

## 2.2. Tvorba hrubého fixního kapitálu

Tato kapitola je zaměřena na zmapování pozice ekonomiky v investičním cyklu a vystižení jeho determinant. Dále se zaměřuje na vliv tvorby hrubého fixního kapitálu na hospodářský růst a závěrem je podáno mezinárodní srovnání. Rok 2005 byl, podobně jako rok 2003, poněkud atypický. Jednak vykázala česká ekonomika (v expanzi) nižší tempo růstu investic než HDP a jednak podíl příspěvku investic k růstu HDP byl velmi nízký. Investice nicméně i nadále reflektují hospodářský cyklus a pokračují v expanzi. Napomáhá jim v tom, mimo jiné, prostředí velmi nízkých reálných úrokových sazeb.

- **Tempo růstu tvorby hrubého fixního kapitálu bylo lehce pod střednědobým průměrem**

V roce 2005 tempo růstu tvorby hrubého fixního kapitálu dosáhlo 3,6 %, zatímco tempo růstu hrubého kapitálu jako celku jen 2,9 %. Tento rozdíl je dán především negativní změnou tvorby zásob.

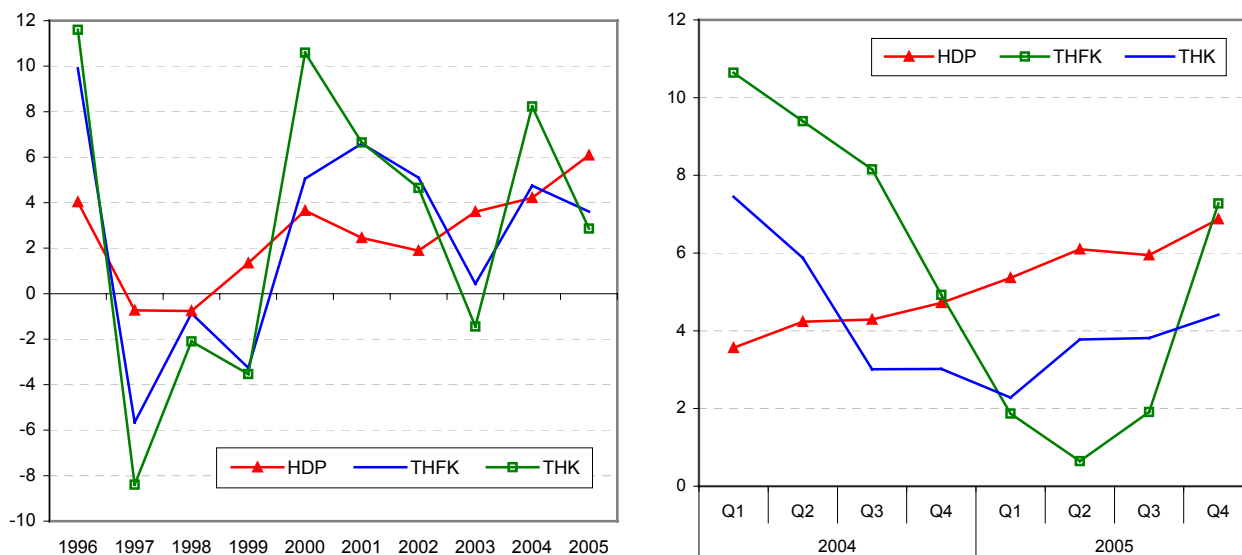
Z hlediska dlouhodobého trendu byl růst roku 2005 stále nadprůměrný (dlouhodobý průměr růstu tvorby hrubého fixního kapitálu je 2,6 %), avšak tento nižší průměr je dán především negativními tempy růstu v období recese. Střednědobě (2000-2005) vykázal rok 2005 podprůměrné tempo růstu tvorby jak fixního, tak celkového hrubého kapitálu (o 0,5 p. b., resp. 1,3 p. b.).

Podobná situace nastala již v roce 2003, ale v tomto případě hrubá tvorba kapitálu vykázala dokonce negativní tempo růstu. Tento rok se však ve sledovaných determinantách investic příliš nevyvíká. Jediným rozdílem byl vývoj cenové hladiny, když v prvním a třetím čtvrtletí tohoto roku došlo dokonce k deflaci. Takovýto cenový vývoj mohl mít negativní účinek na tvorbu hrubého fixního kapitálu. Investoři v obavě, zda ekonomika nespadne do deflačních potíží (jako např. Japonsko minulých let), mohli být poněkud zdráhaví ohledně investičních rozhodování a raději je odložili.

- **Tvorba hrubého fixního kapitálu pokračuje v expanzi**

Volatilita tvorby jak fixního, tak celkového hrubého kapitálu je stále vyšší než celkového HDP. Tvorba hrubého kapitálu je přitom ovlivněna zejména velmi kolísavým vývojem zásob. V posledních letech však dochází ke snižování této kolísavosti. Je to dáno (mimo jiné) i tím, že vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu reflektuje relativně dlouhou a pokračující expanzi celé ekonomiky. Avšak na rozdíl od HDP růst investic v roce 2005 zpomalil.

**Graf č. 2.2.1** Tempa růstu HDP, THFK a THK  
(meziroční změny v %, s. c. roku 2000)



- **Podíly příspěvků tvorby hrubého fixního kapitálu k růstu HDP klesají**

Rok 2005 byl unikátní v tom, že tempo růstu HDP převýšilo (v období expanze) tempo růstu THFK. Přitom HDP rostlo rychleji již od třetího čtvrtletí roku 2004 (graf č. 2.2.1). S tímto je spojen další fakt, a sice (vyjádřeno jako procento celkového růstu HDP) silně podprůměrný příspěvek investic k růstu HDP. Meziroční růst 3,6 % ve stálých cenách přispěl „pouze“ 0,9 p. b. k růstu HDP v roce 2005. Vzhledem k rapidnímu ekonomickému růstu činil tento příspěvek zhruba jen 15 % celkového

růstu HDP. Dlouhodobě přitom činí příspěvek investic k růstu HDP téměř 70 % (přičemž za období 2000-2005 přispívaly investice v průměru téměř z poloviny k celkovému růstu HDP).

Příspěvky investic k růstu HDP (vyjádřeny jako podíl na celkovém růstu ekonomiky) klesají již od roku 2001 s výrazným propadem v roce 2003. Tento jev se prosadil i přes solidní tempa růstu THFK (s výjimkou roku 2003). Z vůdčí role v hospodářském cyklu je tak vytlačuje vliv mezinárodního obchodu, jehož váha (jak vývozu, tak dovozu) v HDP vzrostla od roku 1995 téměř o polovinu. Zdá se tedy, že vývoj posledních let jen potvrzuje napozorovaný trend, a sice, že investice relativně silněji ovlivňují hospodářský cyklus v obdobích recese.

- ***Prostředí nízkých reálných úrokových sazeb působí pozitivně na investiční aktivitu***

Reálná úroková míra (12M PRIBOR deflovaná CPI) se v posledních letech pohybuje velmi blízko nule. O něco přesnější vyjádření reálné úrokové sazby klíčové pro investiční rozhodování jsou zřejmě dlouhodobé (pěti až desetileté) sazby deflované indexem cen průmyslových výrobců. Takto vyjádřené reálné sazby se v posledních dvou letech pohybují dokonce lehce pod nulou.

Prostředí nízkých úrokových sazeb působí příznivě na investiční aktivitu. Vztah mezi reálnými sazbami a investicemi je přitom silnější v obdobích recese<sup>1</sup> (v letech 2000-2005 je korelační koeficient  $-0,44$ , zatímco v období recese  $-0,81$ ; za celé sledované období pak  $-0,71$ ). Zároveň však nelze tvrdit, že jde o jediný či klíčový faktor, jelikož zmiňované reálné úrokové sazby oproti roku 2004 dále mírně klesly, avšak růst THFK se zpomalil.

- ***Vliv HDP na investice není v posledních letech jasný***

Z minulých studií vyplývá, že v české ekonomice lze částečně vysvětlit vývoj investic růstem HDP (princip akcelerátoru). Z tohoto hlediska se vývoj v posledních dvou letech vymyká. Za celý rok 2004 docházelo k poklesu tempa růstu THFK i přes neustále zrychlující se tempo růstu HDP. Na přelomu let 2004 a 2005 pak došlo k již zmiňovanému převýšení tempa růstu THFK růstem HDP. V druhém čtvrtletí roku 2005 pak vývoj investic opět nabral dech a zrychlil. Pokud však i nadále přetrvávají nižší tempa růstu THFK nežli HDP (v období ekonomické expanze), mohlo by to poukazovat na změnu charakteru ekonomického růstu. Tuto úvahu podporuje i fakt, že nechybělo mnoho a rok 2004 by také spadl do kategorie „atypických“. V tomto roce převýšil růst THFK růst HDP o pouhých 5 desetin p. b., přičemž v druhé polovině roku bylo tempo THFK již nižší než u HDP.

- ***Souvislost přímých zahraničních investic a tvorby hrubého fixního kapitálu není v posledních letech patrná***

Přímé zahraniční investice jsou bezesporu důležitým faktorem ovlivňujícím investiční aktivitu, avšak ze statistik nelze určit jejich přímý vliv, který by se bezprostředně odrazil ve vývoji THFK. Navíc v posledních letech se vývoj obou veličin poněkud rozcházel a nelze vystopovat jasnější souvislost. V roce 2003 došlo k rapidnímu propadu v přílivu PZI, stejně jako v tempu růstu investic. V roce 2004 pak byly hodnoty PZI stále podprůměrné, ale přesto THFK vykazoval solidní zvýšení tempa růstu. Naopak tomu bylo v roce 2005, kdy objem PZI opět narostl (zhruba na dvojnásobek oproti roku 2004), avšak tempo růstu THFK se zpomalilo. Svou roli v těchto souvislostech hrají zřejmě i časová zpoždění mezi zahraničními investicemi a jejím případným vlivem na THFK.

- ***Konjunkturální salda neposkytují příliš detailní pohled***

Investiční klima, které je reflektováno v saldech konjunkturálních průzkumů, z dlouhodobého hlediska dobře vystihuje vývoj THK (korelační koeficient mezi tempem růstu THK a konjunkturálním saldem souhrnného indikátoru je  $0,74$ ). Vztah k vývoji THFK je v případě souhrnného indikátoru o něco slabší ( $0,5$ ). Lépe pak vystihuje vývoj THFK konjunkturální saldo ve stavebnictví ( $0,63$ ). V posledních letech však dochází k oslabení tohoto vztahu (korelační koeficient mezi THFK a saldem souhrnného indikátoru je za léta 2000-2005 již pouze  $0,3$ ). Navíc pokles temp růstu THFK v roce 2004 nebyl v konjunkturálních saldech vůbec indikován a následný obrát k lepšímu v půlce roku 2005 jen mírně. Zdá se tedy, že konjunkturální salda, jakožto ukazatele nálady v ekonomice, dávají relativně dobrý náhled na obecnou tendenci vývoje, ale pro detailnější odhad již nestačí.

<sup>1</sup> Je nutné brát v úvahu, že korelace nenapovídá nic o kauzalitě. V období recese investice jistě reagovaly (stejně jako úrokové míry vlivem restriktivní měnové politiky) na nepříznivý makroekonomický vývoj a nelze tedy mezi oběma veličinami hledat přímočarý vztah.

• **Vliv investic na hospodářský růst záleží na jejich objemu ...** Míra investic (podíl THFK na HDP ve s. c. roku 2000) se v průběhu sledovaného období změnila jen mírně (od roku 1995 klesla o 0,3 p. b. na 28,5 % v roce 2005). Tato hodnota je přitom mírně podprůměrná jak dlouhodobě, tak střednědobě. V běžných cenách vyjádřená míra investic pokračovala v sestupné tendenci a blíží se k 25 %, což je o 6 p. b. méně než v roce 1995. Tento vývoj poukazuje na pomalejší růst cen fixního kapitálu oproti deflátoru HDP.

• **... a také na jejich efektivnosti** Efektivnost investic vyjádřená pomocí ukazatele ICOR<sup>2</sup> (Incremental Capital Output Ratio), který je sestavován pro některé země OECD, vyjadřuje kolik jednotek investic připadá na zvýšení HDP o jednotku. Je nutné poukázat na jeho nedostatky v podobě nezohlednění časových zpoždění vlivu investic na HDP, avšak i tak slouží přinejmenším jako zajímavý indikátor struktury HDP (zejména pak při mezinárodním srovnání). Pokud zohledníme časovou prodlevu mezi učiněním investice a jejím dopadem na HDP, vychází tento upravený ICOR (kdy uvažované investice jsou z předchozího roku) v průměru o 0,5 nižší.

Ukazatel ICOR v roce 2005 výrazně poklesl na hodnotu 5,0, což je historické minimum od roku 1996. Příčina takového zvratu tkví nejvíce ve zrychleném hospodářském růstu. Právě v tomto kontextu (kdy primárním tahounem růstu nejsou investice) lze však těžko interpretovat loňský vývoj jako zlepšení investiční efektivnosti.

• **Také v mezinárodním srovnání je vývoj roku 2005 poněkud atypický** Zatímco růst HDP byl nejvyšší mezi srovnávanými zeměmi, tak růst THFK se pohyboval lehce pod průměrem. Zároveň se potvrzuje výjimečnost loňského vývoje THFK v české ekonomice tím, že spolu s Německem byla česká ekonomika jediná, která vykázala nižší růst THFK nežli růstu HDP. Německo však prochází stagnací a nižší růst THFK nežli HDP není tedy tolik atypický.

Německo (a Slovensko) zároveň vykázalo pozitivní změnu tvorby zásob. Nárůst zásob může znamenat optimistické vyhlídky firem, které se chtějí předzásobit, nebo se jedná o kumulaci neprodaného zboží. V případě Slovenska, kde hospodářský růst dosáhl 6 %, lze předpokládat první případ. Naopak tomu zřejmě bude v Německu. Česká republika zaznamenala pokles tvorby zásob.

• **Míra investic je mezinárodně velmi vysoká** Míra investic je ze všech srovnávaných zemí nejvyšší. K 30% hranici se přibližují jen další dvě tranzitivní ekonomiky (Maďarsko a Slovensko). Naopak tomu je u vyspělých států, které vykazují míry investic okolo 20 %. Zajímavé je, že Česká republika spolu s Polskem zaznamenala nejmenší změnu míry investic v s. c. (v případě ČR se jedná o mírný pokles, v Polsku pak o mírný nárůst). V USA, EU-15, Velké Británii a Maďarsku míra investic narostla v průměru o zhruba 3 p. b., zatímco v Německu a na Slovensku míra investic poklesla o 2, resp. 3 p. b. Vyjádřeno v běžných cenách se však míra investic v České republice již tolik nevymyká. Z minulých studií vyplývá, že největší vliv na vysokou investiční míru v České republice mají především rozdílné cenové relace. Při výpočtu míry investic v paritách kupních sil se již míra investic české ekonomiky přibližuje hodnotám vyspělých ekonomik.

Při porovnání měř investic vypočtených ve stálých a běžných cenách získáme cenový poměr HDP (deflátoru) a investic. Ze všech srovnávaných zemí má Česká republika (spolu s Maďarskem) tento poměr nejvyšší (v roce 2005 1,12), což naznačuje, že ceny investičních statků rostou pomaleji (v porovnání s cenami v celé ekonomice) než v okolních zemích. Tento vývoj by mohl být lákadlem pro zahraniční investory, jelikož příznivý cenový vývoj činí české investiční statky „konkurenceschopnějšími“. Nejnižší poměr vykázaly USA a EU-15. Z transformačních zemí pak Slovensko (1,05). Irsko naopak vykázalo tento poměr nižší než 1 (0,94), což značí rychlejší růst cen investičních statků, než deflátoru HDP.

<sup>2</sup> Pro Českou republiku OECD nezveřejnila celou časovou řadu, nicméně lze tento ukazatel dopočítat pomocí následujícího vzorce:  $ICOR = \text{Investice} / \Delta \text{HDP}$ .

**Tab. č. 2.2.1 Mezinárodní srovnání (rok 2005)**

s. c. roku 2000

	Tempa růstu v %			Míra investic v %*	ICOR
	THFK	THK	HDP		
EU-15	2,7	2,4	1,5	20,1 (19,7)	13,6
Česká republika	3,6	2,9	6,1	28,6 (25,5)	5,0
Německo	-0,2	1,2	1,0	18,5 (17,1)	19,4
Irsko	13,1	8,7	4,7	25,2 (26,9)	5,0
Maďarsko	6,6	-0,2	4,1	26,2 (23,2)	7,2
Polsko	6,1	-0,3	3,2	19,6 (18,1)	5,7
Slovensko	13,8	15,3	6,1	27,2 (26,0)	4,1
Velká Británie	3,2	1,1	1,8	17,3 (16,6)	9,3
USA	7,3	...	3,5	20,3 (19,9)	5,6

Pramen: ČSÚ, Eurostat

\*) Hodnoty v závorkách jsou v b. c.

• **ICOR české ekonomiky je i mezinárodně na nízké úrovni**

Mezinárodně vykazuje o něco lepší ICOR než Česká republika jen Slovensko. Stejnou hodnotu jako v české ekonomice nalezneme u Irska. V případě Slovenska je to dáno podobně vysokým tempem růstu jako u české ekonomiky. Naproti tomu Irsko dosahuje nízkých hodnot ICOR spíše nižší mírou investic (byť ekonomický růst byl rovněž zdravý). Naopak nejhorší ICOR vykazují státy s nízkým hospodářským růstem.