národní
úložiště
šedé
literatury

Globální ekonomický výhled - leden 2017

Česká národní banka
2017

Dostupný z http://www.nusl.cz/ntk/nusl-263310

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 19.04.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

2017

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

I. Shrnutí 2

II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích 3

II.1 Eurozóna 3
II.2 Německo 4
II.3 Spojené státy 5
II.4 Spojené království 6
II.5 Japonsko 6

III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC 7

III.1 Čína 7
III.2 Indie 7
III.3 Rusko 8
III.4 Brazílie 8

IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů 9

IV.1 Vyspělé země 9
IV.2 Země skupiny BRIC 10

V. Vývoj na komoditních trzích 11

V.1 Ropa a zemní plyn 11
V.2 Ostatní komodity 12

VI. Zaostřeno na... 13

Fenomén rovnovážných reálných úrokových sazeb – dočasnost nebo trvalost jejich poklesu? 13

A. Přílohy 19

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017 19
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017 19
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny 20
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny 21
A5. Seznam zkratek použitých v GEVu 22

Datum uzávěrky dat
13. ledna 2017

Sběr dat CF
9. ledna 2017

Datum publikace GEVu
20. ledna 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: 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 prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.
Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a 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.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břízová	Oxana Babecká	Tomáš Adam	Filip Novotný
Garant I. Shrnutí VI. Zaostřeno na...	Editorka II.4 Spojené království VI. Zaostřeno na...	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	II.1 Eurozóna	II.2 Německo

Soňa Benecká	Iveta Polášková	Jan Hošek
II.3 Spojené státy III.1 Čína VI. Zaostřeno na...	II.5 Japonsko III.2 Indie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity

I. SHRNUTÍ

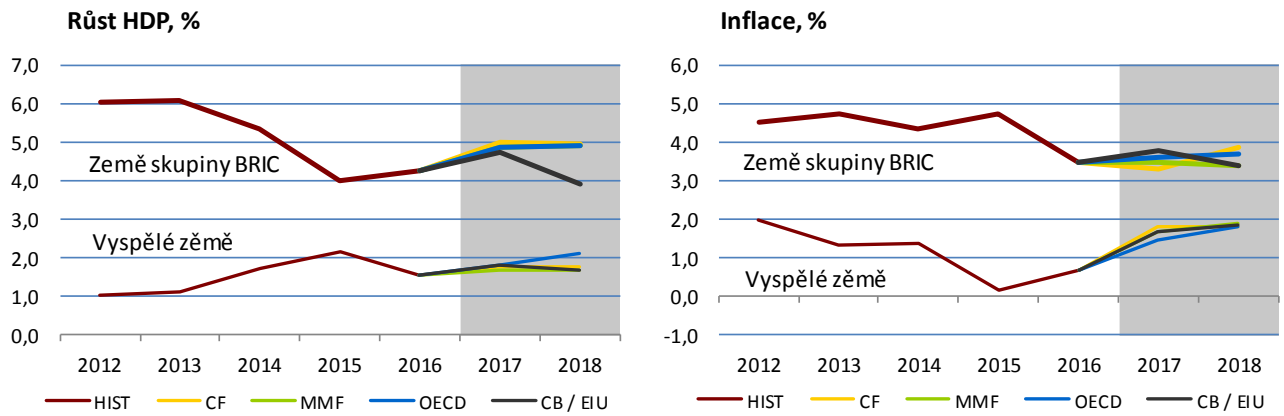
První letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Od tohoto čísla nově zařazujeme do našeho pravidelného monitoringu Spojené království, a to nejen vlivem jedné z nejočekávanějších událostí letošního roku, kterou by měla být faktická realizace brexitu. V tomto čísle je naše pozornost analyticky zaostřena na jeden z nejdiskutovanějších fenoménů současnosti, a to na pokles rovnovážných reálných úrokových sazeb v globální ekonomice. V článku představujeme jak směr úvah vysvětlujících fenomén nízkých úrokových sazeb strukturálními změnami – hovořící spíše pro trvalost jejich poklesu, tak názorový proud argumentující spíše pro jejich dočasný pokles, jenž se opírá o existenci cyklických výkyvů vznikajících zejména vlivem finančního cyklu.

Výhledy globálního ekonomického vývoje na rok 2017 a 2018 jsou oproti minulému roku optimističtější. Světová ekonomika by měla (zejména díky vývoji v asijsko-pacifickém regionu) v letošním roce růst 2,8% tempem, jež by se mělo v roce 2018 ještě nepatrně zvýšit na 2,9 %. Z vyspělých ekonomik bude dosahovat robustního hospodářského růstu nad 2% úrovní ekonomika Spojených států, a to i přes nedávné a v budoucnosti pravděpodobně i další zpřísnění měnové politiky. Výkonnost ekonomiky eurozóny by se měla v následujících dvou letech ustálit kolem 1,5% úrovně, přičemž velmi podobné výkonnosti dosáhne i její nejsilnější ekonomika – Německo. Solidní hospodářský růst v rámci zemí G7 by si měla udržet i Kanada, naopak na Velkou Británie dolehne negativně vliv realizace brexitu, který její růstové vyhlídky posouvá viditelně pod 2% úroveň hospodářského růstu očekávaného pro rok 2016. Japonskou ekonomiku čeká v následujících létech mírné zpomalování, ekonomická výkonnost se bude pohybovat kolem 1 %. Vývoj inflace je v drtivé většině vyspělých zemí pro letošní rok očekáván stále pod obecnou 2% referenční hladinou, v roce 2017 by jí mělo dosáhnout jen několik málo zemí (Spojené státy, Kanada, Spojené království).

Výhledy rozvíjejících se zemí zastoupených skupinou BRIC zůstávají pro následující dva roky stále nesourodé. Na jedné straně Čína a zejména Indie vykazují silnou ekonomickou dynamiku, která však u čínské ekonomiky postupně slábne k úrovni 6% růstu a u indické v poslední době také trochu škobrtá, byť stále kolem vysoké, 7% úrovně. Poslední predikce cenového výhledu pro Čínu a Indii předpokládají do konce roku 2018 lehce vyšší než 2%, respektive 5% cenový růst. Ostatní dvě ekonomiky skupiny BRIC, tj. Rusko a Brazílie, jsou na tom a nadále budou o poznání hůře. Na rozdíl od Indie a Číny zůstaly Brazílie i Rusko v loňském roce v recesi a jejich růstové vyhlídky pro rok 2017 jen mírně převýší 1% hranici. Dobrou zprávou pro tyto země je, že by se jim mělo podařit v letošním roce udržet inflaci na hodnotách 5–6 %.

Výhledy úrokových sazeb setrvají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné předpokládat jejich znatelnější růst do konce roku 2017. V případě Spojených států lze naopak předpokládat, že během letošního roku dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně posilovat vůči všem sledovaným měnám, s výjimkou brazilského realu, vůči němuž by měl posílit výrazněji. Průměrná cena ropy Brent by měla být v letošním i příštím roce cca 57 USD/barel. Ceny průmyslových kovů by se měly v ročním horizontu mírně snižovat, naopak mírně zvýšení cen lze očekávat u potravinářských komodit.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích



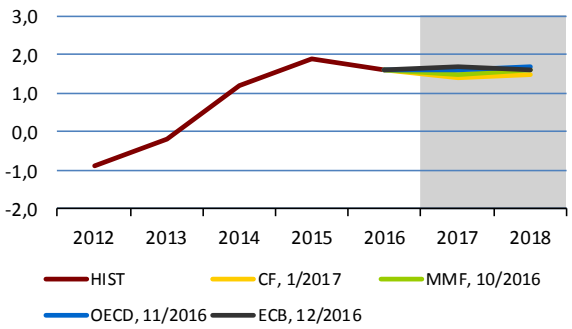
Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

V eurozóně pokračovalo v posledním čtvrtletí 2016 pozvolné hospodářské oživení, na jehož výhled působí značná politická nejistota. Koincidenční a předstihové ukazatele ze závěru roku vyznívají příznivě i přes nejistotu spojenou s brexitem, výsledkem amerických voleb a referenda v Itálii. Průmyslová produkce v listopadu zaznamenala solidní nárůst (meziročně o 3,2 %), přičemž výkon průmyslu byl silný napříč zeměmi eurozóny. Maloobchodní tržby ve stejném měsíci mírně poklesly z vysoké říjnové hodnoty a jejich meziroční nárůst se udržel nad 2 %. Nezaměstnanost setrvala na pětiletém minimu (9,8 %), kterého dosáhla v říjnu. Ukazatele spotřebitelské důvěry výrazně rostly a ve prospěch zrychlujícího výkonu ekonomiky vyznívá i prosincový PMI ve zpracovatelském průmyslu (54,9). Zdá se tedy, že politická nejistota zatím neměla vliv na růst ekonomiky, nicméně rizika s ní související mohou působit na revize výhledů směrem dolů. K revizi ve stejném směru může vést i rychlejší růst cen ropy, potažmo vyšší inflace, které by vedly k nižší kupní síle domácností. CF odhaduje růst eurozóny v loňském roce na 1,5 % a podobnou hodnotu očekává, stejně jako ostatní instituce, v letošním i příštím roce. Výhledy napříč zeměmi jsou nicméně značně heterogenní (viz graf na následující straně).

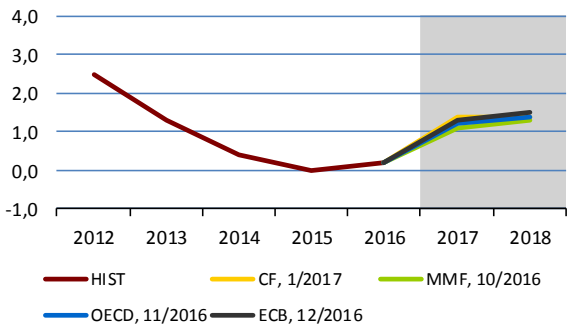
Inflace v eurozóně na konci roku 2016 rostla, inflačního cíle ECB by ale v příštím roce ještě neměla dosáhnout. Celková inflace v prosinci oproti listopadu podle prvního odhadu zrychlila o 0,5 p. b. na 1,1 %. Tento nárůst byl způsoben především kladným příspěvkem cen energií, vedle toho jádrová inflace vzrostla ve stejném období pouze o 0,1 p. b. na 0,9 %. Ceny výrobců v listopadu po více než třech letech z titulu cen energií meziročně vzrostly a v následujících měsících tak budou působit na růst celkové inflace spotřebitelských cen. Její hodnoty ale v letošním a příštím roce dle sledovaných výhledů zůstanou mezi 1,1 a 1,5 %. Výnosy dluhopisů v eurozóně v závěru roku, podobně jako v ostatních ekonomikách, rostly a jejich výhled je mírně rostoucí. Vedle toho tržní výhledy 3M euriboru zůstávají na celém sledovaném horizontu v záporných hodnotách.

Růst HDP, %



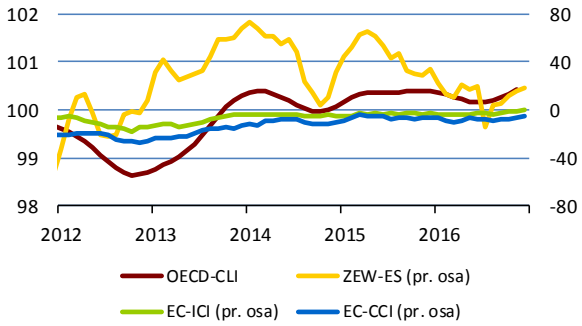
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,4	1,5	1,6	1,7
2018	1,5	1,6	1,7	1,6

Inflace, %



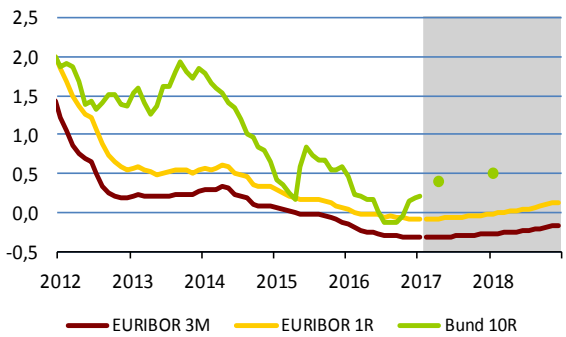
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,4	1,1	1,2	1,3
2018	1,4	1,3	1,4	1,5

Předstihové ukazatele



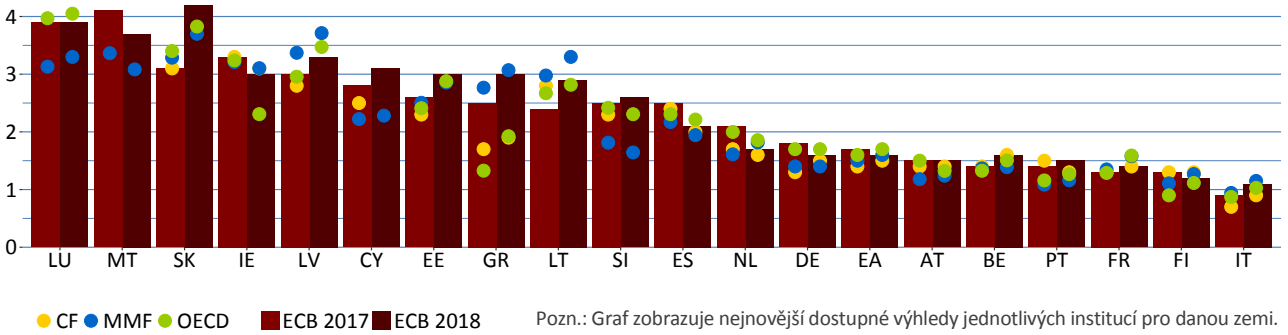
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
10/16	100,3	12,3	-0,6	-8,0
11/16	100,4	15,8	-1,1	-6,2
12/16		18,1	0,1	-5,1

Úrokové sazby, %



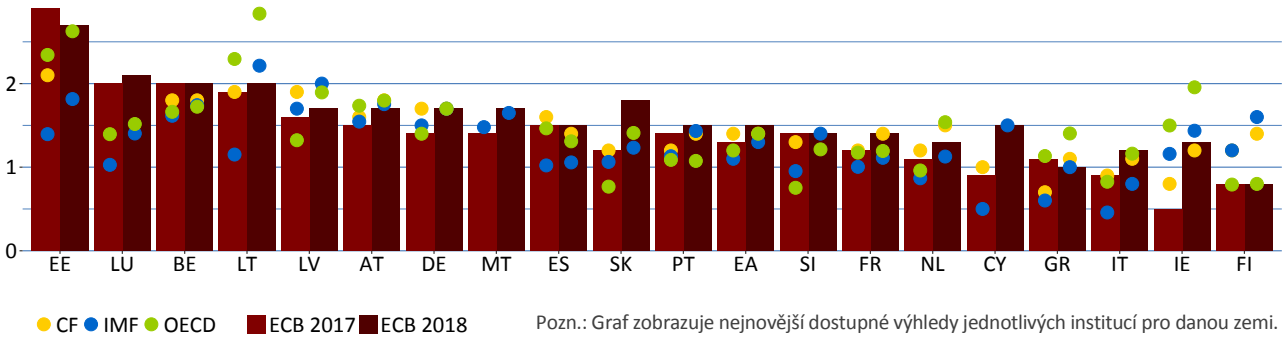
	12/16	01/17	04/17	01/18
3M EURIBOR	-0,32	-0,32	-0,32	-0,27
1Y EURIBOR	-0,08	-0,09	-0,07	-0,02
10Y Bund	0,20	0,21	0,40	0,50

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %

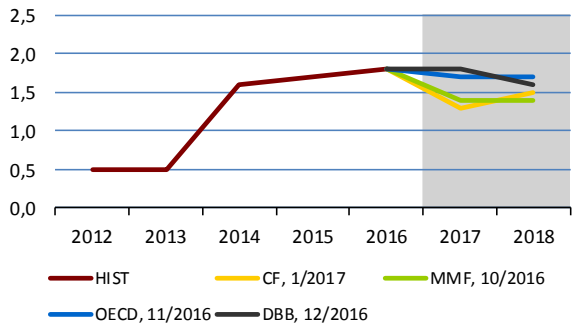


Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

II.2 Německo

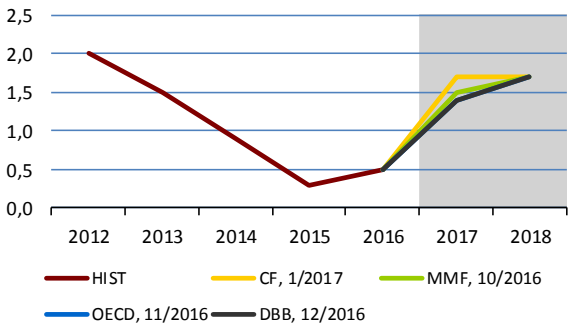
V letošním roce se očekává zpomalení růstu HDP v Německu. Míra tohoto zpomalení se však napříč jednotlivými sledovanými institucemi liší. CF již několik měsíců v řadě předpokládá nejnižší tempo růstu HDP, naopak nejoptimističtější je Bundesbanka. V roce 2018 by potom v průměru za všechny sledované instituce měl růst HDP dosáhnout 1,6 %. V minulém roce přitom vzrostla německá ekonomika o 1,9 %, když hlavním zdrojem růstu byla domácí poptávka, a to jak soukromá, tak vládní. Na dobrou kondici německé ekonomiky ukazují i předstihové indikátory IFO a ZEW, které se v prosinci vyvíjely příznivě. Nad očekávání se zvýšil také PMI ve zpracovatelském průmyslu. V ekonomice se začaly projevovat inflační tlaky, když ceny průmyslových výrobců v listopadu poprvé po více než třech letech meziročně mírně vzrostly. Inflace spotřebitelských cen se v prosinci dokonce více než zdvojnásobila na 1,7 %. CF proto zvýšil její výhled na letošní rok.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,3	1,4	1,7	1,8
2018	1,5	1,4	1,7	1,6

Inflace, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,7	1,5	1,4	1,4
2018	1,7	1,7	1,7	1,7

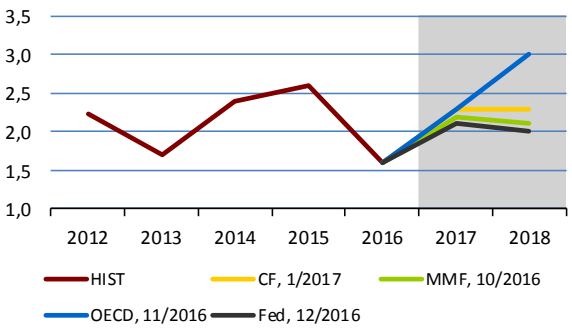
II.3 Spojené státy

V souladu s očekáváními na finančních trzích Fed v prosinci přistoupil ke zvýšení pásma základních úrokových sazeb na 0,5 až 0,75 %. Centrální banka rovněž oznámila, že reinvestice splatných dluhopisů budou i nadále pokračovat. K ukončení reinvestic se přistoupí až poté, co bude vytvořen dostatečný měnověpolitický prostor, který by umožnil reakci v případě nečekaného zpomalení hospodářského růstu. Z pohledu Fedu je růst americké ekonomiky dostatečně silný a inflace se stabilně zvyšuje. Přehodnocen byl i makroekonomický výhled pro rok 2017, kdy se místo dvou zvýšení sazeb očekávají tři (celkem o 75 b. b.). Podobný vývoj pásma základních sazeb pak očekávají také analytici CF. Ekonomický výhled však mohou ovlivnit plánové změny v rozpočtové politice po nástupu D. Trumpa do funkce prezidenta (zejména vyšší výdaje na infrastrukturu, snižování daní a změny v oblasti zahraničního obchodu). Avizované změny přispěly v závěru roku 2016 k většímu optimismu na finančních trzích, a tedy i k růstu akciových trhů či posílení amerického dolaru vůči ostatním měnám.

Trh práce doznal dalšího zlepšení, pozitivně překvapil zejména nárůst mezd. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v prosinci 156 tisíc, zatímco míra nezaměstnanosti se nepatrně zvýšila (na 4,7 %). Průměrná hodinová mzda meziročně vzrostla o 2,9 %. Vývoj na trhu práce se pak odrazil v nárůstu optimismu spotřebitelů v závěru roku 2016. Meziroční růst maloobchodních prodejů dosáhl v listopadu solidních 3,8 %, zatímco meziroční propad průmyslové produkce se opět zmírnil (-0,6 %). Předstihový indikátor PMI dosáhl v prosinci nejvyšší hodnoty za poslední dva roky (54,7).

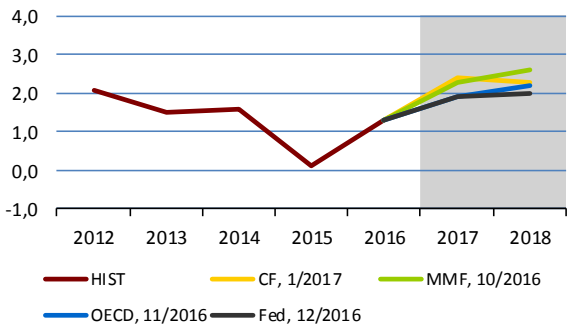
Listopadové údaje za inflaci potvrdily stabilní nárůst inflačních tlaků v americké ekonomice. Celková meziroční inflace spotřebitelských cen vzrostla na 1,7 %, zatímco jádrová inflace zůstala na říjnové úrovni (2,1 %). Kromě vyššího nájemného se na cenovém vývoji projevuje právě zlepšení na trhu práce. Lednový CF nepřinesl změny ve výhledu oproti minulému měsíci, zatímco předpověď Fedu ohledně růstu HDP v roce 2017 se posunula mírně nahoru.

Růst HDP, %



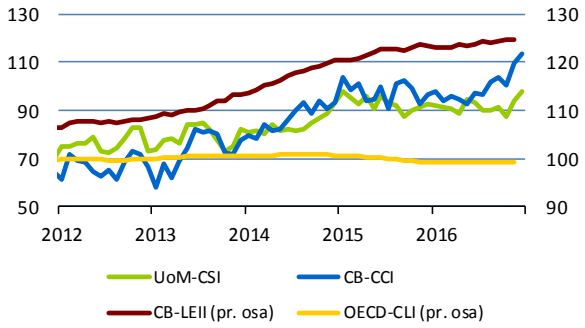
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,3	2,2	2,3	2,1
2018	2,3	2,1	3,0	2,0

Inflace, %



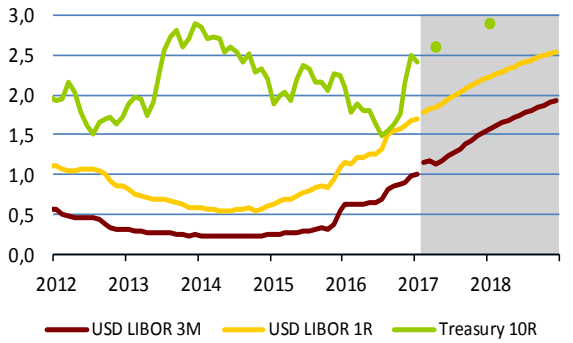
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,4	2,3	1,9	1,9
2018	2,3	2,6	2,2	2,0

Předstihové ukazatele



	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
10/16	87,2	100,8	124,6	99,3
11/16	93,8	109,4	124,6	99,4
12/16	98,2	113,7		

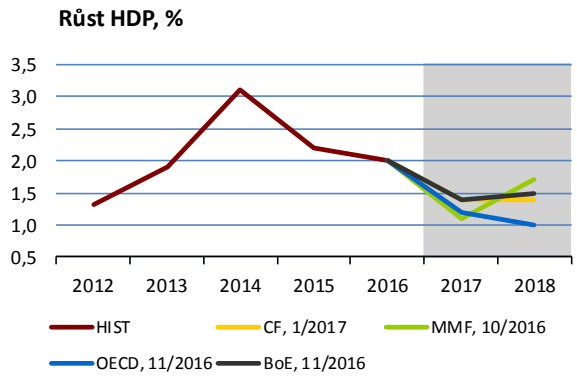
Úrokové sazby, %

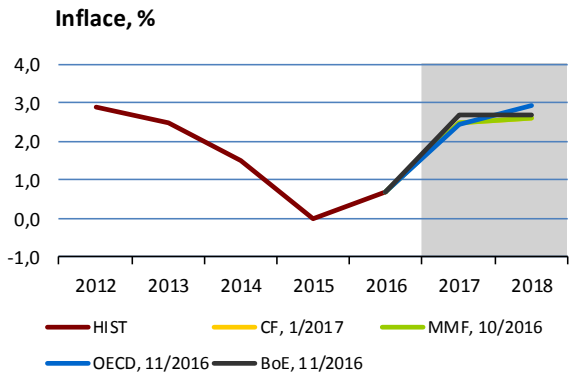


	12/16	01/17	04/17	01/18
USD LIBOR 3M	0,98	1,01	1,12	1,58
USD LIBOR 1R	1,67	1,67	1,85	2,22
Treasury 10R	2,49	2,41	2,60	2,90

II.4 Spojené království

Výsledek červnového referenda britskou ekonomiku navzdory původním obavám v bezprostředně následujících měsících nezpomalil. HDP vzrostl ve třetím čtvrtletí meziročně o 2,2 % (nejvyšší hodnota za poslední rok a čtvrt). Mezičtvrtletní dynamika se udržela na 0,6 %, když ji podporoval růst spotřeby domácností i soukromých investic. Opačným směrem působil pokles čistého vývozu, jemuž nezabránilo ani prudké oslabení libry. Poslední data nicméně naznačují, že v závěru loňského roku růst ekonomiky zřejmě mírně zpomalil. Prosincový CF tak odhaduje, že za celý loňský rok vzrostla britská ekonomika o 2 %. Zatímco nákupní manažeři jsou ohledně budoucího vývoje optimističtí (PMI ve službách i v průmyslu cca 56 bodů), CF předpovídá pro následující dva roky zpomalení tempa růstu HDP na 1,4 %. Inflace dosáhla v listopadu 1,2 % a očekává se, že v důsledku slabé libry se bude dále zvyšovat. Letos i příští rok se tak bude pohybovat znatelně nad 2% cílem BoE.



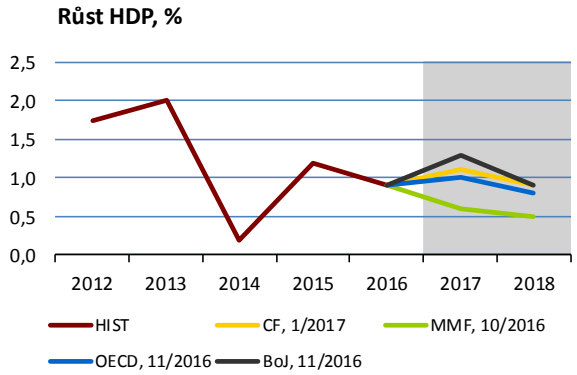


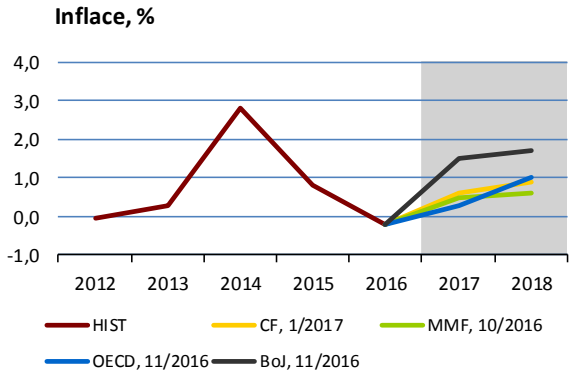
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	1,4	1,1	1,2	1,4
2018	1,4	1,7	1,0	1,5

	CF	MMF	OECD	BoE
2017	2,5	2,5	2,4	2,7
2018	2,6	2,6	2,9	2,7

II.5 Japonsko

Situace v japonském hospodářství byla na konci roku 2016 příznivá. Průmyslová výroba v listopadu vzrostla, zejména díky produkci elektrických a dopravních zařízení. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci zvýšil a dle hodnocení nákupních manažerů roste v tomto odvětví výstup, nové objednávky, export i zaměstnanost. Maloobchodní tržby se v listopadu meziročně zvýšily i díky nepatrnému nárůstu mezd, naopak výdaje domácností klesly a nezaměstnanost lehce vzrostla na 3,1 %. Spotřebitelská důvěra se však v prosinci zlepšila v rámci všech kategorií. Lednový CF očekává v roce 2017 nepatrně lepší růst japonské ekonomiky (o 0,1 p. b.). Inflace v listopadu zrychlila na 0,5 % a podporoval ji především růst cen čerstvých potravin. Bank of Japan ponechala na svém prosincovém zasedání nastavení měnově politiky beze změny. CF v lednu zvýšil o 0,1 p. b. předpověď inflace pro letošní rok.



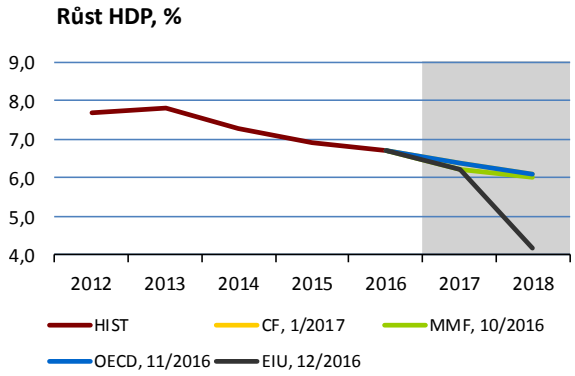


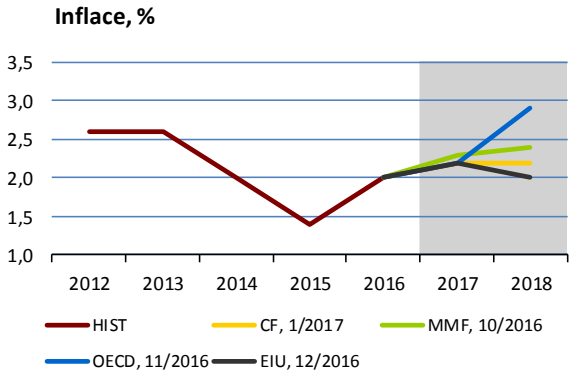
	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	1,1	0,6	1,0	1,3
2018	0,9	0,5	0,8	0,9

	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	0,6	0,5	0,3	1,5
2018	0,9	0,6	1,0	1,7

III.1 Čína

Oficiální cíl růstu HDP Číny je pro rok 2017 v pásmu 6,5 až 7 %, přičemž celá řada indikátorů naznačuje, že aktuální hodnota se bude blížit spíše spodní hranici pásma. Výzvou pro vládu bude zvládnout zadlužení, kapitálový odliv a spekulativní bubliny bez ohrožení domácích podniků a spuštění série bankrotů. Již v závěru roku 2015 čelila země podstatnému odlivu kapitálu, a tedy i tlaku na oslabení domácí měny vůči dolaru. Následovala celá řada administrativních opatření s cílem kontrolovat či omezit transfer peněz do zahraničí (schvalování vyšších částek při převodu do zahraničí, vyšší zápůjční náklady v Hong Kongu). Již šest měsíců v řadě klesají devizové rezervy. Od začátku roku 2017 také centrální banka změnila složení indikátoru CFETS, kterým monitoruje kurz renminbi. Index nově zahrnuje 24 měn (místo 13) a váha dolaru klesla na 22,4%. Výrazné oslabení RMB vůči USD tak bude v indexu reflektováno méně. Lednový CF očekává zpomalení růstu HDP v následujících dvou letech při stabilní inflaci.



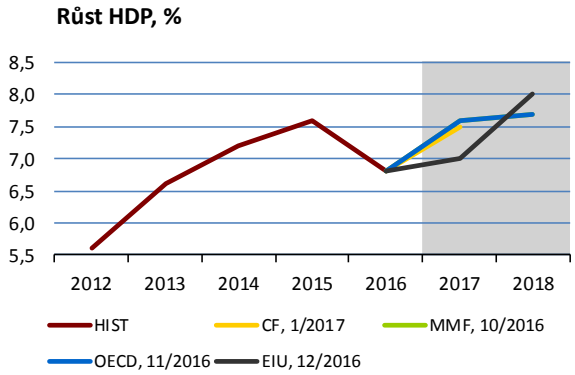


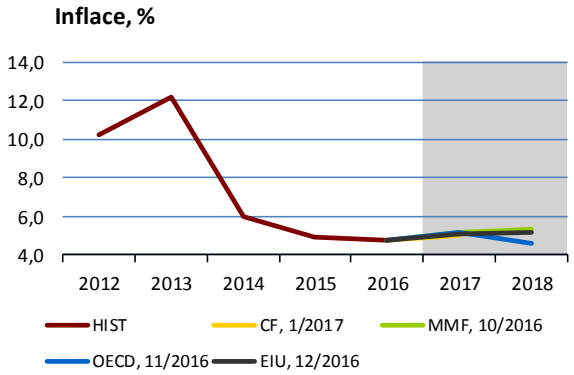
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	6,4	6,2	6,4	6,2
2018	6,1	6,0	6,1	4,2

	CF	MMF	OECD	EIU
2017	2,2	2,3	2,2	2,2
2018	2,2	2,4	2,9	2,0

III.2 Indie

Indická průmyslová produkce v listopadu významně meziročně vzrostla díky nárůstu výroby ve zpracovatelském průmyslu a energetice a také vyšší produkci v odvětví těžby. PMI ve zpracovatelském průmyslu však v prosinci klesl do pásma kontrakce. V dynamice výstupu, nových objednávkách i exportu se podle hodnocení nákupních manažerů neblaze projevila probíhající demonetizace v zemi. Ta se odrazila rovněž v prosincovém nárůstu nezaměstnanosti. Indie by měla být i letos nejrychleji rostoucí velkou ekonomikou světa. Nečekané zrušení platnosti bankovek vyšší hodnoty se sice projevilo ve snížení výhledů EIU a Světové banky pro aktuální fiskální rok (končící v březnu 2017) i ten nadcházející, z dlouhodobého hlediska by nicméně mělo mít na indickou ekonomiku pozitivní dopady. Inflace se v prosinci dále snížila, na 3,4 %, když nadále zpomaloval růst cen potravin. Dle predikcí CF a EIU by se v tomto a příštím fiskálním roce měla inflace pohybovat okolo 5 %.



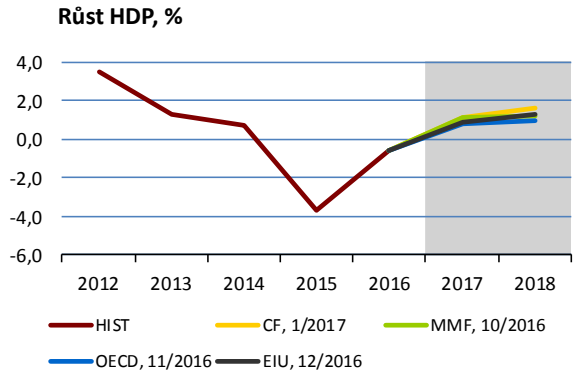


	CF	MMF	OECD	EIU
2017	7,5	7,6	7,6	7,0
2018		7,7	7,7	8,0

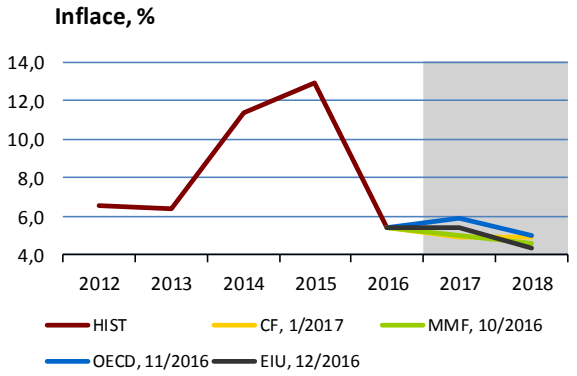
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	5,0	5,2	5,2	5,1
2018		5,3	4,6	5,2

III.3 Rusko

Pro rok 2016 CF ještě očekává pokles HDP Ruska (o 0,6 %), ovšem méně dramatickou v porovnání s rokem 2015, kdy HDP klesl o 3,5 %. Letos už by mělo dojít k obnovení ekonomického růstu. Vývoj nejnovějších krátkodobých a předstihových ukazatelů tuto hypotézu většinou podporuje. Listopadový výstup v průmyslu i v jeho zpracovatelské části meziročně rostl 2,7%, respektive 2,5% tempem. Reálná mzda se v témže měsíci zvýšila meziročně o 1,7 %. Podpořen příznivým vývojem pokračoval Markit PMI v prosinci ve vzestupu jak ve zpracovatelském průmyslu (na 53,7), tak ve službách (na 56,6), kde dokonce rostl nejrychlejším tempem za poslední čtyři roky. Vlivem růstu cen ropy (v důsledku dohody zemí OPEC o omezení těžby) posílil ruský rubl v posledních týdnech na zhruba 60 RUB/USD. Pro letošní rok CF a EIU očekávají 0,9–1,1% růst HDP; inflace k prosinci by se měla pohybovat v rozmezí 4,9–5,4 %.



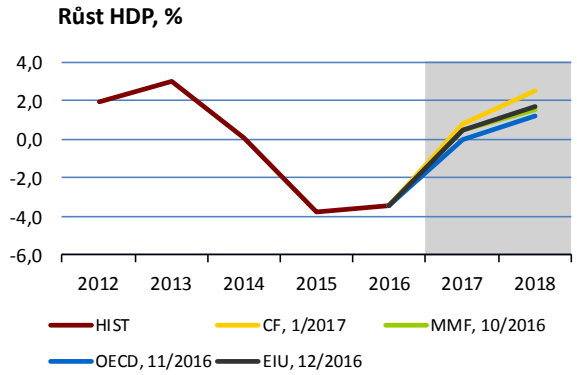
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	1,1	1,1	0,8	0,9
2018	1,6	1,2	1,0	1,3



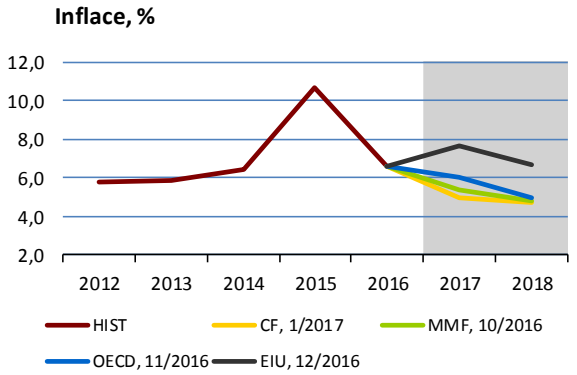
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	4,9	5,0	5,9	5,4
2018	4,9	4,6	5,0	4,4

III.4 Brazílie

Tempo propadu brazilského HDP v loňském roce bude pravděpodobně jen o něco mírnější než v roce 2015 a podle CF dosáhne celoročně 3,4 %. Letos by se ekonomická situace měla zlepšovat a ekonomický růst se, stejně jako v případě Ruska, vrátí ke kladným hodnotám. CF a EIU odhadují pro letošní rok 0,5–0,8% růst HDP a v příštím roce očekávají jeho zrychlení na 1,7–2,5 %. V reakci na přetrvávající recesi bankovní rada brazilské centrální banky (Copom) na konci první lednové dekády jednomyslně snížila sazbu SELIC o 0,75 b. b. na 13,0 %. Snížení bylo výraznější, než se původně očekávalo (0,50 b. b., Reuters). Agresivní snížení úrokové sazby by mělo poskytnout ekonomice impuls k zotavení. Zároveň centrální banka snížila výhled inflace pro letošní rok na 4,0 %, tj. 0,5 p. b. pod úroveň inflačního cíle, a v roce 2018 očekává další snížení na 3,4 %. Nejnovější výhledy CF a EU počítávají prozatím s vyšší inflací: 5,0–7,7 % v roce 2017 a 4,7–6,7 % příští rok.



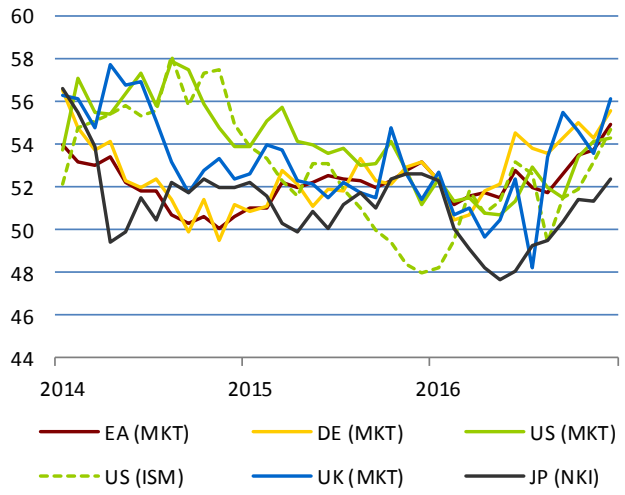
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	0,8	0,5	0,0	0,5
2018	2,5	1,5	1,2	1,7



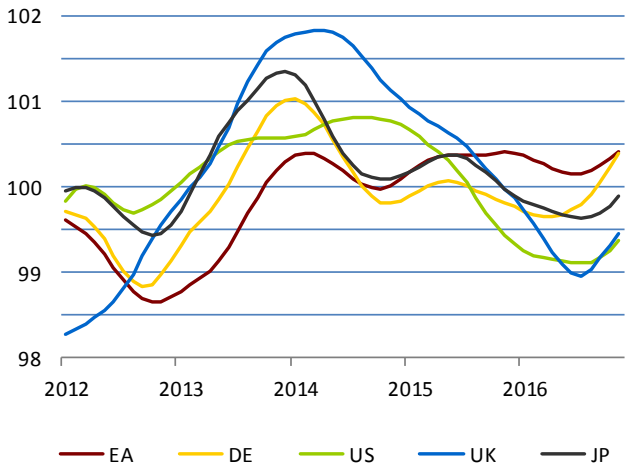
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	5,0	5,4	6,0	7,7
2018	4,7	4,8	5,0	6,7

IV.1 Vyspělé země

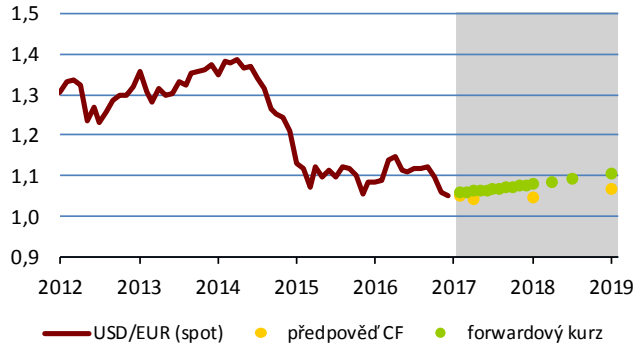
PMI v průmyslu



OECD CLI

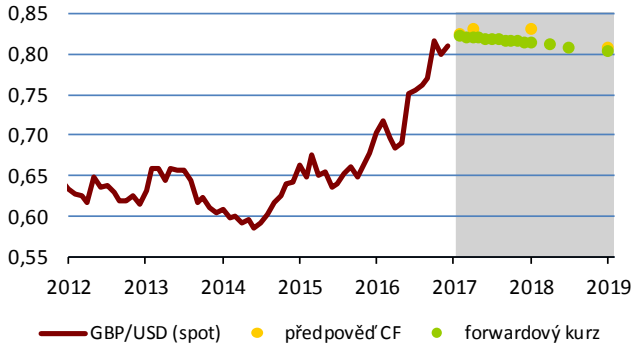


Americký dolar (USD/EUR)



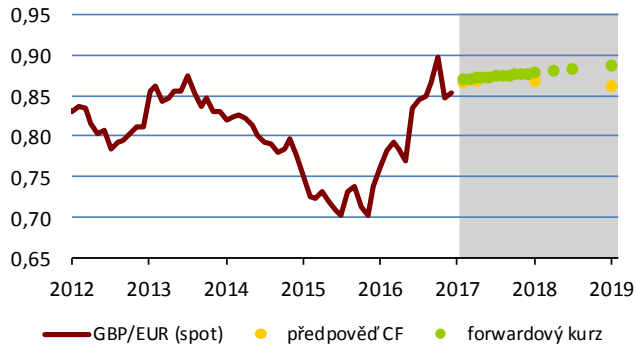
	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	1,056				
předpověď CF		1,049	1,043	1,045	1,067
forwardový kurz		1,059	1,062	1,079	1,105

Britská libra (GBP/USD)



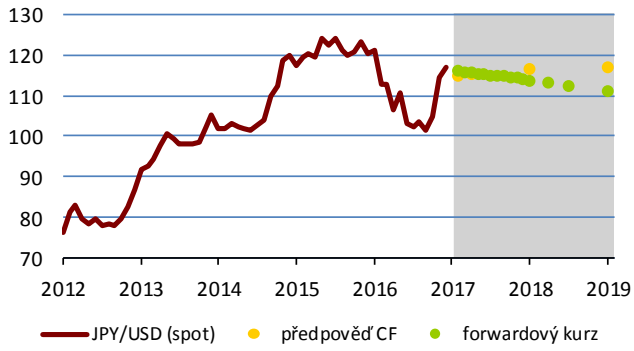
	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	0,823				
předpověď CF		0,824	0,831	0,831	0,807
forwardový kurz		0,822	0,820	0,814	0,803

Britská libra (GBP/EUR)



	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	0,869				
předpověď CF		0,865	0,867	0,869	0,861
forwardový kurz		0,870	0,871	0,878	0,887

Japonský jen (JPY/USD)

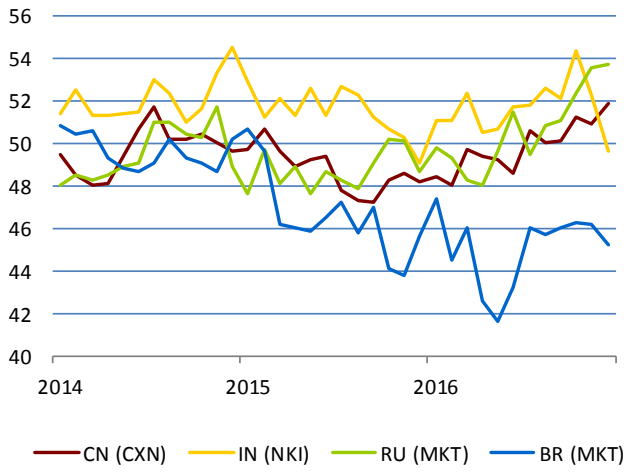


	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	116,5				
předpověď CF		114,9	115,4	116,6	116,9
forwardový kurz		115,9	115,5	113,8	110,9

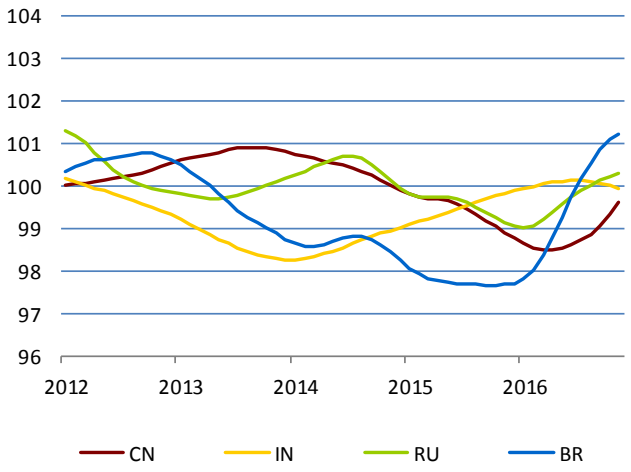
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

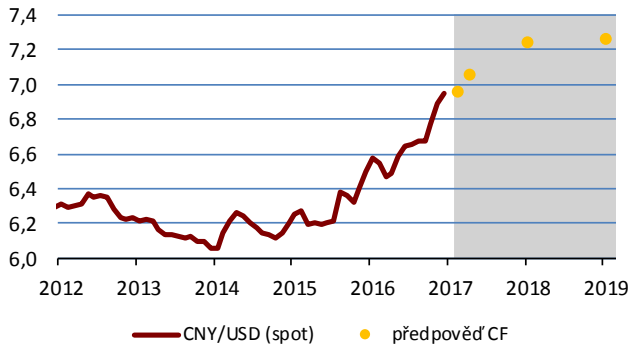
PMI v průmyslu



OECD CLI

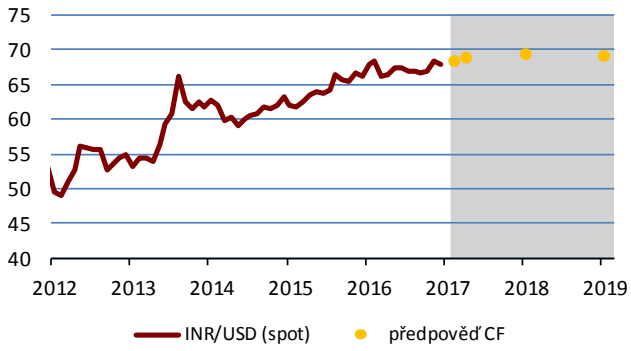


Čínský renminbi (CNY/USD)



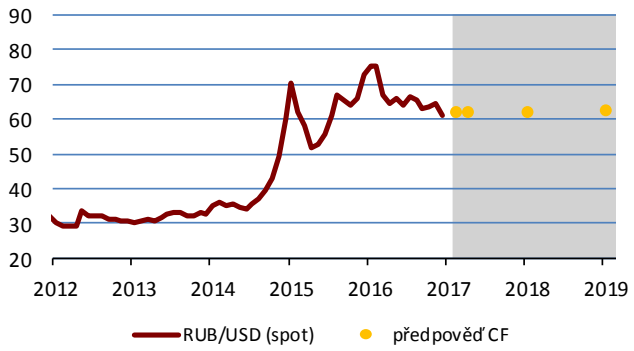
	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	6,935				
předpověď CF		6,955	7,056	7,244	7,263

Indická rupie (INR/USD)



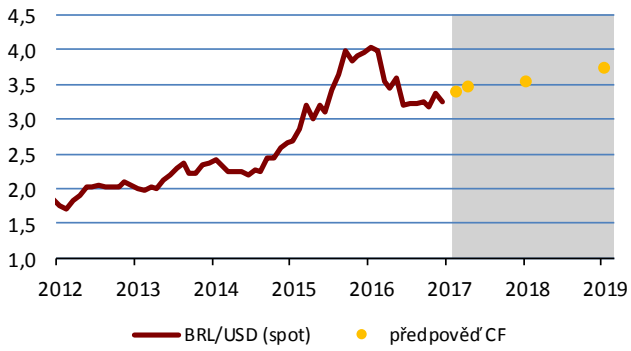
	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	68,23				
předpověď CF		68,47	68,81	69,25	69,07

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	60,06				
předpověď CF		62,03	62,12	62,2	62,74

Brazilský real (BRL/USD)



	9/1/17	02/17	04/17	01/18	01/19
spotový kurz	3,197				
předpověď CF		3,385	3,474	3,538	3,732

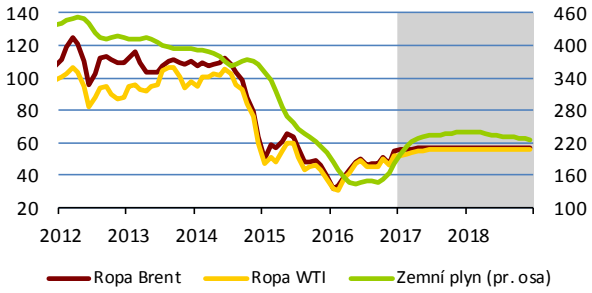
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy prudce vzrostla na přelomu listopadu a prosince, když se zástupci kartelu OPEC dohodli na omezení těžby ropy v rozsahu 1,2 mil. barelů denně. K tomu by mělo dojít od ledna 2017 a mělo by prozatím trvat půl roku. Mírný trendový růst ceny pokračoval poté po celý prosinec, když se k omezení těžby přihlásily na následné schůzce i další velcí producenti ropy mimo OPEC (v rozsahu 558 tis. barelů denně) a někteří dodavatelé ze zemí kartelu OPEC se snažili podpořit důvěryhodnost uzavřených dohod tím, že začali upozorňovat své stálé zákazníky na plánované snížení dodávek. Průměrná cena ropy Brent se tak v prosinci dostala na 54,9 USD/barel a poprvé od července 2015 byla opět nad hranicí 50 dolarů. V první polovině ledna cena ropy Brent kolísala převážně v rozmezí 55–57 USD/barel, když trh vyčkává na údaje o aktuální těžbě, které ukážou, do jaké míry jsou jednotliví producenti ropy ochotni dodržovat své závazky.

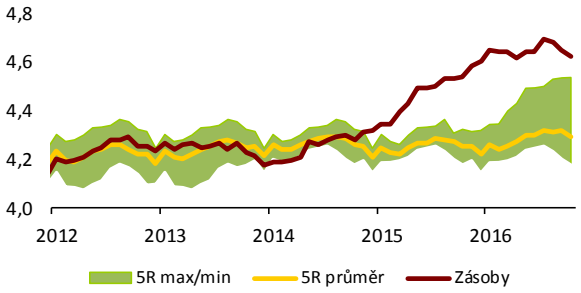
Tržní futures křivka oproti minulému měsíci nezaznamenala prakticky žádný posun, jen se ještě více zploštila. Mírně rostoucí sklon má ještě zhruba do poloviny letošního roku a poté je prakticky vodorovná, což naznačuje, že tou dobou by se očekávaná nabídka ropy s poptávkou mohly dostat do rovnováhy. Průměrná cena ropy Brent v letošním i příštím roce by tak měla být cca 57 USD/barel. Obdobnou cenu očekává i lednový CF (v ročním horizontu 56,1 USD/barel). Aktuální předpověď EIA počítá s nižšími průměrnými cenami (53, resp. 56 USD/barel pro letošní a příští rok), neboť letos by ještě měl v průměru trvat růst globálních zásob ropy (0,3 mil. barelů denně) a teprve v polovině roku 2018 by mělo dojít k jejich čerpání, na což by měla cena ropy zareagovat zrychlením svého růstu na 59 USD/barel na konci roku 2018.

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

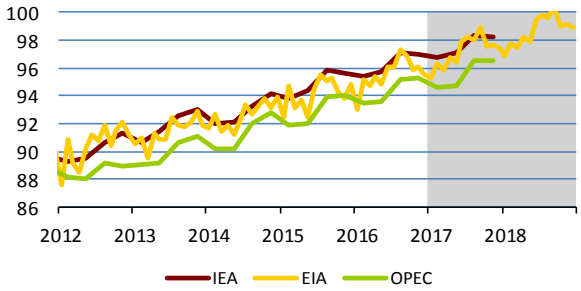


	Brent	WTI	Plyn
2017	56,68	55,03	228,91
2018	56,84	56,07	233,20

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

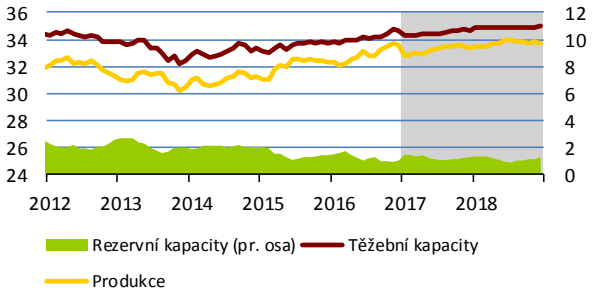


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,61	97,20	95,58
2018		98,71	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	33,22	34,49	1,26
2018	33,73	34,89	1,16

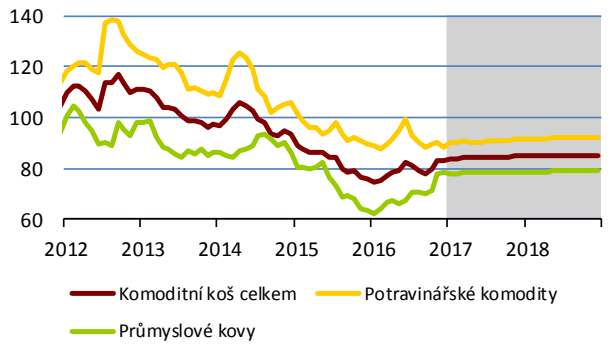
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit rostl v prosinci již třetí měsíc v řadě a v růstu pokračoval i na začátku ledna. Vývoj jeho složek však byl protichůdný. Index cen základních kovů se po silném listopadovém růstu posunul výše i v prosinci, ale do poloviny ledna mírně oslabil. Přesto se dále nachází poblíž 18měsíčního maxima. Naopak index cen potravinářských komodit v prosinci mírně klesnul, ale na počátku ledna se vrátil na listopadovou hodnotu. Tento index se však pohybuje naopak poblíž nejnižších hodnot od roku 2010. Na výhledu všechny tři indexy prakticky stagnují.

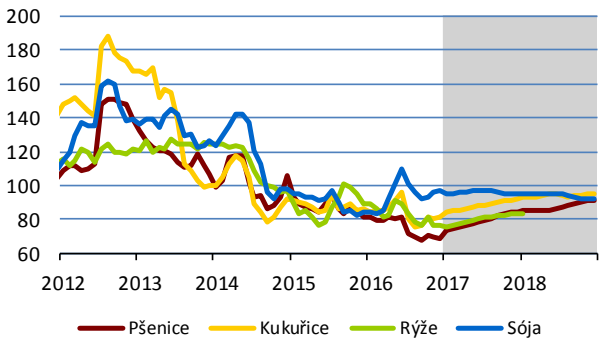
Vývoj cen většiny základních kovů byl stejný jako u jejich indexu. To znamená, že po silném listopadovém růstu došlo ve druhé polovině prosince k mírné korekci (mimo jiné v důsledku silného dolaru) a na výhledu je očekávána stabilita cen, pouze u železné rudy se očekává pokles ceny. Cena kaučuku po masivním listopadovém růstu stagnovala. U cen potravinářských komodit byl naopak cenový vývoj nadále různorodý. Ceny pšenice a kukuřice mírně rostly a růst se očekává i na výhledu. Opačným směrem se vyvíjela cena rýže a sóji, jejíž výhled je lehce klesající. Cena cukru částečně korigovala listopadový pokles a od poloviny prosince rostla. Na více než tříleté minimum se dostala důsledkem půl roku trvajícího silného poklesu cena kakaa. Cena vepřového masa rostla v souladu s běžným sezónním vývojem a v růstu by měla pokračovat po celou první polovinu roku. Rostla i cena hovězího masa, u níž je však očekávána v první polovině roku korekce zpět k nižším hodnotám.

Indexy cen neenergetických komodit



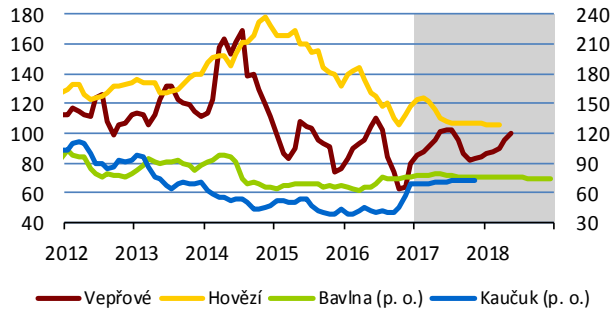
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	84,3	90,9	78,5
2018	85,1	92,0	78,9

Potravinářské komodity



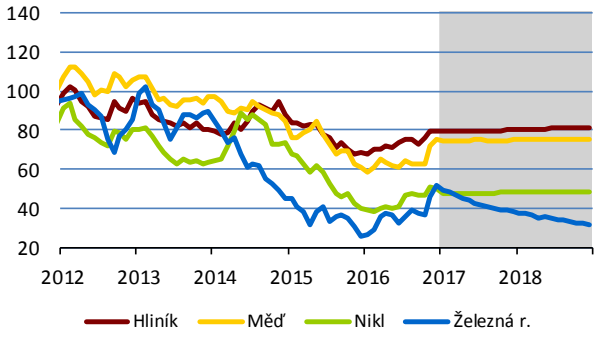
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	79,2	88,2	80,2	96,1
2018	87,7	94,1	83,1	94,0

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	91,3	111,7	77,0	71,0
2018	91,7	105,5	75,2	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	79,5	74,7	47,8	43,1
2018	80,8	75,0	48,5	34,7

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.
Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2005 = 100.

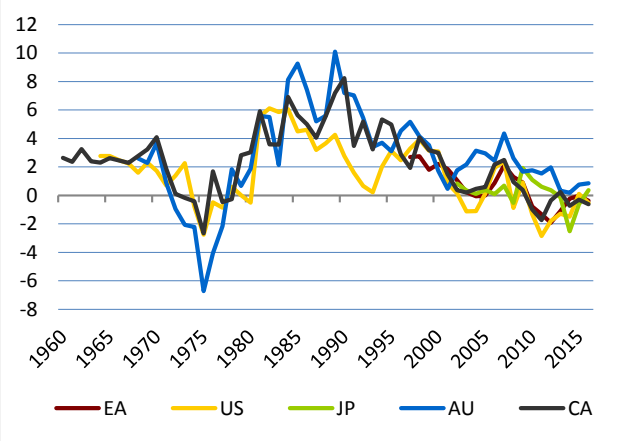
Fenomén rovnovážných reálných úrokových sazeb – dočasnost nebo trvalost jejich poklesu?[1]

Cílem příspěvku je nabídnout souhrn pohledů na jeden z nejdiskutovanějších ekonomických fenoménů současnosti – otázku poklesu úrovně reálné úrokové sazby, a to v globálním měřítku. Nový impuls ke studiu dané problematiky dalo zejména poslední setkání předních centrálních bankéřů a akademiků v americkém Jackson Hole, respektive práce Holstonové, Laubacha a Williamse (2016). První zde diskutovaný směr úvah vysvětluje fenomén nízkých úrokových sazeb strukturálními změnami (např. stárnutí populace či pomalejší růst trendu v HDP) a obává se dlouhodobé sekulární stagnace. Ve prospěch významu strukturálních faktorů hovoří také řada empirických odhadů rovnovážné reálné sazby. Druhý přístup pak považuje tento jev spíše za dočasný výkyv cyklického charakteru, zejména pak v souvislosti s vývojem finančních cyklů. Vzhledem k rozdílným názorům na dočasnost snížení rovnovážných reálných úrokových sazeb se tak oba pohledy liší ve svých doporučeních pro provádění měnové politiky.

1 Půlstoletí vývoje reálných úrokových sazeb

Ve většině vyspělých ekonomik světa je zhruba od poloviny 80. let minulého století patrný trend snižujících se nominálních úrokových sazeb. Jistou část poklesu nominálních sazeb lze od počátku 90. let minulého století do přelomu milénia vysvětlit klesajícími inflačními očekáváními, když se zemím přecházejícím na inflační cílování postupně dařilo tato očekávání ukotvovat kolem inflačních cílů. Přesto již v této době znatelně klesaly i úrokové sazby v reálném vyjádření[2]. Od roku 2000 jsou již inflační očekávání vesměs konstantně ukotvená, pokles nominálních sazeb tak téměř v plném rozsahu vychází ze snižování reálných úrokových sazeb.

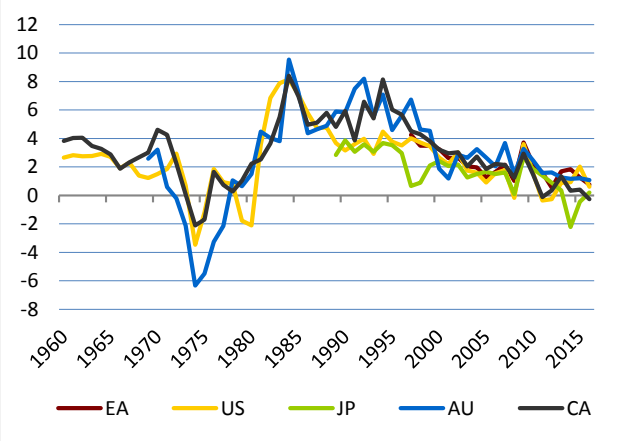
Trendový pokles reálných úrokových sazeb je přitom patrný jak u krátkodobých, tak dlouhodobých úrokových sazeb, což pro vybrané vyspělé ekonomiky ilustrují Grafy 1 a 2. Tento pokles přitom dosahuje značného rozsahu (až 1000 bazických bodů). Ještě v 80. letech se průměrné reálné sazby v USA, Kanadě nebo Austrálii pohybovaly kolem 6–8 % (v posledně jmenované zemi dosáhly roční průměry dokonce i 10 %), v současnosti jsou ve všech pěti zvolených oblastech vesměs nulové, přičemž záporné reálné sazby nejsou výjimkou už ani na delším konci výnosových křivek.



Graf 1 Vývoj krátkodobých reálných úrokových sazeb

Zdroj: OECD

Pozn.: roční průměry tříměsíčních úrokových sazeb peněžního trhu po odečtení mzr. míry inflace, v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada



Graf 2 Vývoj dlouhodobých reálných úrokových sazeb

Zdroj: OECD

Pozn.: roční průměry desetiletých výnosů vládních dluhopisů po odečtení mzr. míry inflace, v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada

Fenomén snižujících se reálných úrokových sazeb se nicméně netýká pouze rozvinutých zemí, jak v případě reálných výnosů 10letých vládních dluhopisů vybraných méně rozvinutých tržních ekonomik[3] dokládá ve své studii například Bank of England (2015). Příčiny poklesu reálných sazeb tak nelze hledat jen v domácím fundamentálním vývoji jednotlivých ekonomik, ale spíše v globálních změnách ovlivňujících všechny země

[1] Autory jsou Soňa Benecká, Pavla Břízová a Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

[2] Reálná úroková sazba (r) je zjednodušeně definována buď jako "ex ante" ($r = i - \pi^e$) nebo „ex post" ($r = i - \pi$), kde (i) představuje nominální úrokovou sazbu a (π^e) očekávanou, resp. (π) skutečnou míru inflace. Reálnou sazbu lze alternativně vyjádřit dle vztahu $r = i_s + MP - \pi^e = i_s + (\varepsilon + \lambda + \sigma) - \pi^e$, kde ($i_s$) je krátkodobá nominální úroková sazba a MP představuje splatnostní prémii, která je tvořena (ε) faktorem očekávání ohledně vývoje krátkodobých úrokových sazeb, (λ) likvidní prémií a (σ) obecnou rizikovou prémií.

[3] Země BRICS (Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Afrika), Chile, Kolumbie, Česká republika, Maďarsko, Malajsie, Mexiko, Polsko, Singapur, Slovensko, Jižní Korea, Taiwan a Thajsko.

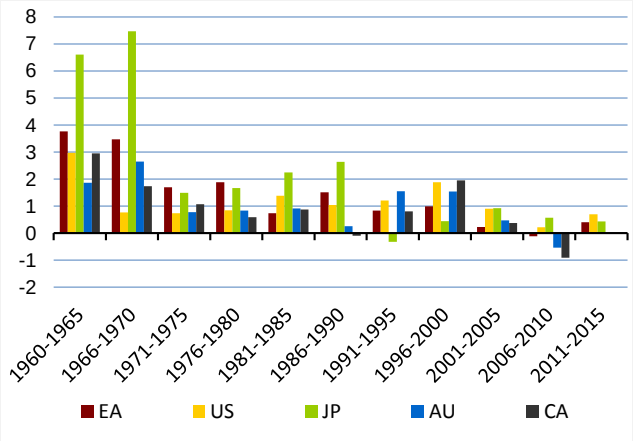
současně. O tom, jaké faktory na snižování sazeb působí, se přitom mezi ekonomy vede intenzivní diskuse, která dostala nový impuls na loňském setkání předních centrálních bankéřů a akademiků v americkém Jackson Hole. Z ní zatím vykrystalizovaly dva hlavní směry úvah. Zatímco první vysvětluje fenomén nízkých úrokových sazeb strukturálními změnami a obává se dlouhodobé sekulární stagnace, druhý považuje tento jev spíše za dočasný výkyv cyklického charakteru. Přestože se zmíněné myšlenkové proudy vůči sobě vymezují jakožto dvě navzájem si odporující alternativy, zdá se, že svou část pravdy ohledně možných příčin klesajících sazeb mají do určité míry oba tyto myšlenkové „tábory". Vzhledem k rozdílným předpovědím budoucího vývoje se nicméně liší ve svých doporučeních pro měnovou politiku.

2 Strukturální faktory

Strukturální důvody pro pokles reálných sazeb čerpají z diskuze o tzv. sekulární stagnaci, viz již Hansen (1939). Její hypotéza opět ožila díky Larrymu Summersovi (2014), který popisuje situaci, kdy nadbytek úspor nad investicemi vytváří trvalý pokles poptávky, a tedy i trvale nízký hospodářský růst a inflaci. Tato situace má pak za následek i přetrvávající nízkou úroveň reálných úrokových sazeb. Následná debata se pak zaměřila na důvody, zda a proč se úspory a investice nacházejí v nerovnováze. V literatuře se hodnotil vliv nabídkových (např. stárnutí) a poptávkových (např. poptávka po bezpečných aktivech) faktorů. Patří mezi ně tedy:

- Stárnutí populace, hystereze na pracovním trhu, změny v kvalitě pracovní síly
- Nižší tempo technologického vývoje a méně inovací, klesající produktivita
- Klesající relativní cena investičních statků
- Chybějící bezpečná aktiva v rozvíjejících se ekonomikách („saving glut")
- Nárůst nerovnosti (bohatství, příjem)

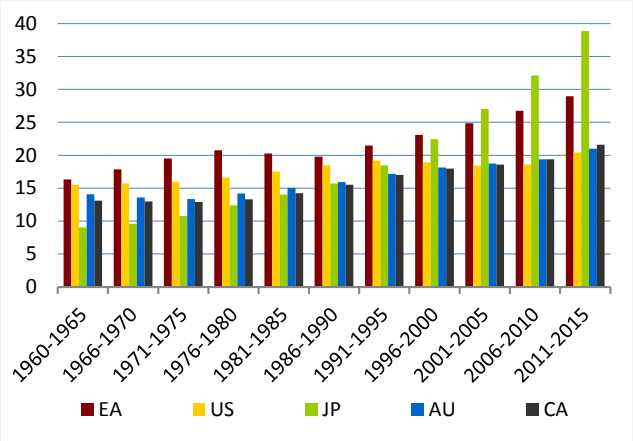
Jeden z nejčastěji citovaných důvodů pro pokles reálných sazeb je pomalejší růst trendu v HDP. Zejména zpomalující technologický pokrok a populační růst se pak mohou odrazit v nižších výnosech z kapitálu, a tedy i nižší poptávce po kapitálu, což v důsledku vede ke snižování reálných úrokových sazeb. Graf 3 ukazuje průměrný růst celkové produktivity faktorů za pětiletá období opět od roku 1960 ve vybraných vyspělých ekonomikách. U všech zemí je patrný podstatný pokles meziročního růstu v závěru sledovaného období. V dosahované produktivitě by se měly odrážet zejména strukturální faktory růstu jako např. technologický pokrok. Celá řada statistik, včetně těch patentových, nám však žádné zpomalení technologického růstu nenaznačuje. Podíl výdajů na výzkum a vývoj na HDP ve většině vyspělých ekonomik vzrostl. Došlo ale ke zvolnění rychlosti akumulace lidského kapitálu – růst průměrného vzdělání v populaci se v posledních 60 letech podstatně snížil. Nelze také opomenout změny v požadavcích na kvalitu pracovní síly a její flexibilitu. Také vyšší příjmová nerovnost může vytvářet přirozené bariéry pro pokrok, zatímco prostor pro fiskální stimulační opatření se v mnoha ekonomikách vyčerpal.



Graf 3 Celková produktivita faktorů

Zdroj: AMECO

Pozn.: meziroční růst, v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada



Graf 4 Stárnutí populace

Zdroj: Světová banka

Pozn.: podíl populace nad 65 let na pracující populaci (15–64 let), v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada

Dále nelze opomenout demografické trendy zejména ve vyspělých ekonomikách. Populace v těchto zemích podstatně zestárla, jak ukazuje Graf 4. Podíl populace nad 65 let se například v Japonsku zvýšil z méně než 10 % na začátku 60. let na více než 40 % v současnosti. Stárnutí populace neovlivňuje trendový růst pouze skrze nabídku práce. Má také vliv přímo na produktivitu výrobních faktorů – od flexibility pracovní síly až po nabídku inovací.

Box 1. Rovnovážné reálné úrokové sazby

Podle ekonomické teorie by v dlouhém období měly nominální úrokové sazby konvergovat po započtení dlouhodobé očekávané inflace ke své reálné rovnovážné úrovni („natural rate of interest", NRI). Koncept NRI má dlouhou tradici, viz již Wicksell (1898), a tedy i různé definice. V tomto boxu se budeme věnovat přístupu dle Laubacha a Williamse (2003, 2015), který se zaměřuje na hledání takové úrovně reálné úrokové sazby, jež je konzistentní s výstupem na potenciálu a stabilní inflací poté, co vyprchal vliv dočasných poptávkových a nabídkových šoků.

Následující tabulka ukazuje odhady NRI pomocí Kalmanova filtru pro čtyři vyspělé ekonomiky dle Holstonové, Laubacha a Williamse (2016). Jak je patrné, v posledních 25 letech dochází k výraznému poklesu NRI ve všech sledovaných ekonomikách. V případě eurozóny je NRI dokonce záporná.

	1990	2007	2016
Spojené státy	3,5	2,3	0,4
Kanada	3,2	2,5	1,3
Eurozóna	2,5	2,1	-0,3
Velká Británie	2,9	2,6	1,5

Zmíněná studie potvrdila převažující vliv poklesu trendového růstu, a tedy vliv strukturálních faktorů. Dále také zjistila, že sazby napříč jednotlivými zeměmi mají tendenci pohybovat se společně. Globální faktory tudíž hrají v jejich vývoji významnou roli. Ani v jedné ze sledovaných zemí navíc nedochází k obratu v pozorovaném trendu.

Pomocí stejné metody odhadli Fries a kol. (2016) NRI pro významné ekonomiky eurozóny. Jejich výsledky ukázaly, že sazby se v jednotlivých zemích liší, přičemž v průběhu dluhové krize v eurozóně se disperze zvýšila.

Graf 5 NRI pro vybrané země eurozóny

Zdroj: Fries a kol. (2016)

Pozn. Německo – černá. Francie – modrá. Itálie – zelená. Španělsko – červená

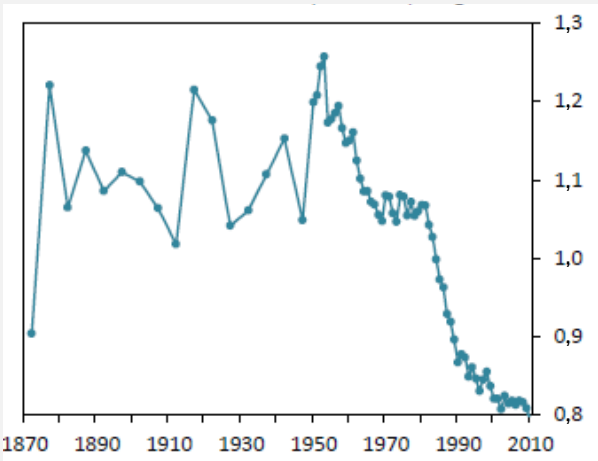
Demografické faktory se pak odráží i v míře úspor, kdy stárnutí populace přináší vyšší míru úspor, zejména v zemích, kde chybí penzijní systém. To je případ především rozvíjejících se ekonomik (např. Číny), kde se ale v následujících letech očekává výrazný nárůst domácí spotřeby. Podobně i nerovnost v příjmech má za následek růst úspor – bohatší lidé mají vyšší ochotu spořit. V neposlední řadě mnoho rozvíjejících se ekonomik v posledních dvou dekádách výrazně akumulovalo devizové rezervy, ať již s cílem podpory domácích exportérů nebo jako opatrnostní polštář proti nadměrným pohybům kurzu.

I na straně investic ale došlo ke změnám, takže podíly investic a úspor se nezměnily. Zejména výrazně poklesla cena kapitálu, takže investice jsou nyní o 30 % levnější než v 80. letech (viz Graf 6). V současnosti pokračuje diskuze, jak zachytit nárůst kvality (např. zrychlení počítačů) při relativně stabilních cenách.

Studie Bank of England (2015) přináší dokonce odhady vlivu jednotlivých sekulárních faktorů na globální reálné úrokové sazby. Příspěvky ke změně v globální reálné úrokové sazbě pak ukazuje Graf 7. V letech 1980 až 2015 byly nejvyšší záporné příspěvky potenciálního růstu a demografie následovány příspěvkem relativní ceny kapitálu. Jak ale naznačuje náš text, jednotlivé faktory se ve vlivu vzájemně posilují, což zmíněná empirická analýza nebere v úvahu.

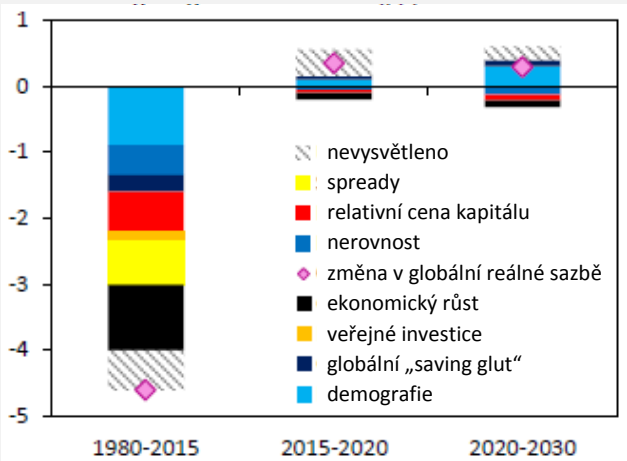
Řada dalších ekonomů (Paul Krugman, Ben Bernanke a další) se pokusila nabídnout alternativní vysvětlení pozorovaných dat (např. vliv globalizace). Dále byla také diskutována možnost, že nové technologie zásadním způsobem mění strukturu ekonomiky a klasické indikátory (jako HDP) nejsou schopny tyto změny postihnout. Projevují se právě změnami na trhu práce (poptávka po vysoce kvalifikovaných expertech), složitějším hledáním atraktivních investic nebo rostoucí nerovností (vítěz bere vše). Firmy pak jsou

označovány za vysoce hodnotné, ale s malou kapitálovou intenzitou („high-value, low capital intensity"). Inovace v managementu pak vedou i k preferenci kratšího investičního horizontu, přesouvání výroby a dynamickému řízení zásob („short termism").



Graf 6 Relativní cena kapitálových statků

Zdroj: Bank of England (2015)



Graf 7 Příspěvky ke změně v globální reálné úrokové sazbě

Zdroj: Bank of England (2015)
Pozn.: v p. b.

3 Cyklické faktory

Cyklické důvody pro pokles reálných úrokových sazeb vycházejí jak ze známé podstaty hospodářského cyklu, tak z podstaty cyklu finančního (respektive tzv. dluhového supercyklu), na který se zde primárně zaměřujeme. Oba tyto cykly vedou ke změně motivace ekonomických subjektů investovat a spořit (a tím spotřebovávat), což se může projevit v cyklickém vývoji reálné úrokové míry.[4]

Finanční cyklus je způsoben tím, že finanční rizika a budoucí nerovnováhy vznikají už v dobách příznivého ekonomického vývoje, které jsou spojeny s až přehnaně optimistickými očekáváními. Teoretickou podstatu finančního cyklu lze nalézt již v Kaldorově modelu ekonomického cyklu.[5] Jeho jednotlivé fáze, které se dají zjednodušeně popsat[6] pomocí růstu a poklesu výše aktiv ekonomických subjektů vzhledem k výši dluhu na jejich pořízení (leveraging), tvoří:

I. Fáze růstu: proces leveragingu, akumulace nadměrného zadlužení
II. Vrchol cyklu
III. Fáze poklesu: proces deleveragingu, růst agregátních úspor
IV. Dno cyklu

Expanzivní fáze finančního cyklu je spojená s vysokým až nadměrným úvěrovým růstem, který pramení z přílišného optimismu ekonomických subjektů. V této fázi dochází k akumulaci rizik, která se z různých příčin projeví až později. Jakmile dojde k poznání, že schopnost dlužníků splácet dříve přijaté závazky není tak dobrá, jak se předpokládalo, přehoupne se finanční cyklus přes svůj vrchol a dostává se do své restriktivní fáze. V ní roste podíl úvěrů v selhání a finanční (bankovní) sektor vykazuje vysoké ztráty, které mohou vést až k omezené schopnosti bank poskytovat úvěry na financování zdravé části reálné ekonomiky, respektive v horším případě vyústit až ve finanční krizi[7]. Následně dochází k procesu deleveragingu a souběžnému růstu agregátních úspor. Jednotlivé subjekty následně přehodnocují obecné vnímání rizika a míru jeho podstupování při omezené výši vlastních finančních zdrojů. Proces deleveragingu je přitom poměrně zdlouhavý, úrokové sazby tak zůstávají nízké po relativně dlouhou dobu. Přesto je z pohledu finančního cyklu pokles reálných sazeb jevem pouze dočasným, na rozdíl od hypotézy tzv. sekulární stagnace, která předpokládá jejich trvalé snížení.

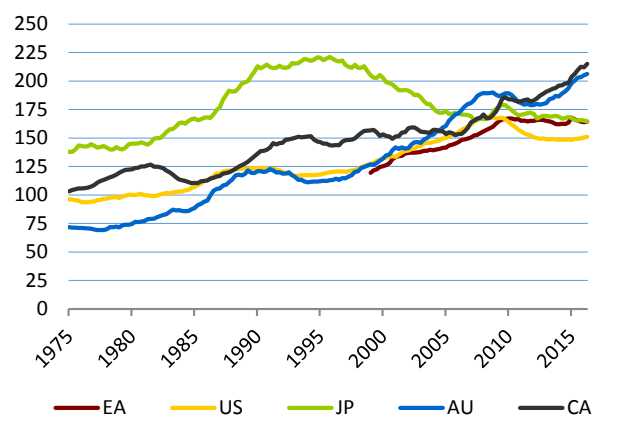
Hrubou aproximaci průběhu finančního cyklu lze získat pomocí ukazatele poměřujícího výši poskytnutých úvěrů oproti výši nominálního HDP, a to jak v procentním vyjádření (Graf 8), tak ve formě odchylky od trendu (Graf 9). Z obrázku jsou patrné vrcholy takto definovaného finančního cyklu na počátku 90. let a v období předcházejícím pádu Lehman Brothers v polovině první dekády nového milénia. Rozdílný vývoj oproti ostatním sledovaným zemím lze v tomto období pozorovat v Japonsku. Odráží snahy japonských

[4] Viz např. Cochrane (2016).

[5] Nicholas Kaldor (1940) jako první odvodil endogenní ekonomický cyklus, tj. jednoduchý nelineární dynamický systém modelující vztah úspor a investic v ekonomice.

[6] Finanční cyklus je zpravidla popisován jen jako určitý latentní (přímo neměřitelný) proces, který nelze ztotožnit s jednou konkrétní proměnnou, jejíž vývoj lze sledovat.

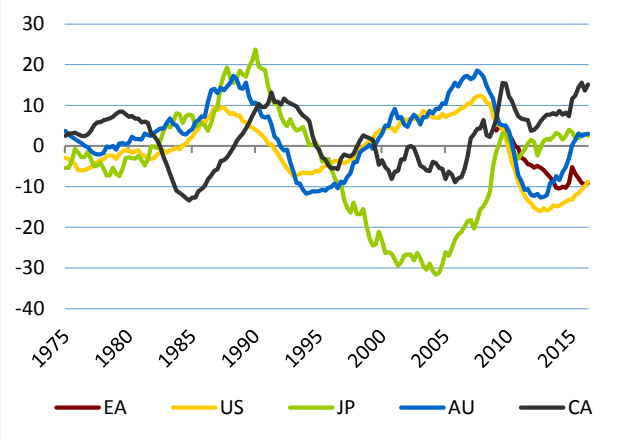
[7] Viz např. Frait a Komárková (2012).



Graf 8 Objem poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům k nominálnímu HDP

Zdroj: BIS

Pozn.: v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada



Graf 9 Mezera úvěrů poskytutých nefinančním podnikům

Zdroj: BIS

Pozn.: rozdíl objemu poskytnutých úvěrů nefinančním podnikům k nominálnímu HDP oproti trendu, v %; EA – eurozóna, US – Spojené státy americké, JP – Japonsko, AU – Austrálie, CA – Kanada

autorit (centrální banky a vlády) vyvést ekonomiku z dlouhé hospodářské stagnace. Dna finančního cyklu pak (s výjimkou 90. let) poměrně dobře korespondují s obdobími záporných reálných úrokových sazeb kolem roku 1975 a velmi nízkých sazeb v posledních letech (viz Graf 1 a 2).

4 Místo závěru: Doporučení pro provádění měnové politiky

Přestože se výše představené myšlenkové pohledy staví spíše do role soupeřů snažících se doložit na základě rozličných analýz svou vlastní pravdu na úkor konkurenční teorie, doporučujeme nahlížet na ně spíše jako na přístupy, jež se při vysvětlování ekonomické reality vzájemně doplňují a mohou mít svůj díl pravdy oba zároveň. Vzhledem k rozdílným názorům na dočasnost snížení reálných úrokových měr se nicméně liší ve svých doporučeních pro provádění měnové politiky.

Ze strukturálního pohledu, který vnímá pokles rovnovážné reálné úrokové sazby jako trvalejší a obává se dlouhodobé sekulární stagnace, lze nabídnout několik řešení, která by měla působit ve směru vyšších[8] reálných úrokových sazeb. Prvním je argumentace Yellenové (2016), aby se na současné nekonvenční nástroje a politiky nahlíželo jako na ty konvenční. Druhým je zvýšení inflačních cílů centrálních bank, viz Blanchard, Mauro a Dell'Arricia (2010), resp. Williams (2016). S tímto souvisí doporučení jiných autorů přejít od explicitních inflačních cílů na cílování cenové hladiny nebo nominálního HDP, např. Eggertsson a Woodford (2003), Vestin (2006) nebo Ambler (2009). Třetím typem řešení je pak doporučení Rogoffa (2016) eliminovat nulovou dolní mez úrokových sazeb přechodem na bezhotovostní ekonomiku.

Zastánci cyklického pohledu považují sledovaný pokles reálných úrokových sazeb za dočasný, mající původ v kolísání jak hospodářského, tak finančního cyklu. Jejich doporučení tak jdou v duchu provádění nákupů aktiv (kvantitativní a kvalitativní uvolňování), případně jejich prozatím nevyzkoušené alternativy – tzv. helikoptérového efektu představeného poprvé Friedmanem (1969) a v novodobých aplikacích pak např. Bernankem (2016) nebo Buiterem (2016). Dalšími doporučeními jsou oznámení zvýšení úrokových sazeb v budoucnu (forward guidance[9]), posunutí měnověpolitických sazeb do záporných hodnot nebo kontrola výnosové křivky, viz Fed (2003) nebo Bank of Japan (2016).

Zdroje

Ambler, S. (2009): Price-Level Targeting and Stabilisation Policy: a Survey. Roč. 23, č. 5, prosinec 2009, str. 974–997.

Bank of England (2015): Secular drivers of the global real interest rate. Rachel, L. – Smith, T. D. (ed.). Staff Working Paper č. 571.

Bank of Japan (2016): New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control. 21. září.

Bernanke, B. (2016) : What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money. Brooking Institute, duben 2016.

[8] Nicméně např. Cochrane (2015) uvádí, že nízká inflace a tudíž nízké sazby vlastně ekonomikám nemusí vadit, čímž relativizuje potřebnost provádění kvantitativního uvolňování centrálních bank.

[9] Pro popis a novodobé příklady delfské a odysseovské formy forward guidance viz Komárek a Klíma (2014).

Blanchard, O. – Dell'ariccia, G. – Mauro, P. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. Journal of Money, Credit and Banking, 2010, roč. 42, č. s1, str. 199–215.

Buiter, W. H. (2016): The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works — Always. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal,* 8 (2014–28): 1–45 (verze 2).

Cochrane, J. H. (2015): The Fed Needn't rush to 'Normalize'. *Wall Street Journal,* 16. září 2015. Zero rates and zero inflation are pretty good.

Cochrane, J. H. (2016): Macro-Finance. NBER Working Paper 22485, srpen 2016, str. 74.

Eggertsson, G. B. – Woodford, M. (2003): Optimal monetary policy in a liquidity trap. Technical report, National bureau of economic research.

Fed (2003): Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942-51. Chaurushiya, R. – Kuttner, K. (ed.).

Frait, J. – Komárková, Z. (2012): Macroprudential Policy and Its Instruments in a Small EU Economy Research and Policy Notes 3/2012. Česká národní banka.

Friedman, M. (1969): The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine.

Fries, S. – Mésonnier, J. – Mouabbi, S. – Renne, J. (2016): National Natural Rates of Interest and the Single Monetary Policy in the Euro Area. Banque de France Working Paper č. 611.

Hansen, A. (1939): Economic Progress and Declining Population Growth. American Economic Review (29) březen (1939).

Holston, K. – Laubach, T. – Williams, J. C. (2016): Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. Prosinec 2016.

Kaldor, N. (1940): A Model of the Trade Cycle. The Economic Journal, roč.. 50, č. 197, pp. 78–92.

Komárek, L. – Klíma, M. (2014): Forward guidance – jako další nástroj centrálního bankovnictví? Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, leden 2014, str. 11–18.

Laubach, T. – Williams, J. C. (2003). Measuring the natural rate of interest. Review of Economics and Statistics, roč. 85, č. 4, str. 1063–1070.

Laubach, T. – Williams, J. (2015): Measuring the natural rate of interest redux, Working Paper Series 2015-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Rogoff, K. S. (2016): The Course of Cash. Princeton University Press, str. 296.

Summers, L. H. (2014): U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics, roč. 49, č. 2, str. 65–73.

Vestin, D. (2006): Price-level versus inflation targeting. Journal of Monetary Economics, roč. 53, č. 7, str. 1361–1376.

Wicksell, K. (1898): Interest and Prices . Translated by RF Kahn, London: Macmilillan, 1936.

Williams, J. C. (2016): Monetary Policy in a Low R-star World. FRBSF Economic Letter. 15. srpna 2016.

Yellen, J. L. (2016): The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future. At "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26. srpna 2016.

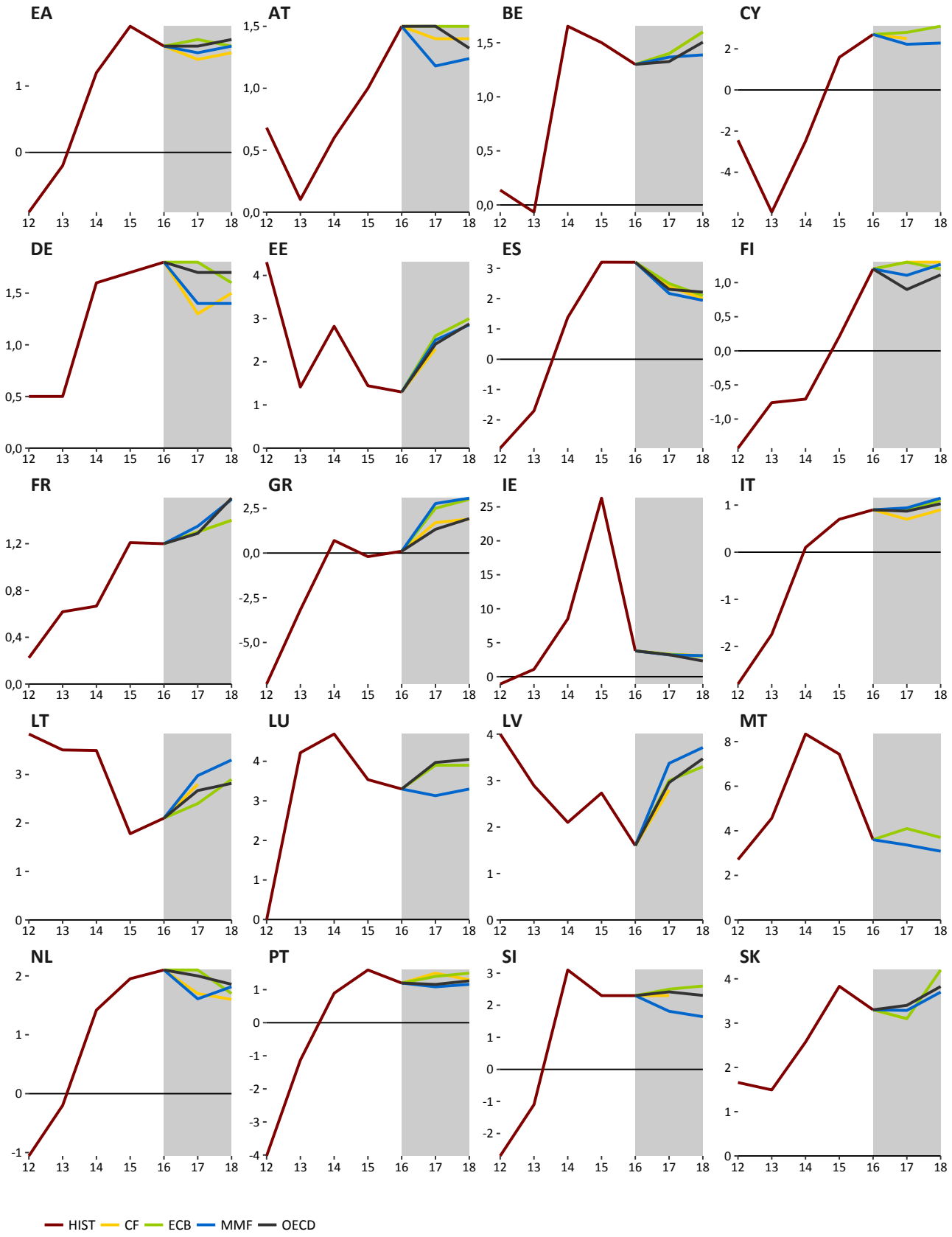
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/1 2016/12	+0,1	2016/10 2016/7	+0,2	2016/11 2016/9	+0,1	2016/12 2016/9
DE	0	2017/1 2016/12	+0,2	2016/10 2016/7	+0,2	2016/11 2016/9	+0,2	2016/12 2016/6
US	0	2017/1 2016/12	-0,3	2016/10 2016/7	+0,2	2016/11 2016/9	+0,1	2016/12 2016/9
UK	+0,1	2017/1 2016/12	-1,1	2016/10 2016/4	-0,8	2016/11 2016/6	+0,6	2016/11 2016/8
JP	+0,1	2017/1 2016/12	+0,5	2016/10 2016/7	+0,3	2016/11 2016/9	0	2016/11 2016/7
CN	0	2017/1 2016/12	0	2016/10 2016/7	+0,2	2016/11 2016/9	0	2016/12 2016/12
IN	0	2017/1 2016/12	+0,2	2016/10 2016/7	+0,1	2016/11 2016/9	-0,3	2016/12 2016/12
RU	-0,1	2016/12 2016/11	+0,1	2016/10 2016/7	+0,3	2016/11 2016/6	+0,1	2016/12 2016/12
BR	-0,4	2016/12 2016/11	0	2016/10 2016/7	+0,3	2016/11 2016/9	-0,5	2016/12 2016/12

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

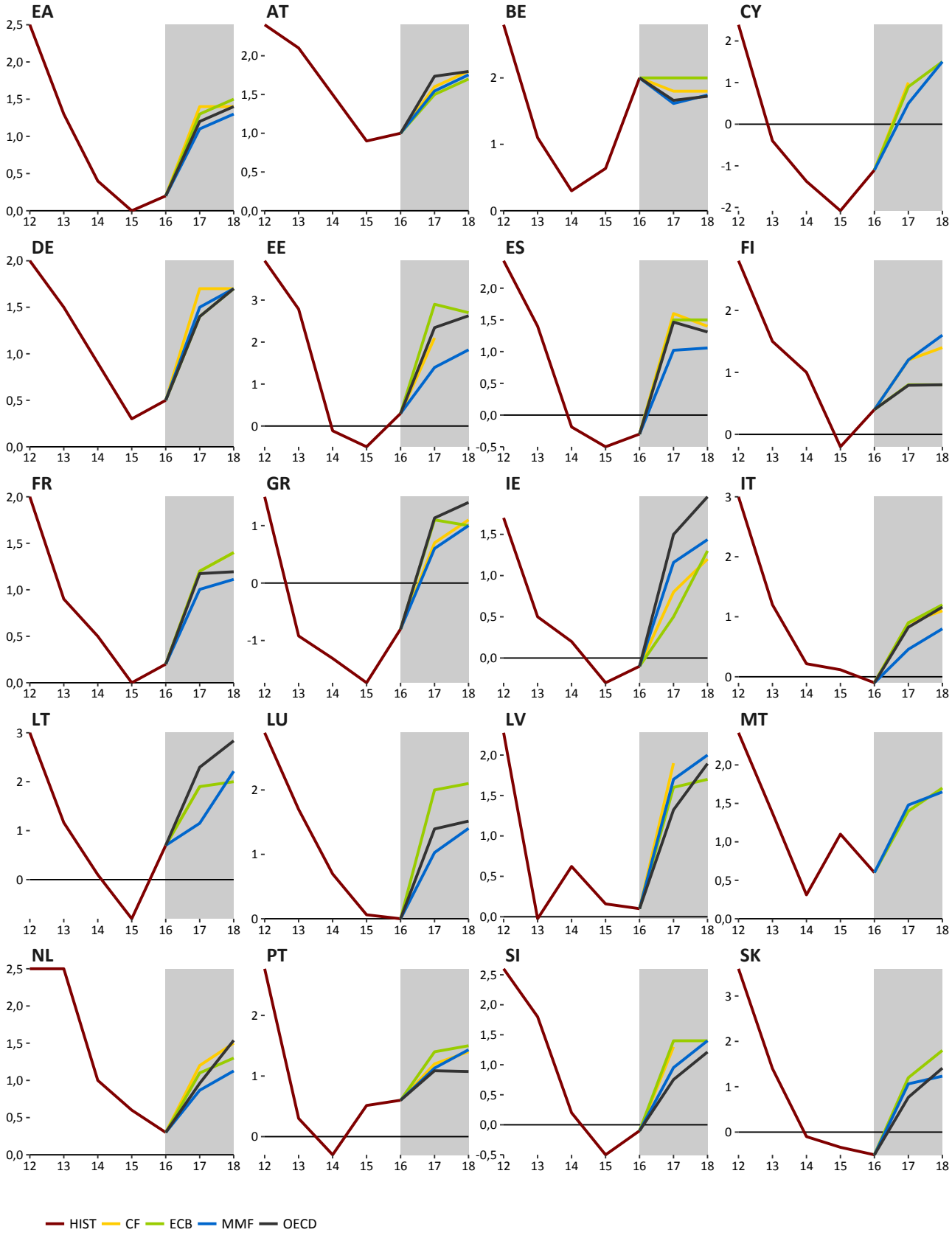
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2017/1 2016/12	0	2016/10 2016/4	0	2016/11 2016/6	+0,1	2016/12 2016/9
DE	+0,2	2017/1 2016/12	+0,1	2016/10 2016/4	-0,1	2016/11 2016/6	-0,1	2016/12 2016/6
US	0	2017/1 2016/12	+0,8	2016/10 2016/4	-0,1	2016/11 2016/6	0	2016/12 2016/9
UK	0	2017/1 2016/12	+0,6	2016/10 2016/4	+0,8	2016/11 2016/6	+0,7	2016/11 2016/8
JP	+0,1	2017/1 2016/12	-0,7	2016/10 2016/4	-1,8	2016/11 2016/6	-0,2	2016/11 2016/7
CN	+0,1	2017/1 2016/12	+0,3	2016/10 2016/4	-0,8	2016/11 2016/6	0	2016/12 2016/12
IN	0	2017/1 2016/12	-0,1	2016/10 2016/4	+0,6	2016/11 2016/6	+0,1	2016/12 2016/12
RU	-0,2	2016/12 2016/11	-1,5	2016/10 2016/4	+0,6	2016/11 2016/6	0	2016/12 2016/12
BR	-0,1	2016/12 2016/11	-0,7	2016/10 2016/4	+0,3	2016/11 2016/6	+0,5	2016/12 2016/12

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratek použitých v GEVu

AT	Rakousko
b	barel
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)
BE	Belgie
BoE	Bank of England
BoJ	Bank of Japan
BR	Brazílie
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)
BRL	brazilský real
CB	centrální banka
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBR	centrální banka Ruska
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
CNY	čínský renminbi
CXN	Caixin
CY	Kypr
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EE	Estonsko
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIU	Economist Intelligence Unit
ES	Španělsko
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FI	Finsko
FOMC	Federální komise pro volný trh
FR	Francie
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
GR	Řecko
HDP	hrubý domácí produkt
ICE	Intercontinental Exchange
IE	Irsko
IEA	International Energy Agency
IN	Indie
INR	indická rupie
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
ISM	Institute for Supply Management
IT	Itálie
JP	Japonsko
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
LME	London Metal Exchange
LT	Litva
LU	Lucembursko
LV	Lotyšsko
MKT	Markit
MMF	Mezinárodní měnový fond
MT	Malta
NKI	Nikkei
NL	Nizozemsko
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
p. b.	procentní bod
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PT	Portugalsko
QE	kvantitativní uvolňování
RU	Rusko
RUB	ruský rubl
SI	Slovinsko
SK	Slovensko
TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
UK	Spojené království
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké
USD	americký dolar
USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
WEO	World Economic Outlook
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment