něco lépe. Teprve čas ovšem ukáže, jak velký podíl původní energeticky náročné produkce v Německu bude znovu obnoven. Některé provozy již v mezidobí zanikly a jejich znovuotevření nedává příliš ekonomický smysl. Budoucnost německé ekonomiky už dnes leží jinde než v těžkém průmyslu.

Další faktory zvyhodňující v růstu románské ekonomiky

Německá ekonomika se od velkých románských ekonomik eurozóny odlišuje i v jiných ohledech než jen svou orientací na průmysl a export. Její potenciálně dostupné zdroje ekonomického růstu jsou mnohem omezenější než v případě Francie, Itálie a Španělska. Např. lidský kapitál (obzvláště pak kvalifikovaná pracovní síla) je v Německu dlouhodobě vysoce nedostatkovým zbožím. Jedná se přitom o základní ingredienci figurující v teoretických modelech hospodářského růstu. Jiný úhel představuje pohled na financování hospodářského rozvoje. Státy jižní eurozóny rostou mnohem více na dluh než Německo a jen odstup času ukáže, zda to byla moudrá strategie. Dokáží-li vypůjčené prostředky vhodně investovat do růstu produktivity, existuje naděje, že se jim nynější zadlužování v budoucnu skutečně vyplatí. Neuhlídají-li si však efektivní využití prostředků, může být konečné vysvědčení zklamáním. Samostatnou kategorií je potom solidární přerozdělování financí v rámci Evropské unie, z něž obecně vzato opět těží více románské ekonomiky než bohatší Německo.

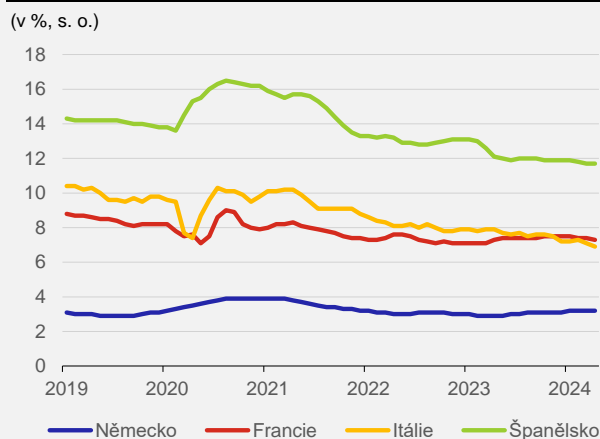
Jednou z bariér růstu německé ekonomiky je i nadále nedostatek pracovní síly. Příčinám rekordně nízké nezaměstnanosti v eurozóně, cyklickým i strukturálním, včetně heterogenity mnohých charakteristik trhů práce ve vybraných ekonomikách eurového bloku se podrobně věnoval článek v prosincovém Globálním ekonomickém výhledu (Růžičková, 2023). Od jeho zpracování se situace na pracovních trzích v eurozóně příliš nezměnila. Celková nezaměstnanost se stále drží na úrovni svého své historického minima (6,4 %).¹⁰ V některých jejích ekonomikách v posledních měsících již nepatrně roste, v jiných stále ještě klesá (Graf 8). V Německu se prozatím zvýšila jen zcela nepatrně, z 2,9 % v květnu 2023 na 3,2 % v březnu letošního roku, za nějž jsou k dispozici poslední dostupná data. Ještě o něco méně se od loňského podzimu zvýšil podíl nezaměstnaných osob ve Francii (aktuálně 7,3 %). Naproti tomu v Itálii nyní nezaměstnanost dosahuje nejnižší hodnoty od roku 2008 (6,3 %) a prozatím se nemá k tomu opustit klesající trend. Velmi podobně je na tom Španělsko (11,7 %). To má přitom s nejvyšším podílem neuspokojených žadatelů o práci stále největší prostor pro jeho další pokles v rámci popisované čtveřice ekonomik.

Dalším faktorem, který výrazně podporuje hospodářský

růst jižních států eurozóny je jejich fiskální politika. Ekonomiky Francie, Itálie a Španělska rostou mnohem více na dluh než Německo. Hospodaření státních rozpočtů je u nich dlouhodobě mnohem horší. Jejich rozpočtové deficity v poměru k HDP jsou v posledních několika letech více než dvojnásobné oproti těm německým (Graf 9). U všech čtyř ekonomik je přitom jasně patrná snaha o ozdravení rozpočtů po covidu. Zatímco Německo však vzorně plnilo maastrichtská 3 % už v roce 2022, ostatní tři země jich prozatím nedosáhly. Zřetelně nejlépe si v konsolidačním úsilí vede Španělsko. Naproti tomu v Itálii se deficity snižují jen velmi neochotně. Ve Francii došlo v loňském roce dokonce k jeho zhoršení.¹¹

Konsolidační úsilí spolu s reálným hospodářským vývojem bylo jedním z faktorů, které vedly k nedávnému poklesu dlouhodobých úrokových sazeb. Překvapivě pozitivnější vývoj italské ekonomiky než německé se tak například promítl do poklesu rozpětí mezi výnosy italských a německých vládních dluhopisů. V případě desetileté splatnosti rozpětí

Graf 8 – Míra nezaměstnanosti

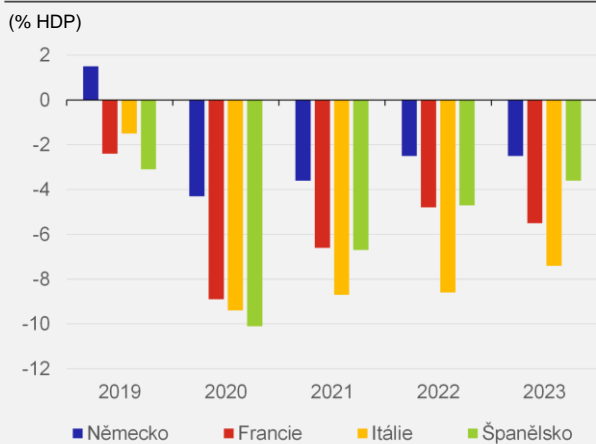


Zdroj: Eurostat

¹⁰ Údaj za březen 2024. V důsledku častých revizí a zpřesnění časové řady se však konkrétní hodnota reportovaného historického minima může v daném okamžiku nepatrně lišit, obvykle však pouze v řádu desetiný procentního bodu.

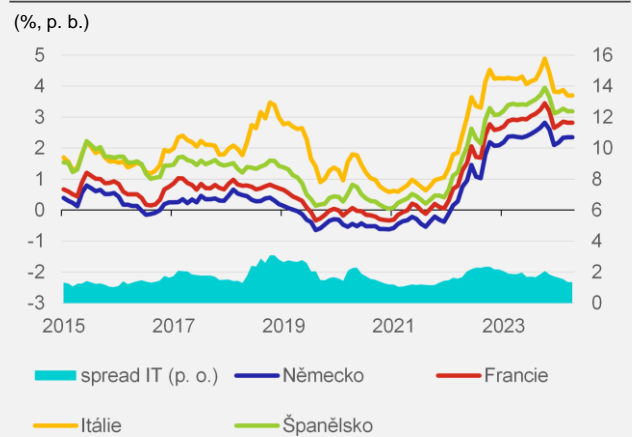
¹¹ Hodnocení zůstává kvalitativně stejné i v případě deficitů v absolutním vyjádření.

Graf 9 – Deficit/přebytek státního rozpočtu



Zdroj: Eurostat

Graf 10 – Výnosy 10letých státních dluhopisů



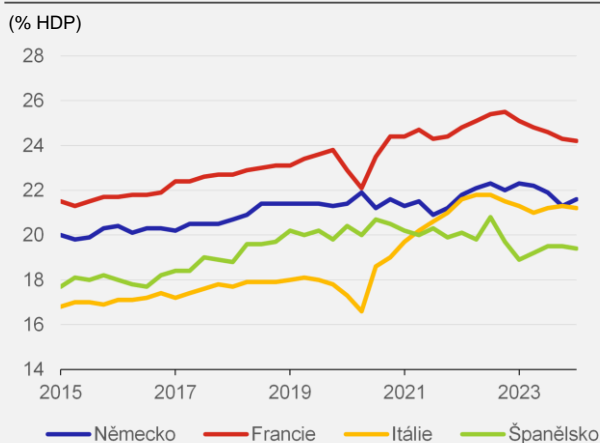
Zdroj: Eurostat

Pozn.: Na vedlejší ose je vyneseno rozpětí výnosů mezi italským a německým 10letým dluhopisem.

kleslo na nejnižší hodnotu od listopadu 2021 (Graf 10). Finanční trhy hodnotí pozitivně nejen výkon italské ekonomiky v loňském roce a zlepšení kreditního hodnocení země, ale též příznivé vyhlídky jejího růstu v letošním roce, zejména díky očekávanému čerpání fondů EU. Strukturu italského zadlužení pak podpořila i emise dluhopisů „BTP Valore“, zaměřených na italské drobné střadatele. Trvalejší pokles rozpětí by se v optimistickém případě mohl přetavit do vyššího růstu italské ekonomiky v rozsahu 0,1–0,2 p. b.¹²

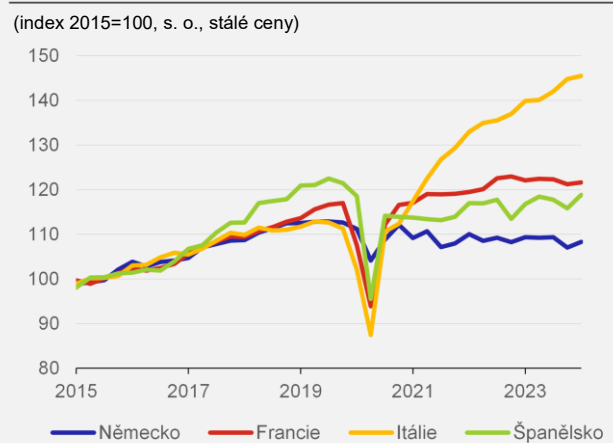
Velké ekonomiky eurozóny se liší i v tom, jak aktivně v posledních několika letech investují. Podíl investic na HDP Německa je od roku 2018 zhruba konstantní, když osciluje kolem 21 % (Graf 11). Podobně je na tom Španělsko, kde se tento ukazatel držel v blízkosti 20% úrovně, koncem roku 2022¹³ se však snížil zhruba k 19 %. Naproti tomu podíl investic na francouzském HDP je dlouhodobě vyšší než v prvních dvou jmenovaných ekonomikách a vytrvale stoupal až dokonce roku 2022, kdy dosáhl více než 25 %.¹⁴ Ještě pozoruhodnější je případ Itálie. Její podíl investic na HDP byl ještě před deseti lety necelých 17 %, setrvalo se však zvyšoval a v době koronavirové pandemie tempo jeho růstu prudce stoupl. Nyní se tak nachází zhruba na úrovni Německa. Absolutní hodnota investic pak poskytuje ještě jiný úhel pohledu. Zatímco před covidem rostly investice v uvedených ekonomikách zhruba obdobným tempem, přičemž ze srovnání zřetelně vyčnívalo Španělsko, od roku 2020 je výše investic ve stálých cenách v Německu, Francii a Španělsku zhruba konstantní, avšak v Itálii prudce roste (Graf 12).

Graf 11 – Podíl investic na HDP



Zdroj: Eurostat

Graf 12 – Vývoj investic



Zdroj: Eurostat

¹² Pokusili jsme se odhadnout velikost dopadu aktuálního snížení rozpětí na dynamiku italského HDP pomocí modelu Oxford Economics (OE). Pokud by se rozpětí udrželo na aktuálně nižších hodnotách okolo 120 b. b. do konce roku, mělo by to podle toho modelu dopad v řádu 0,1 p. b. Očekávaný dopad je nižší než odhad analytiků Bloomberg, podle jejichž modelu by mohlo snížení spreadu v rozsahu 40 b. b. přidat až 0,2 p. b. k růstu v roce 2024. Vzhledem k různým metodologiím je v hlavním textu uveden odhad dopadu ve formě intervalu.

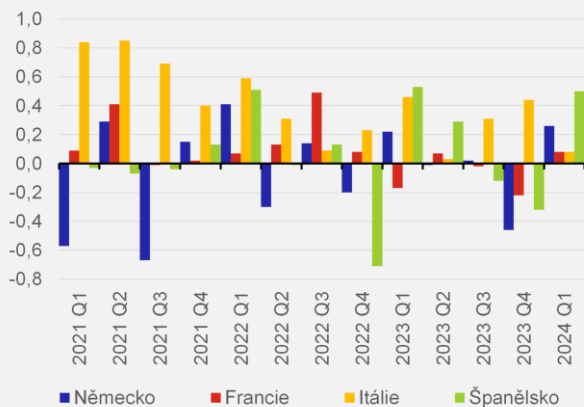
¹³ Tehdy započala Evropská centrální banka s historicky nejintenzivnějším zpřísňováním měnové politiky. Hlavní úroková sazba vzrostla mezi červencem 2022 a zářím 2023 o 4,5 p. b. Konec období levných peněz vedl ke zhoršení návratnosti investic prováděných na dluh, a tím následně i k omezení investiční aktivity v eurozóně.

¹⁴ Od té doby klesl zhruba na 24 %.

Investiční aktivita v posledních třech letech významně povzbuzovala hospodářský růst především v Itálii. Příspěvky investic k mezičtvrtletnímu růstu HDP byly v Itálii po celou tuto dobu zřetelně kladné. Obzvláště vysoké pak byly především v roce 2021, kdy činily v průměru 0,7 p. b. (Graf 13). Ve Španělsku a Francii přispívaly investice k výkonu ekonomiky méně výrazně. A v Německu byl dokonce jejich příspěvek zhruba každé druhé čtvrtletí záporný. Při pohledu na podrobnější členění italských investic je patrný především nadproporční příspěvek investic ve stavebnictví (Graf 14). Ten souvisí se specifickým opatřením italské vlády (tzv. Superbonus, viz Box), který měl skrze podporu modernizace staveb napomoci tamní ekonomice vymanit se z covidem vyvolané krize.

Graf 13 – Příspěvky investic k růstu HDP

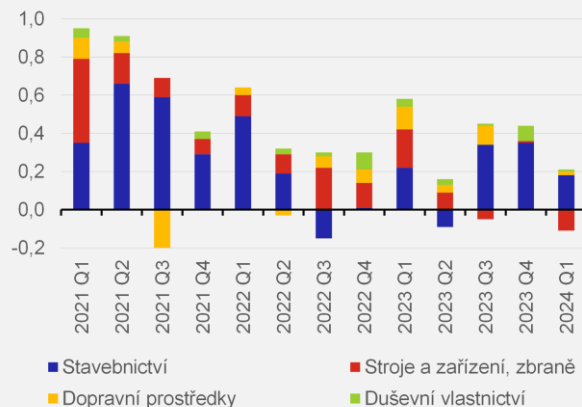
(p. b., příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu HDP)



Zdroj: Eurostat

Graf 14 – Příspěvky italských investic k růstu HDP – členění

(p. b., příspěvky k mezičtvrtletnímu růstu HDP)



Zdroj: Eurostat

Ke konvergenci slabších ekonomik EU k těm silnějším tradičně napomáhá solidarita rozpočtu Evropské unie. Do něj přispívají všechny členské státy a prostředky takto vybrané jsou následně v průběhu jednotlivých víceletých programových období opětovně přerozdělovány s cílem rozvíjet území a zmírňovat nerovnosti napříč jednotlivými oblastmi. Účetně pak lze jednotlivé ekonomiky EU dělit na čisté plátce do unijního rozpočtu a čisté příjemce jeho prostředků. Zdaleka nejvíce „přeplácí“ do rozpočtu EU Německo. Čistými plátcí jsou, jakožto velmi vyspělé ekonomiky, také Francie a Itálie. Naproti tomu Španělsko je dosud čistým příjemcem, což je dalším z impulzů, které mu napomáhají k vyššímu hospodářskému růstu.

V poslední době význam unijního financování výrazně vzrostl. Nad rámec tradičního přerozdělování prostředků vybraných do společné pokladny totiž nyní ekonomický rozvoj vybraných států EU mohutně podporuje postpandemický plán obnovy známý jako Next Generation EU (NGEU). Ten si klade za cíl pomoci s hospodářskou obnovou po řádění pandemie covidu-19 v zemích EU. I proto jsou finance v rámci něj směřovány především do zemí, jež byly pandemií zasaženy obzvláště těžce. Z celkové částky 750 mld. EUR je zhruba 200 mld. EUR alokováno jen pro Itálii (částka odpovídá cca 11 % jejího HDP). Na Španělsko připadá přibližně 160 mld. EUR (14 % HDP). Naproti tomu Francie má nárok jen asi na 40 mld. EUR (2 % HDP) a Německo na necelých 30 mld. EUR (1 % HDP). Nástroj pro oživení a odolnost (RRF)¹⁵ přitom nefunguje na principu přerozdělení vlastních vybraných prostředků, jedná se o finance, jež Evropská komise jménem členských států získává emisí dluhu na mezinárodních kapitálových trzích. Část prostředků RRF bude zemím EU poskytnuta ve formě grantů, část ve formě půjček,¹⁶ a to na základě předložených Národních plánů obnovy. Právě garantované půjčky přitom výrazně navyšují alokace pro země, jež byly pandemií zasaženy nejkrutěji.

Jednotlivé ekonomiky se však značně liší v rychlosti implementace projektů kvalifikovaných pro čerpání prostředků z plánu obnovy NGEU. Francii a Itálii již bylo vyplaceno zhruba 60 % grantových prostředků, na něž mají nárok (Graf 15). Španělsko pak vyčerpalo již necelou polovinu dotačních peněz. Německo však prozatím ani ne čtvrtinu. Itálie pak exceluje i v čerpání garantovaných půjček, z nichž už si ukrojila zhruba polovinu. Naproti tomu Španělsko s jejich čerpáním v podstatě ani nezačalo. (Německo a Francie nárok na půjčky z NGEU nemají.) Vzhledem ke svému obrovskému objemu mají částky z postpandemického plánu obnovy nezanedbatelný vliv na hospodářský růst podporovaných zemí. Ten je v případě rychleji čerpajících zemí již dobře patrný, u ostatních představuje příležitost ve střednědobém horizontu.

Odišná dynamika ekonomického růstu může odrážet též odlišné chování spotřebitelů. Různé ekonomiky jsou charakteristické různými preferencemi domácností. V jihoevropských zemích např. domácnosti upřednostňují spotřebu před úsporami více než je obvyklé ve střední a západní Evropě (Graf 16). Bez ohledu na možné důvody tohoto chování (jako je např. vyšší míra úrokových sazeb, nižší HDP per capita, mladší populace nebo odlišné socio-kulturní kořeny („katolíci vs.

¹⁵ Recovery and resilience facility.

¹⁶ Z celkové částky 750 mld. EUR připadá na granty 390 mld. EUR a na úvěry 360 mld. EUR.

Box 1 – Italský Superbonus

Superbonus je pojmenování pro současný italský systém daňového zvýhodnění na podporu renovace staveb. Program, který zavedla vláda v květnu 2020 s cílem podpořit pandemické oživení, původně umožňoval majitelům domů žádat o převoditelné daňové úlevy ve výši až 110 % na konkrétní práce v oblasti energetické účinnosti, protiseismických zásahů, instalace fotovoltaických systémů nebo infrastruktury pro nabíjení elektrických vozidel v budovách. Od té doby byl několikrát novelizován a rozsah daňového zvýhodnění byl postupně snižován. Loni činil 90 %, letos již jen 70 % a pro příští rok je odsouhlasena redukce na 65 %.

Opatření mělo ničivý dopad na italské veřejné finance. Stálo totiž státní rozpočet již více než 200 mld. EUR, jak uvádí dokumentace dolní komory italského parlamentu (Camera dei deputati, 2024). Podle této zprávy využilo Superbonus do letošního jara více než 11 % italských bytových domů a celkově něco přes 4 % budov klasifikovaných jako obytné. Důsledkem je ovšem masivní nárůst zadlužení země. Žádná vláda však zatím nebyla schopna opatření, jež je mezi obyvateli pochopitelně velmi populární, zrušit.

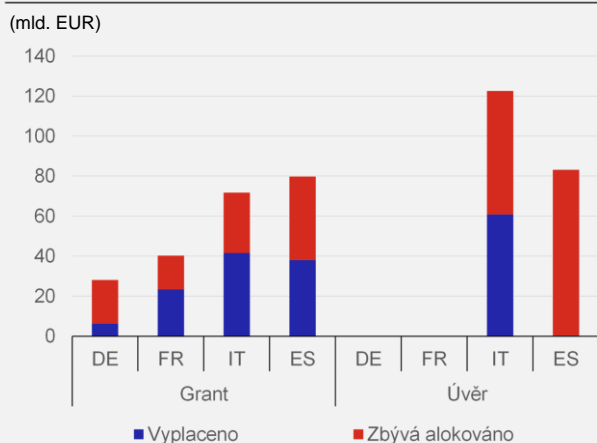
Ekonomický dopad Super bonusu na růst HDP je nesporný, činí prozatím kumulativně zhruba 3 p. b. Podle závěrů studie (Svimez, 2024) navýšil Superbonus od svého spuštění soukromé investice do stavebnictví

zhruba o 40 %, což v důsledku přispělo ke kumulativnímu růstu HDP v rozsahu 3,6 p. b. Již dříve oznámil parlamentní rozpočtový úřad (**Ufficio parlamentare di bilancio, 2023**), že podle údajů z národních účtů činil příspěvek investic do bytové výstavby k růstu HDP v letech 2021–2022 2 p. b., z toho podle hlubší analýzy přibližně polovina připadá přímo na šok vyvolaný daňovou pobídkou. Istat (2023) následně na základě simulace dodatečných investic do stavebnictví spojených se Superbonusem a bonusem na fasády kvantifikoval kumulativní příspěvek k růstu reálného HDP v letech 2021 a 2022 (oproti kontrafaktuálnímu scénáři bez pobídek) na 1,4–2,6 p. b. (v závislosti na použité metodě).

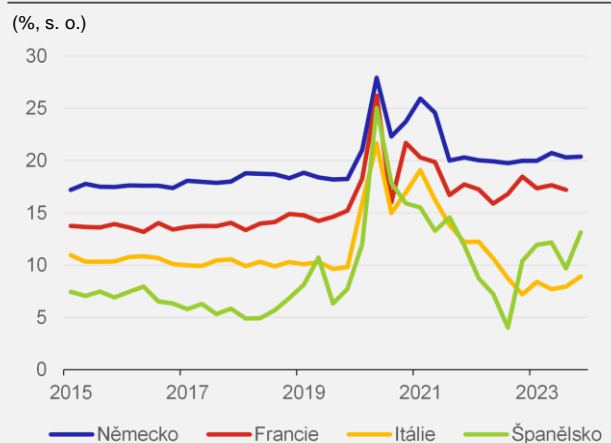
Přes výše uvedené odhady se však celkově tento fiskální experiment apeninské ekonomice nevyplatí. Sama italská vláda se k dopadu Super bonusu na národní hospodářství vyjádřila v tom smyslu, že stimul, který opatření poskytla hospodářské aktivitě a daňovým příjmům, nebyl dostatečný k tomu, aby kompenzoval jejich náklady (Ministro dell'Economia e delle Finanze, 2023). Podle Balmera a Fonteho (2024) měla Itálie investovat raději do zdravotnictví nebo vzdělání, protože pak by většina prostředků šla přímo na platy, zatímco jejich směřování do stavebnictví vytváří vzhledem k vysokým výrobním nákladům menší přidanou hodnotu.

protestanti“) to má dopady na hospodářský vývoj. Zatímco v Německu byla mezi lety 2015–2019 míra úspor v průměru na úrovni 18 % (přičemž se nepatrně trendově zvyšovala), v Itálii to bylo jen 10 % a ve Španělsku ještě méně. Pandemie covidu vedla k prudkému nárůstu míry úspor napříč zeměmi, přičemž tento nárůst byl výraznější v ekonomikách s nižší předchozí úrovní míry úspor. V Německu tak krátkodobě vyšplhala až ke 30 %, v Itálii překonala 20 %. Následně se pak postupně opět snižovala. S výjimkou Itálie však zůstává na vyšších úrovních než před covidem (v Německu činí rozdíl 2 p. b., ve Francii je ještě lehce vyšší). To je další z prorůstových impulzů ve prospěch italské a španělské ekonomiky ve srovnání s tou německou.

Pandemie změnila spotřební preference domácností i tím, že část poptávky nuceně přesunula od služeb ke zboží. Do té doby patrné pozvolné zvyšování podílu služeb na konečné spotřebě domácností, typické pro bohatnoucí společnosti, bylo v roce 2020 přerušeno příchodem pandemie (Graf 17). Tvrdá proticovidová opatření uzavřela či výrazně omezila mnohá odvětví služeb a podíl sektoru na spotřebě domácností tak prudce poklesl. Na předcovidovou úroveň se do roku

Graf 15 – Alokace a čerpání z plánu obnovy NGEU

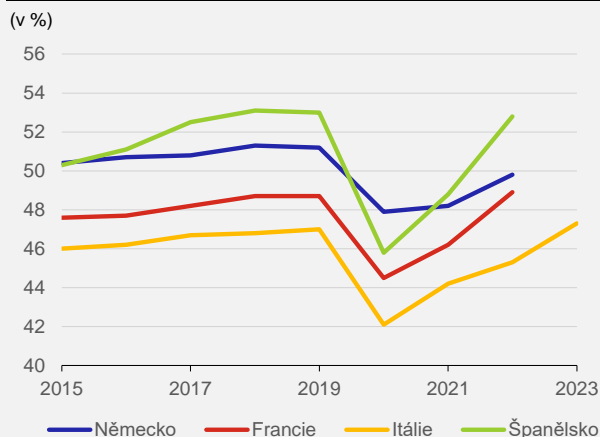
Zdroj: Evropská komise
Pozn.: Údaje ze scoreboardu k naplňování RRF NGEU (Evropská komise, 2024).

Graf 16 – Míra úspor domácností

Zdroj: Eurostat

2022¹⁷ vrátil jen ve Francii, byť Španělsko jí bylo již také velmi blízko. V Itálii pak podíl služeb na konečné spotřebě domácností překonal úroveň z roku 2019 v loňském roce. Toto všeobecné dohánění poptávky po službách přináší pozitivní body k hospodářskému růstu ekonomik specializujícím se na export služeb. Vzhledem k tomu, že pandemie zasáhla negativně především specifické části sektoru služeb, jako např. pohostinství a dopravu, z návratu dřívějších pořádků profitovaly v poslední době především ekonomiky vyvážející tyto druhy služeb, tudíž z velkých ekonomik eurozóny právě Španělsko a Itálie. Zdá se však, že tento zdroj růstu už by mohl být vyčerpán, neboť počty návštěvníků se již navrátili na předcovidové úrovně. Navíc loňské extrémně teplé léto připravilo turistům na jihu Evropy možná více negativních než pozitivních prožitků. Někteří z nich tak po loňské zkušenosti možná letos zamíří spíš severněji, což dále umocňují objevující se varovné zprávy o tom, že přicházející La Niña může kromě značně nestabilního počasí přinést na jih Evropy opět také teplejší počasí než je v daných místech obvyklé.¹⁸ A nebo posmění načasování své dovolené. Počty turistů ve Španělsku byly v loňském čtvrtém čtvrtletí a letošním prvním bezprecedentní (Banco de España, 2024).

Graf 17 – Podíl služeb na konečné spotř. domácností



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Klasifikace výdajů domácností na spotřebu dle COICOP. Služby jsou reprezentovány skupinami CP06–CP12.

Závěr

V posledních zhruba dvou letech byl pozorován na první pohled možná překvapivý rozkol mezi růstovou dynamikou velkých jižních a západních ekonomik eurozóny a ekonomikou Německa. Španělskému hospodářství se dařilo jedním slovem skvěle, když jeho HDP stabilně roste mezičtvrtletním tempem 0,5 %, které dokonce lehce převyšuje odhady rovnovážného tempa růstu pro tuto zemi. Špatně na tom v poslední době nebyla ani Itálie, jejíž hospodářství se vyvíjelo zhruba v souladu se svými dlouhodobě obvyklými možnostmi. Francie naproti tomu za svým potenciálem v postcovidovém období zřetelně zaostávala. Samostatnou kapitolou je potom největší ekonomika eurozóny – Německo, které svou přetrvávající hospodářskou stagnací zřetelně vybočovalo z řady a táhlo dolů výsledky celého eurového bloku.

Dichotomie tempa hospodářského růstu pozorovaná po pandemii v eurozóně odráží kombinaci celé řady, často velmi specifických, vlivů. Velká část z nich přímo vychází nebo je kaskádovým důsledkem inkasovaných enormních šoků neekonomického původu – pandemie covid-19 a války na Ukrajině, jiné jsou odrazem dlouhodobějších strukturálních problémů. Pro pochopení nedávného dění v eurozóně a předpověď jeho nejbližšího vývoje je klíčová správná identifikace těchto specifíků, jelikož se ze své podstaty liší ve své životnosti. Některé vlivy v současnosti již doznívají a v budoucnosti s nimi není nutné počítat v takové míře jako dosud (např. efekt vysokých cen energií, dohánění spotřeby služeb, nebo italský Superbonus), jiné ještě naberou na síle (např. efekt investic z NGEU) a všechny budou mít jistě své další vedlejší efekty chování ekonomických agentů a jejich reprezentací v zastupitelské demokracii.

V průběhu první poloviny letošního roku se popisovaná dichotomie růstu v eurozóně zřejmě snížila.¹⁹ Největší podíl na tomto uzavírání rozdílů má ekonomika Německa, která v prvním čtvrtletí zaznamenala zřetelně kladný hospodářský růst (0,2 % mezičtvrtletně). Ten pravděpodobně pokračoval podobným tempem i ve čtvrtletí druhém. Kromě zrychlování růstu reálných příjmů domácností a zahraniční poptávky, z nichž těží všechny ekonomiky eurozóny, je nezanedbatelným zdrojem oživení v Německu i vymaňování se z akutních dopadů energetické krize. Ostatní velké ekonomiky eurozóny se naproti nadále vyvíjejí zhruba v rámci výše popsaného příběhu posledních dvou let. Francie v letošním prvním pololetí zřejmě setrvala zhruba na stejných tempech mezičtvrtletního růstu, jakých dosahovala v předchozích dvou letech (kolem 0,2 %). Stále jí chybí výraznější prorůstový stimul (jakým je pro Německo povzbuzení energeticky náročného průmyslu nebo pro Itálii Superbonus nebo prostředky z fondů EU). Italská ekonomika na počátku roku mírně zrychlila (0,3%), obecně však zažívá protichůdné působení mnoha dočasných efektů. Loňské výhody z pocovidového turistického boomu už zřejmě mnoho prostoru pro expanzi nenabízejí a omezování míry štedrosti Superbonusu růst HDP tlumí, ekonomika však bude dále těžit z přitekajících investic v rámci plánu obnovy EU po pandemii. Španělská ekonomika na počátku roku zopakovala stejně silný růst jako na konci toho letošního, přičemž jeho zdrojem byl zejména výrazný export služeb. Predikce počítají s tím, že 0,7% tempo růstu není dále udržitelné, a ekonomika tedy pravděpodobně v průběhu roku lehce zpomalí, byť jí nadále bude značně pomáhat vliv čerpání fondů EU. V důsledku toho se dichotomie mezi germánskou a románskou částí eurozóny v letošním roce výrazně zmírňuje a přestává být ožehavým tématem.

¹⁷ Do něž jsou dostupná data pro všechny čtyři země.

¹⁸ <https://www.i-meteo.cz/predpoved-pocasi-pro-let-2024-ocekavame-vliv-el-nina-na-evropu>

¹⁹ V době zpracování textu byla poslední dostupná data o vývoji HDP za první čtvrtletí 2024.

Budoucí vývoj pak bude do značné míry záviset na tom, jaké poučení si z covidové a energetické lekce jednotlivé ekonomiky odnesou. Uvedené šoky popostrčily na světlo celou řadu hlubších strukturálních problémů, před jejichž řešením ekonomiky, ať už všechny bez většího rozdílu nebo jen specificky některé, stojí. Paradoxně jedním z těch „jednodušších“ je nedobrá stav státních rozpočtů, který se týká především Itálie, o něco méně také Francie, ovšem zcela ušetřeno ho není ani Španělsko. Kromě akutní fáze krocení nadměrných deficitů se znovu otevírá debata nad tím, zda je třeba konečně docílit vyrovnaných financí (nedej bože vytvořit rezervu pro budoucí černé labutě) nebo je naopak třeba se do lepší budoucnosti proinvestovat na dluh. Těžším kalibrem je pak problém stárnutí populace, který s pandemií ustoupil na chvíli do pozadí, ovšem nikam nezmizel. Ještě obtížnější překážkou bude vyrovnání se se zintenzivňujícími se klimatickými změnami, nemluvě o snahách o jejich zpomalení nebo dokonce odvrácení. Kromě toho se budoucí růstové trajektorie ekonomik eurozóny budou odvíjet i od toho, jak rychle a efektivně dokáží jednotlivé země naskočit na vlnu technologického pokroku, který přináší nyní rychlý rozvoj umělé inteligence. Vzhledem k tomu, že v Německu poslední dobou narůstá všeobecná nespokojenost ekonomických aktérů s bující byrokracií, a jiné evropské státy na tom rozhodně nejsou lépe, je otázkou, co z dostupných příležitostí dokáží ekonomiky pro svůj rozvoj skutečně využít. Dosavad zvyvané růstové modely obzvláště některých velkých ekonomik eurozóny se tváří v tvář (staro)novým výzvám i příležitostem budou muset redefinovat. Klíčem k budoucnosti jsou inovace, v nichž však prozatím tyto země v celosvětovém srovnání nevykávají.

Zdroje

- AG Energiebilanzen e.V. (2023). „Auswertungstabellen zur Energiebilanz 1990 bis 2022“. 30. listopadu 2023. https://ag-energiebilanzen.de/wp-content/uploads/2023/10/awt_2022_deutsch.pdf
- Balmer, C. a Fonte, G. (2024). „Explainer: Why Italy's Superbonus blew a hole in state accounts“. 9. dubna 2024. <https://www.reuters.com/world/europe/why-italys-superbonus-blew-hole-state-accounts-2024-04-09/>
- Banco de España (2024). „Macroeconomic projections and quarterly report on the Spanish economy. June 2024“. 11. června 2024. <https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/24/T2/Files/be2402-ite.pdf>
- Camera dei deputati (2024): „La dimensione economica del superbonus“. [Online, 11. června 2024]. <https://temi.camera.it/leg19/post/la-dimensione-economica-del-superbonus.html>
- Destatis (2024). „Bedeutung der energieintensiven Industriezweige in Deutschland“. [Online, 18. května 2024]. <https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Industrie-Verarbeitendes-Gewerbe/produktionsindex-energieintensive-branchen.html>
- Evropská komise (2024). „Recovery and resilience scoreboard: Countryoverview.“. [Online, 18. dubna 2024]. https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/country_overview.html?lang=en
- Istat (2023). „Indagine conoscitiva sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia“. 24. května 2023. https://www.camera.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/upload_file_doc_acquisiti/pdfs/000/009/050/08_Memoria_ISTAT_DEF.pdf
- Ministro dell'Economia e delle Finanze (2023). „Documento di Economia e Finanza 2023 Nota di Aggiornamento“. 27. září 2023. https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_progammazione/documenti_programmatici/nadef_2023/NADEF-2023.pdf
- Růžičková, P. (2023). „Nezaměstnanost v eurozóně: Proč je tak nízká a kdy začne růst?“. Globální ekonomický výhled, Vydání 12/2023, str. 14–21, Česká národní banka. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/gev/gev_2023/gev_2023_12.pdf
- Svimez (2024). „Memoria SVIMEZ per la Commissione Finanze e tesoro del Senato della Repubblica in vista dell'esame dell'Atto Senato n. 1092 (d.l n. 39/2009 – agevolazioni fiscali edilizia) in relazione alla fase istruttoria“. 16. dubna 2024. <https://inx.svimez.info/svimez/wp-content/uploads/2024/04/Memoria-SVIMEZ-18-aprile-2024.pdf>
- Ufficio parlamentare di bilancio (2023). „Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia“. 16. března 2023. https://www.camera.it/application/xmanager/projects/leg19/attachments/upload_file_doc_acquisiti/pdfs/000/008/420/01_UPB_Audizione_incentivi_fisc_edil.pdf
- Vogel, L., Neumann, M., Linz, S. (2023). „Berechnung und Entwicklung des neuen Produktionsindex für energieintensive Industriezweige“. WISTA Wirtschaft und Statistik. Vydání 2/2023, str. 39–48. https://www.destatis.de/DE/Methoden/WISTA-Wirtschaft-und-Statistik/2023/02/produktionsindex-energieintensive-industriezweige-022023.pdf?__blob=publicationFile

Klíčová slova

Hospodářský růst, eurozóna, energeticky náročný průmysl, fiskální politika, investice, NGEU

JEL Klasifikace

O52, Q43, E22

A1. Změna predikcí pro rok 2024

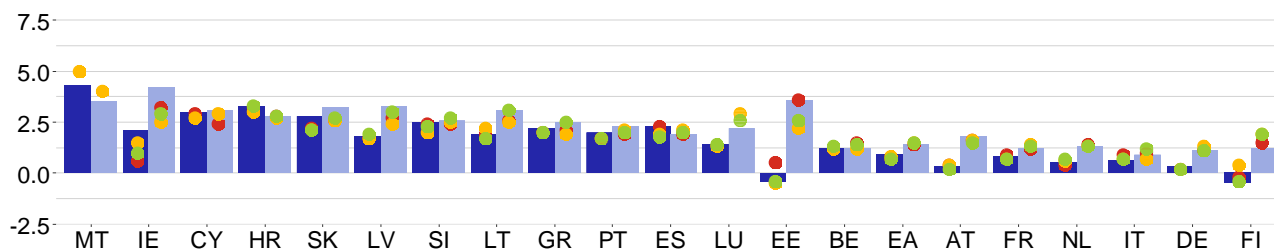
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,1	+0,1	+0,3	0	-0,9	-0,3	+0,2
US	0	+0,6	+0,4	0	-0,1	+0,1	+0,3	+0,2
UK	+0,2	-0,1	-0,3	+0,2	0	-1,2	0	-0,3
JP	-0,2	0	-0,5	-0,4	-0,1	-0,7	-0,5	+0,4
CN	-0,1	0	+0,2	+0,1	0	-0,7	-0,8	0
RU	+0,5	+0,6	+0,8	0	+0,3	+0,6	0	+0,7

A2. Změna predikcí pro rok 2025

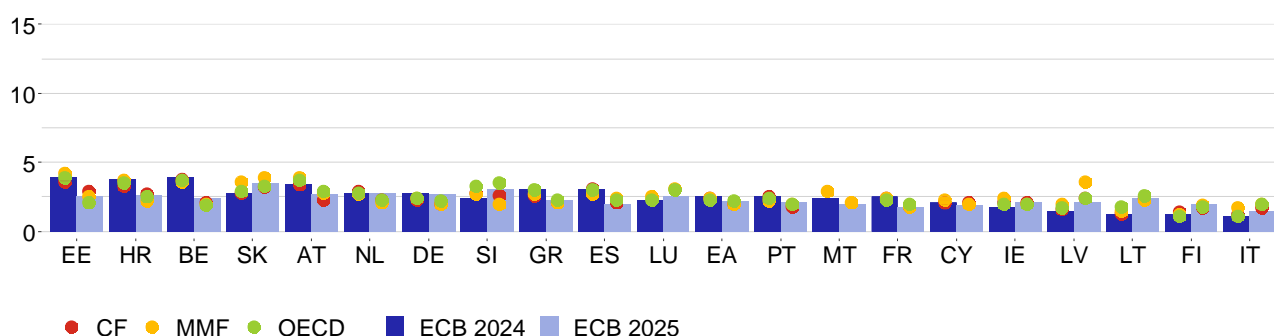
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,2	+0,2	-0,1	0	-0,2	0	+0,2
US	0	+0,2	+0,1	0	-0,1	-0,4	+0,1	+0,1
UK	0	-0,1	-0,2	+0,2	0	-0,1	-0,1	-0,2
JP	+0,1	+0,2	+0,1	0	+0,1	+0,2	-0,1	+0,1
CN	0	0	+0,3	+0,1	0	-0,2	-0,2	0
RU	+0,2	+0,7	0	0	+0,2	+0,5	0	+0,7

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



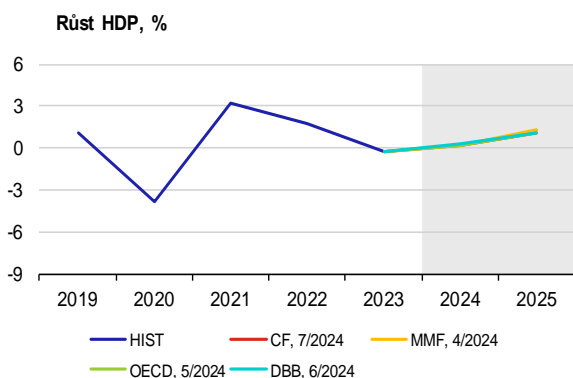
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



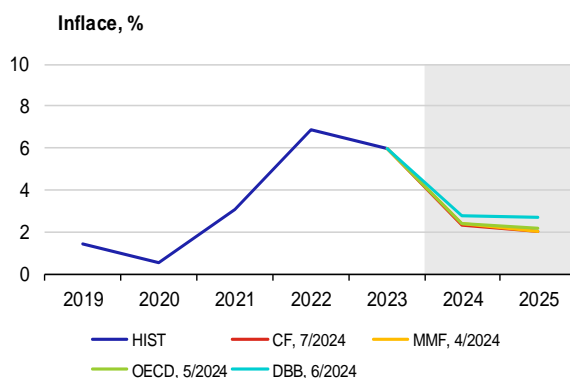
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny

Německo

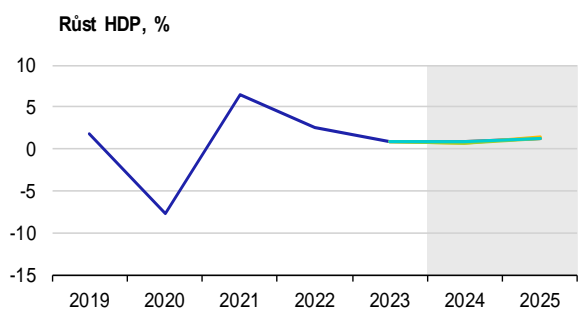


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	0,2	0,2	0,2	0,3
2025	1,1	1,3	1,1	1,1

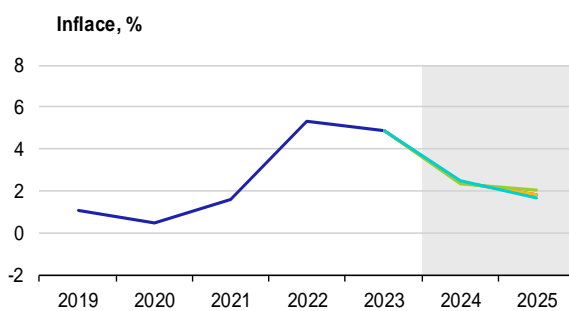


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	2,3	2,4	2,4	2,8
2025	2,0	2,0	2,2	2,7

Francie

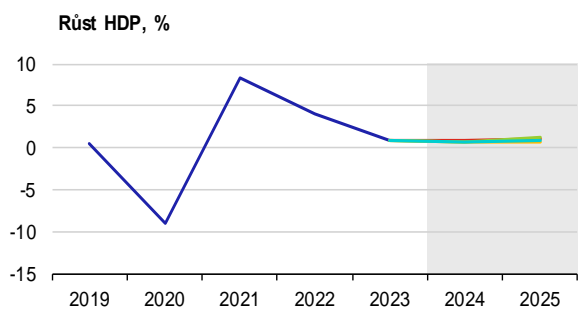


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,9	0,7	0,7	0,8
2025	1,2	1,4	1,3	1,2

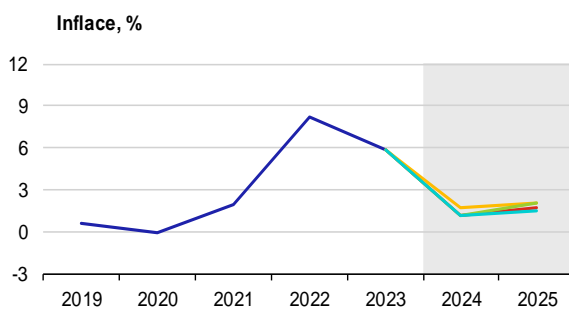


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,4	2,4	2,3	2,5
2025	1,8	1,8	2,0	1,7

Itálie

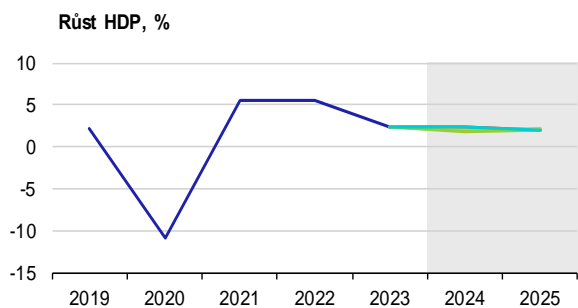


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,9	0,7	0,7	0,6
2025	1,0	0,7	1,2	0,9

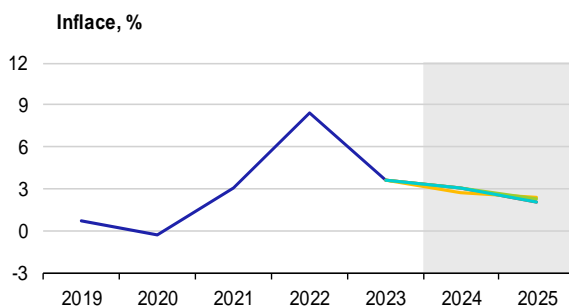


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,2	1,7	1,1	1,1
2025	1,7	2,0	2,0	1,5

Španělsko

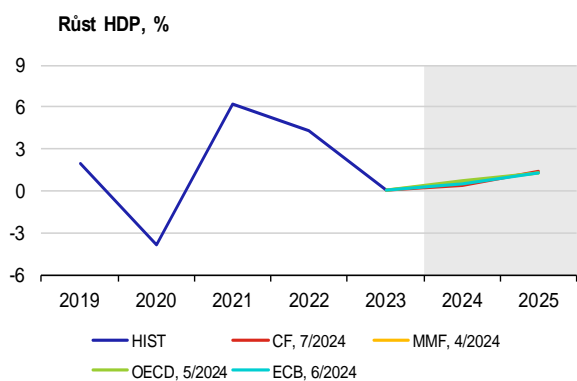


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,3	1,9	1,8	2,3
2025	1,9	2,1	2,0	1,9

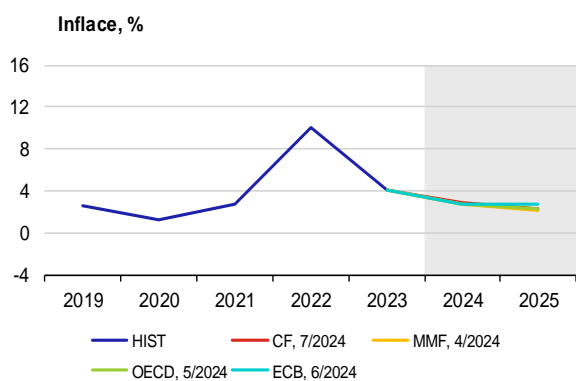


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,1	2,7	3,0	3,0
2025	2,1	2,4	2,3	2,0

Nizozemsko

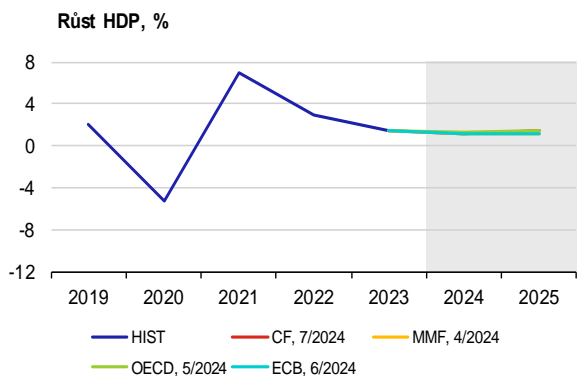


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,4	0,6	0,7	0,5
2025	1,4	1,3	1,3	1,3

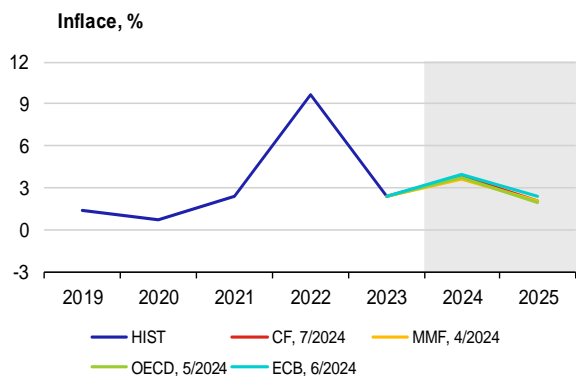


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	2,7	2,8	2,8
2025	2,3	2,1	2,3	2,8

Belgie

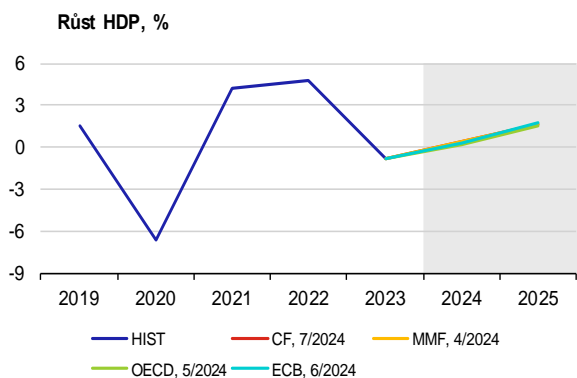


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,2	1,2	1,3	1,2
2025	1,5	1,2	1,4	1,2

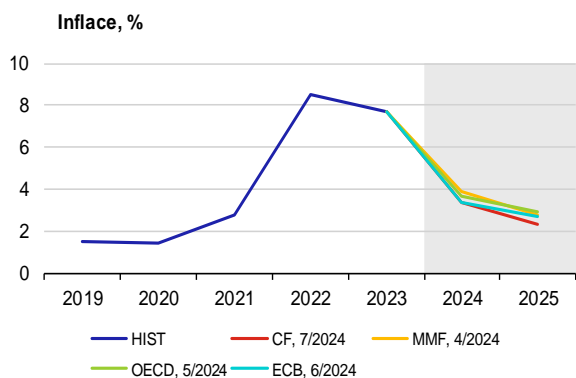


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,8	3,6	3,7	3,9
2025	2,1	2,0	1,9	2,4

Rakousko

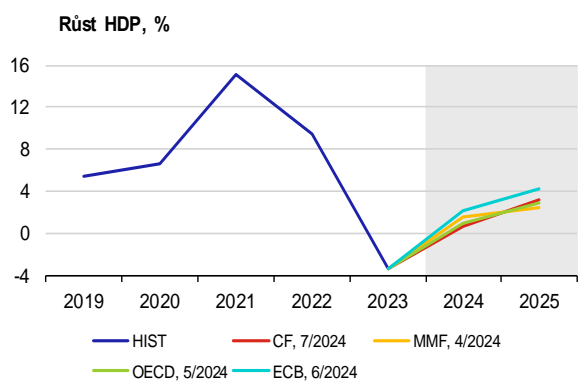


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,4	0,4	0,2	0,3
2025	1,6	1,6	1,5	1,8

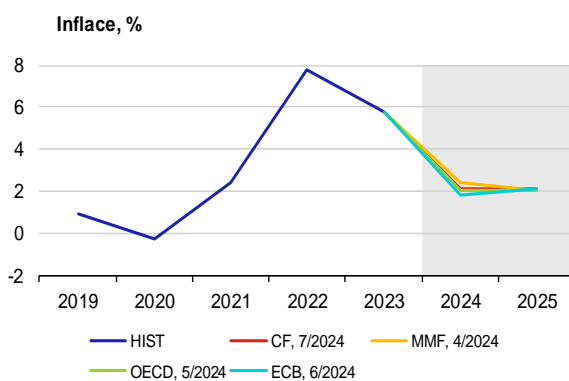


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,4	3,9	3,7	3,4
2025	2,3	2,8	2,9	2,7

Irsko

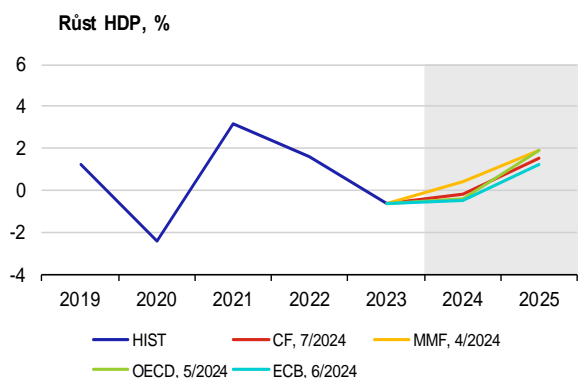


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,6	1,5	1,0	2,1
2025	3,2	2,5	2,9	4,2

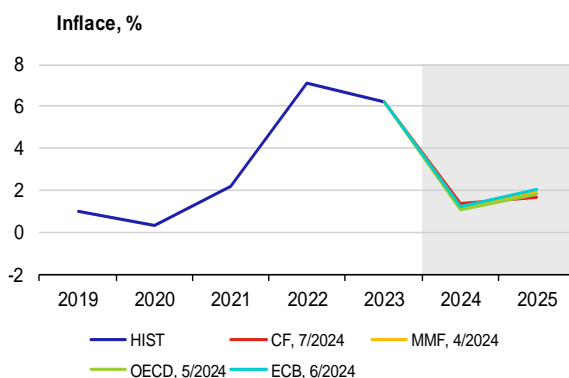


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,4	2,0	1,8
2025	2,1	2,0	2,0	2,1

Finsko

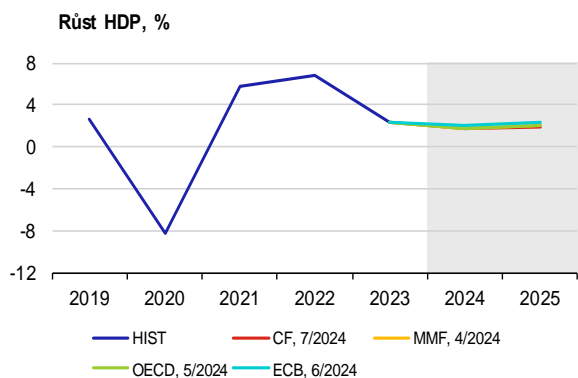


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,2	0,4	-0,4	-0,5
2025	1,5	1,9	1,9	1,2

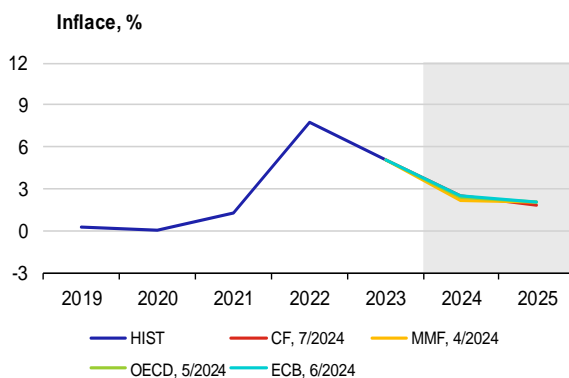


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,4	1,2	1,1	1,2
2025	1,7	1,9	1,8	2,0

Portugalsko

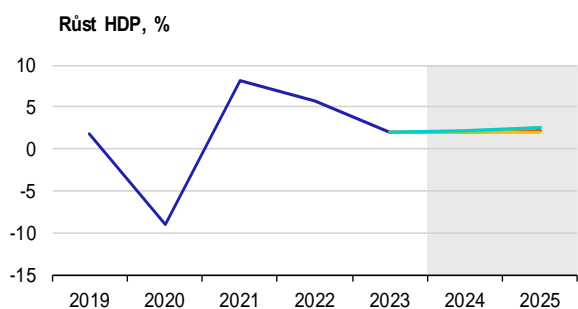


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	1,7	1,7	2,0
2025	1,9	2,1	2,0	2,3

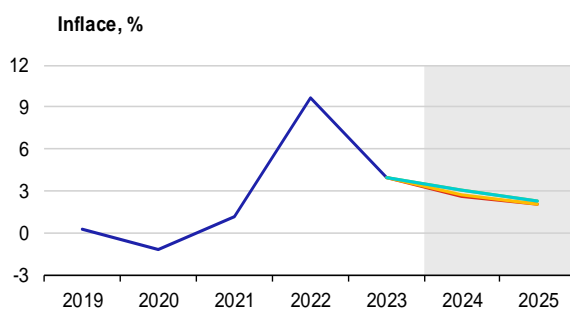


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,2	2,4	2,5
2025	1,8	2,0	2,0	2,1

Řecko

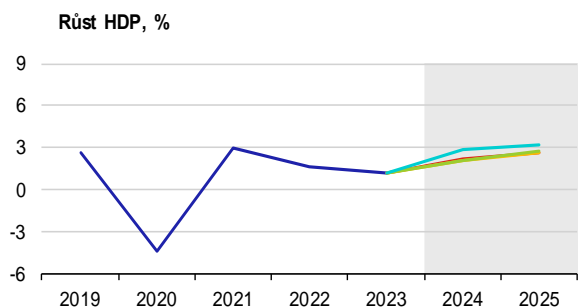


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,0	2,0	2,0	2,2
2025	2,1	1,9	2,5	2,5

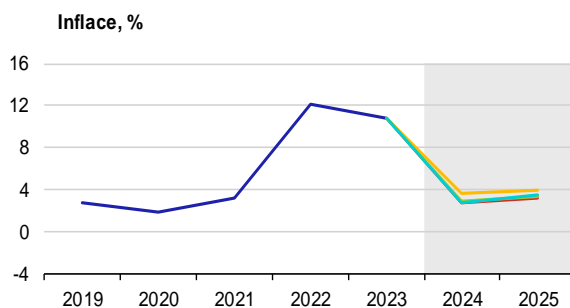


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,6	2,7	3,0	3,0
2025	2,1	2,1	2,3	2,3

Slovensko

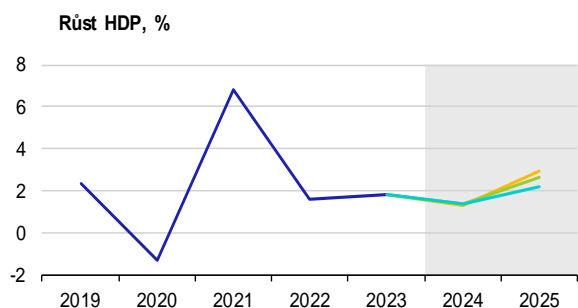


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,2	2,1	2,1	2,8
2025	2,6	2,6	2,7	3,2

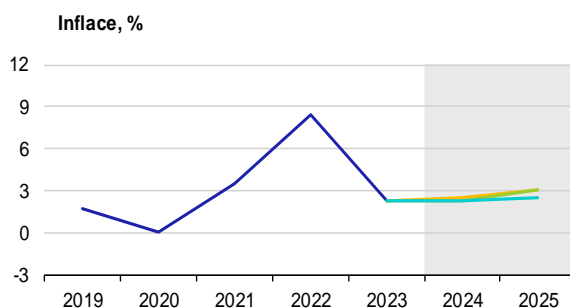


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,8	3,6	2,9	2,8
2025	3,2	3,9	3,3	3,5

Lucembursko

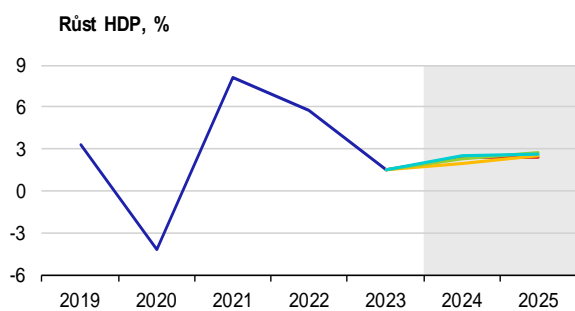


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	1,3	1,4	1,4
2025	n. a.	2,9	2,6	2,2

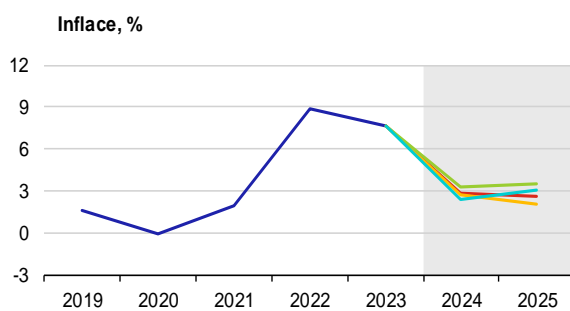


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,5	2,3	2,3
2025	n. a.	3,1	3,0	2,5

Slovensko

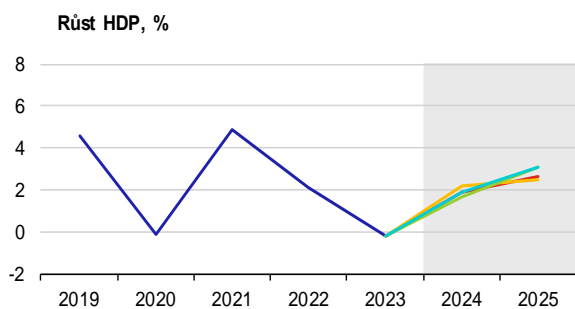


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,4	2,0	2,3	2,5
2025	2,4	2,5	2,7	2,6

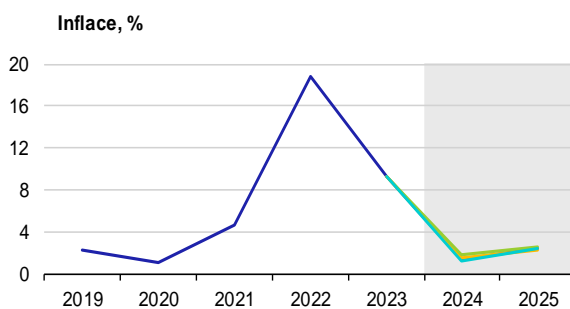


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,8	2,7	3,3	2,4
2025	2,6	2,0	3,5	3,0

Litva

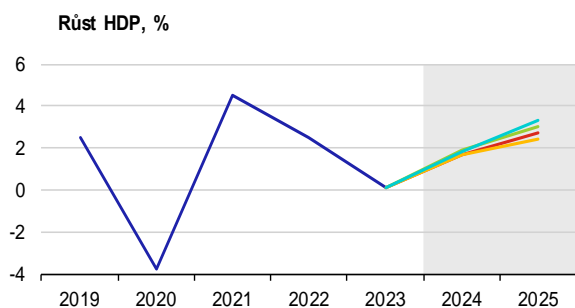


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,9	2,2	1,7	1,9
2025	2,6	2,5	3,1	3,1

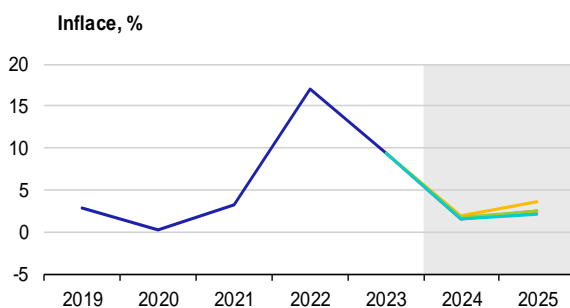


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,3	1,5	1,8	1,2
2025	2,4	2,3	2,6	2,4

Lotyšsko

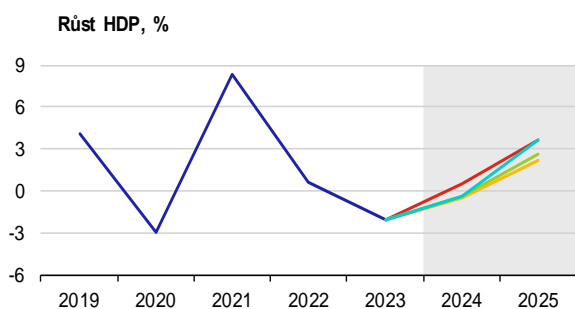


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	1,7	1,9	1,8
2025	2,7	2,4	3,0	3,3

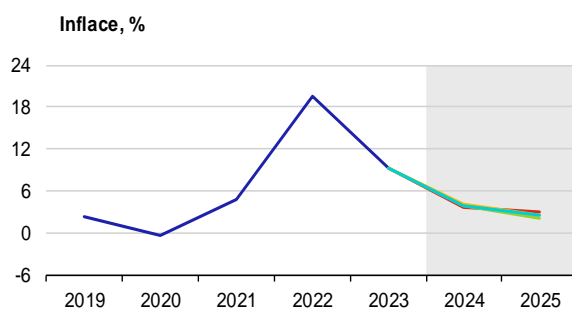


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	2,0	1,7	1,5
2025	2,4	3,6	2,4	2,1

Estonsko

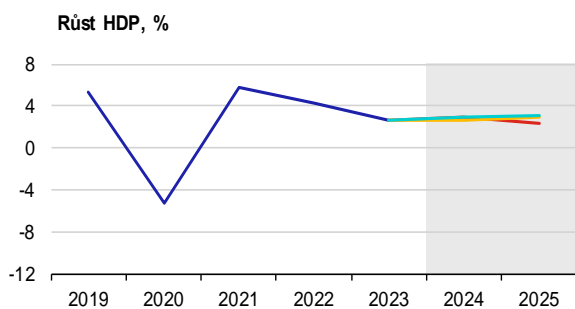


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	-0,5	-0,4	-0,4
2025	3,6	2,2	2,6	3,6

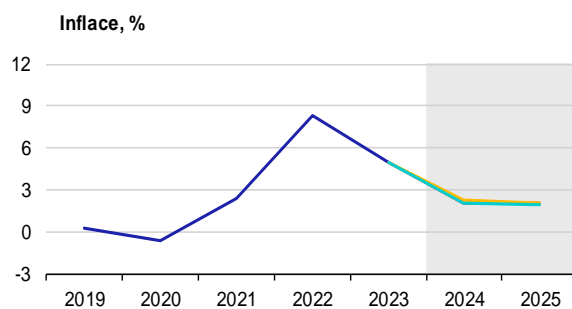


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,6	4,2	3,9	3,9
2025	2,9	2,5	2,1	2,5

Kypr

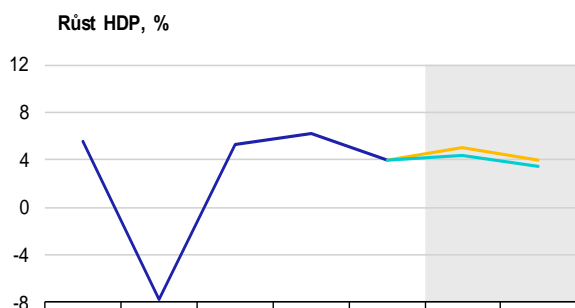


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	2,7	n. a.	3,0
2025	2,4	2,9	n. a.	3,1

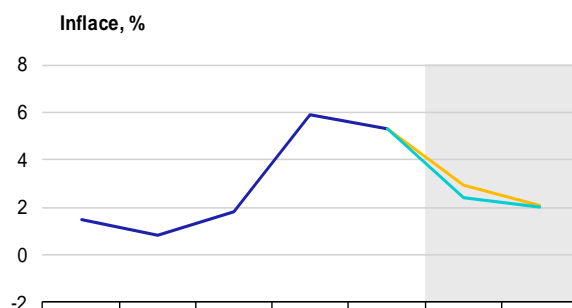


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,3	n. a.	2,1
2025	2,1	2,0	n. a.	1,9

Malta



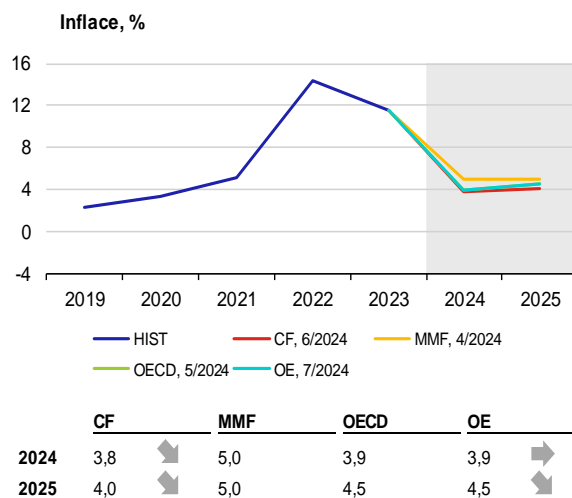
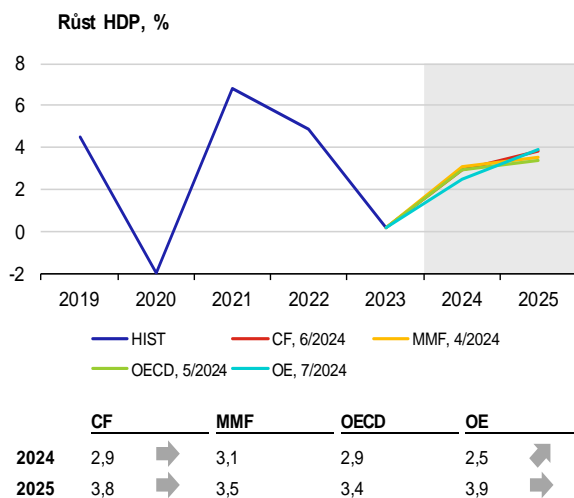
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	5,0	n. a.	4,3
2025	n. a.	4,0	n. a.	3,5



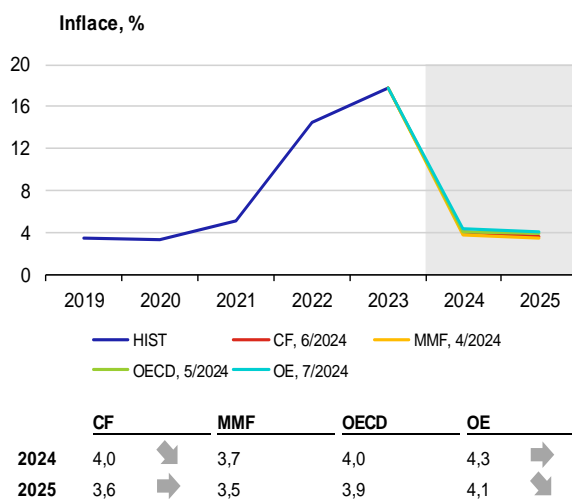
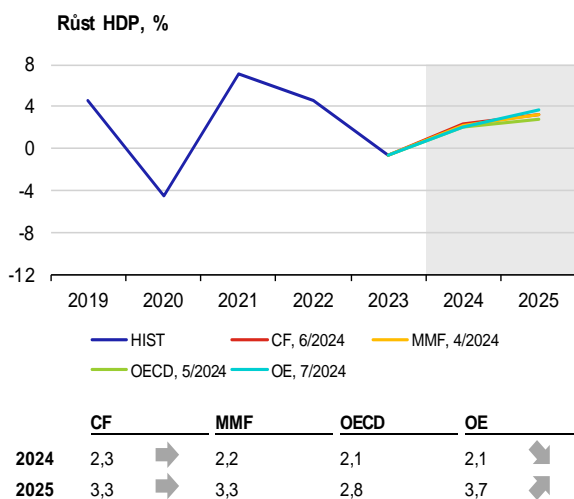
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,9	n. a.	2,4
2025	n. a.	2,1	n. a.	2,0

A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích

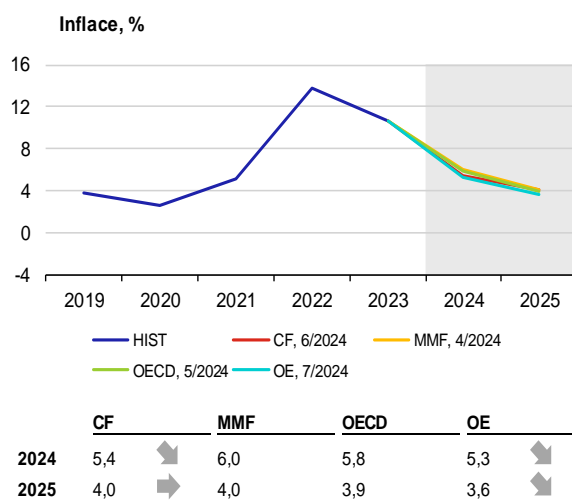
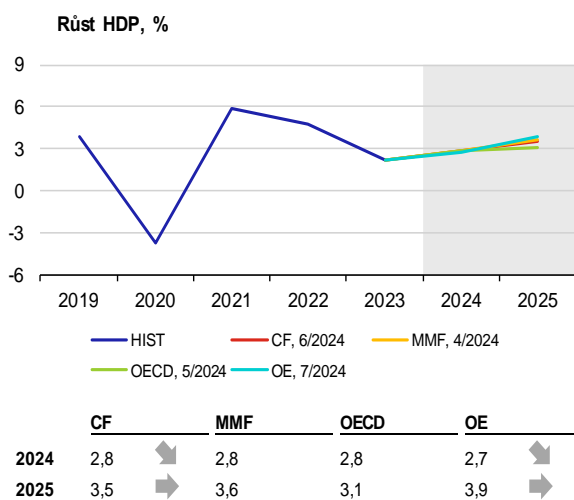
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

AT	Rakousko	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b	barel	ISM	Institute for Supply Management
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IT	Itálie
BE	Belgie	JP	Japonsko
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JPY	japonský jen
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CB	centrální banka	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský renminbi	MKT	Markit
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	MMF	Mezinárodní měnový fond
CXN	Caixin	MNB	Maďarská národní banka
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NBP	Polská národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DE	Německo	NKI	Nikkei
EA	eurozóna	NL	Nizozemsko
ECB	Evropská centrální banka	OE	Oxford Economics
EE	Estonsko	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ES	Španělsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	p. b.	procentní bod
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PT	Portugalsko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RU	Rusko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	RUB	ruský rubl
FI	Finsko	SI	Slovinsko
FOMC	Federální komise pro volný trh	SK	Slovensko
FR	Francie	SPF	Survey of Professional Forecasters
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	TTF	Title Transfer Facility (virtuální obchodní bod pro zemní plyn v Nizozemsku)
GBP	britská libra	UK	Spojené království
GR	Řecko	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
HDP	hrubý domácí produkt	US	Spojené státy americké
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen	USD	americký dolar
HR	Chorvatsko	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research
IEA	International Energy Agency		
IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich		

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz