



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Globální ekonomický výhled - srpen 2015**

Česká národní banka  
2015

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-189247>

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

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

Datum stažení: 11.07.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne?</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>16</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>17</b>

**Datum uzávěrky dat**

14. srpna 2015

**Sběr dat CF**

10. srpna 2015

**Datum publikace GEVu**

21. srpna 2015

**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 (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVu) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok.

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**

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz Garant	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz II.1 Eurozóna	<b>Tomáš Adam</b> tomas.adam@cnb.cz Editor II.2 Spojené státy	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.4 Japonsko Zaostřeno na...	<b>Pavla Břizová</b> pavla.brizova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích Shrnutí		

Srpnové vydání Globálního ekonomického výhledu 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. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na možnost zařazení čínské měny – renminbi – do koše měn v rámci měnové a účetní jednotky SDR, používané Mezinárodním měnovým fondem. MMF bude totiž na podzim letošního roku po pěti letech opět revidovat váhové schéma (a případně i složení) koše pro výpočet ocenění této jednotky, a čínská ekonomika se již objemem svého vývozu kvalifikovala mezi možné kandidáty na zohlednění své měny.

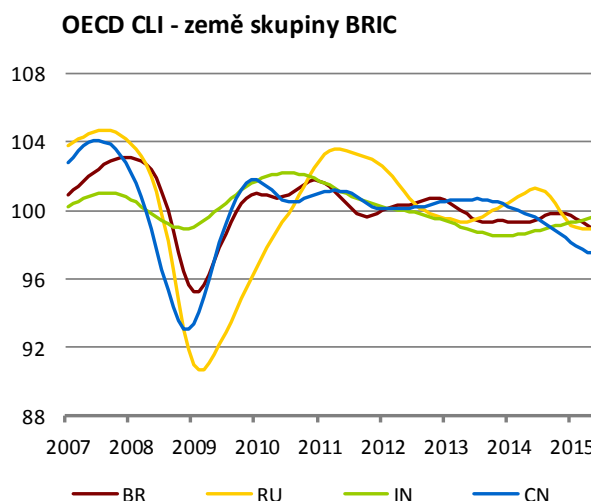
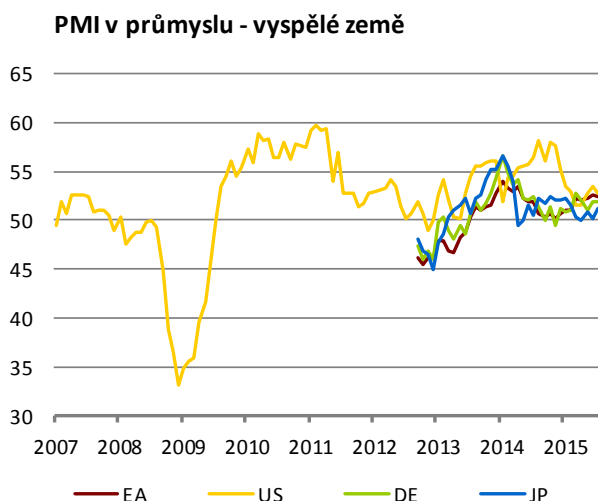
Předpověď růstu HDP v eurozóně se příliš nemění a většina sledovaných institucí se shoduje pro letošní rok na hodnotě 1,5 % a mírném zrychlení v roce 2016. Zatím je růst tažen zejména spotřebou domácností, uvolněná politika ECB a oslabený kurz eura by však měly podpořit do konce roku i průmyslovou produkci. Obdobný obrázek při ještě vyšší úrovni očekávaného růstu můžeme vidět pro Německo. Oživení v USA je slabší, než se původně očekávalo. Růst HDP je podobně jako v eurozóně tažen zejména soukromou spotřebou, jeho výhled však byl přehodnocen mírně směrem dolů, když zejména průmysl bude tížit silný dolar. Ten bude letos snižovat i inflaci v USA. Inflace v eurozóně i v USA by ještě letos měla zůstat utlumená, v příštím roce by se však již měla dostat nad 1% úroveň, ve Spojených státech dokonce až k 2% cíli Fedu. Předpověď růstu japonské ekonomiky byla pro letošní rok snížena, nadále se však očekává zrychlení v roce 2016.

Očekávaný hospodářský vývoj v zemích skupiny BRIC je nadále na horizontu předpovědi do roku 2016 nesourodý. Příznivě lze hodnotit stav indické ekonomiky, kde i přes uvolňování měnové politiky klesá inflace a výhled růstu HDP zůstává stabilní. Čínská vláda se devalvací renminbi snaží zabránit očekávanému zpomalení hospodářské dynamiky. Výhledy růstu HDP pro letošní rok se však nepatrně zlepšily, pro příští rok zůstávají beze změny, stejně jako očekávaná nízká inflace. Daleko horší situace panuje v Rusku, kde se v důsledku ekonomických sankcí a propadu cen ropy prohlubuje pokles hospodářství. Tamní centrální banka i přes vysokou inflaci snižuje úrokové sazby. Kvůli přetrvávající politické nestabilitě se dále zhoršuje i výhled brazilské ekonomiky. Inflace tam roste v důsledku oslabení realu, i když centrální banka zvyšuje své úrokové sazby.

Výhled úrokových sazeb se příliš nemění. V eurozóně by měl tříměsíční Euribor vlivem pokračující politiky kvantitativního uvolňování ze strany ECB setrvat i v jednoletém horizontu na současných mírně záporných hodnotách. Naopak v USA jsou implikované trajektorie krátkodobých i dlouhodobých sazeb silně rostoucí v důsledku očekávání, že Fed ještě letos přistoupí ke zvyšování sazeb. Ohledně jeho načasování však panuje nadále nejistota. Americký dolar by měl dle CF na ročním horizontu posílit prakticky vůči všem sledovaným měnám, byť (s výjimkou brazilského realu) jen mírně.

Předpovědi cen ropy byly oproti minulému měsíci dále výrazně přehodnoceny směrem dolů v důsledku silného poklesu cen v červenci a na začátku srpna. Ten byl reakcí na přetrvávající přebytek ropy na trhu a pokračující růst globálních zásob. Ke konci roku 2016 by se tak cena ropy Brent měla pohybovat jen kolem úrovně 60 USD/b. Ceny plynu na základě dlouhodobých kontraktů jsou za cenami ropy standardně opožděny o 6 až 9 měsíců, a proto se v nejbližších měsících očekává pokračování jejich poklesu až pod úroveň 200 USD/1000 m<sup>3</sup>. K jejich opětovnému růstu by mělo dojít až na počátku příštího roku. Výhled indexu cen neenergetických surovin i jeho složek je ve zbytku letošního roku mírně rostoucí, pro rok 2016 je očekávána víceméně stagnace.

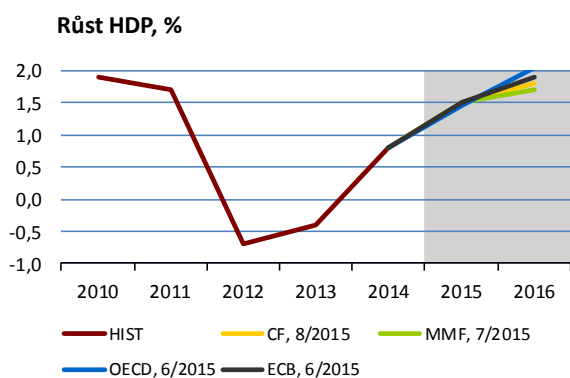
## Předstihové ukazatele pro sledované země



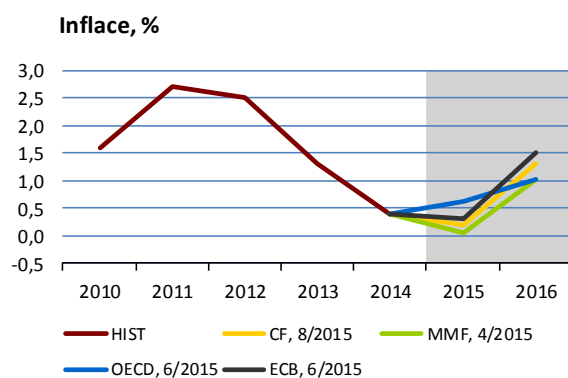
Zdroj: Bloomberg, Datastream

### II.1 Eurozóna

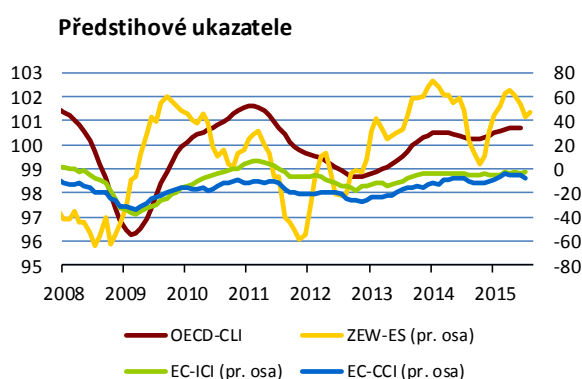
Většina sledovaných institucí předpokládá růst HDP v letošním roce o 1,5 % a v roce 2016 jeho další zrychlení o 0,4 p.b. Přitom CF již delší dobu drží svou prognózu růstu na letošní i příští rok neměnnou a MMF svou prognózu pro oba roky zvýšil. Průmyslová produkce v první polovině letošního roku vzrostla meziročně o 1,2 %, což představuje prozatím mírný růst. Nicméně podle CF i předstihového indikátoru PMI ve zpracovatelském průmyslu by mělo ještě do konce roku dojít k jejímu zrychlení. Reálné maloobchodní tržby sice v červnu meziměsíčně poklesly, ale za první půlrok letošního roku dosáhly solidního meziročního tempa růstu (2,1 %). Spotřeba domácností tak v eurozóně představuje hlavního tahouna celkového růstu HDP. Ten ve druhém čtvrtletí 2015 zrychlil na 1,2 % meziročně (0,3 % oproti předchozímu čtvrtletí). Míra nezaměstnanosti v červnu již třetí měsíc v řadě stagnovala na stejné úrovni, což naznačuje, že ekonomický růst je zatím slabý na to, aby se výrazněji pozitivně projevil na trhu práce. Inflace spotřebitelských cen je v letošním roce očekávána výrazně utlumená jen mírně nad nulovou úrovní. V souladu s tímto předpokladem je i skutečná červencová inflace, která již druhý měsíc stagnuje na hodnotě 0,2 %. Pro rok 2016 je nicméně očekáván nárůst inflace nad 1% úroveň. Určitým pozitivním signálem v tomto směru by přitom mohla být inflace bez cen energií a potravin, která v červenci zrychlila svůj růst na 1 %. Vlivem politiky kvantitativního uvolňování se 3M Euribor nacházel na mírně záporných hodnotách, na kterých se podle tržních výhledů bude pohybovat i v jednoletém horizontu. Výnos desetiletého německého vládního dluhopisu v polovině srpna poklesl na 0,6 %. Jeho jednoletý výhled nicméně zůstává rostoucí.



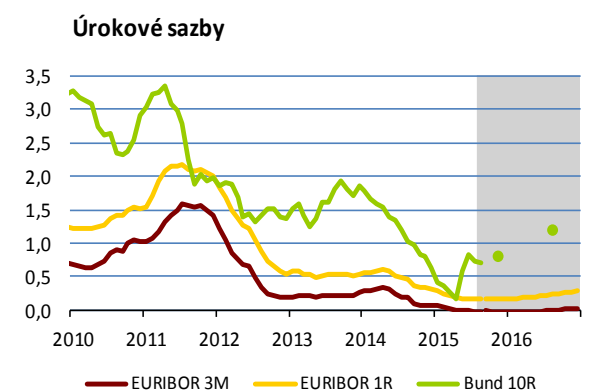
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,5	1,5	1,4	1,5
2016	1,8	1,7	2,1	1,9



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	0,2	0,1	0,6	0,3
2016	1,3	1,0	1,0	1,5



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
5/15	100,7	-3,0	-5,6	61,2
6/15	100,7	-3,4	-5,6	53,7
7/15		-2,9	-7,1	42,7

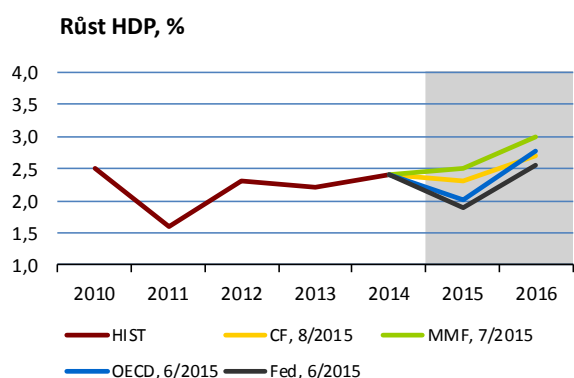


	07/15	08/15	11/15	08/16
EURIBOR 3M	-0,02	-0,02	-0,03	-0,01
EURIBOR 1R	0,17	0,16	0,17	0,23
Bund 10R	0,73	0,70	0,80	1,20

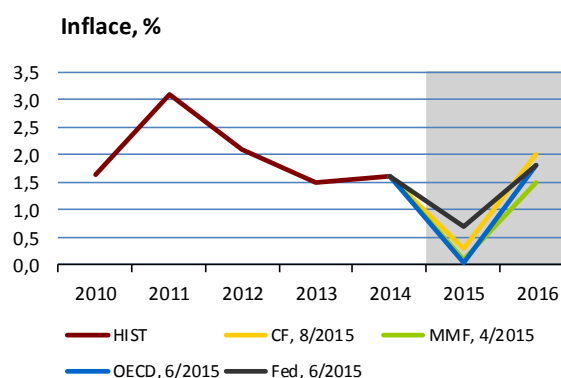
## II.2 Spojené státy

Podle předběžného odhadu BEA ekonomika Spojených států ve druhém čtvrtletí 2015 mezičtvrtletně zrychlila v anualizovaném vyjádření na 2,3 %. Odhad růstu v prvním čtvrtletí byl přitom revidován z mírně záporné hodnoty na kladných 0,6 % poté, co byl přehodnocen odhad dopadu dočasných faktorů (stávky v přístavech, výkyvy počasí) na ekonomiku. Přehodnoceny byly také odhady tempa růstu v minulých letech, na jejichž základě ekonomika mezi lety 2011 – 2014 rostla v průměru pomalejším, 2% tempem (původní odhad byl 2,3 %). Síla oživení americké ekonomiky je tak nižší, než se očekávalo. Růst ve druhém čtvrtletí 2015 byl téměř v plné výši tažen spotřebou domácností, která je podpořena nízkými cenami ropy a příznivým vývojem na trhu práce. Čisté vývozy po předchozích dvou čtvrtletích záporných příspěvků vykázaly mírně kladný příspěvek i přes silný kurz dolaru. Předstihové ukazatele vyznívají příznivě a signalizují pokračující oživení, i když např. PMI ve zpracovatelském průmyslu v červenci oproti předchozímu měsíci mírně poklesl. Také na trhu práce dochází k dalšímu zlepšení – v červenci bylo v sektorech mimo zemědělství vytvořeno 215 tisíc pracovních míst a nezaměstnanost poklesla na sedmileté minimum (5,3 %). Za celý letošní rok se očekává podobné tempo růstu ekonomiky jako v loňském roce, v rozsahu 2 – 2,5 %.

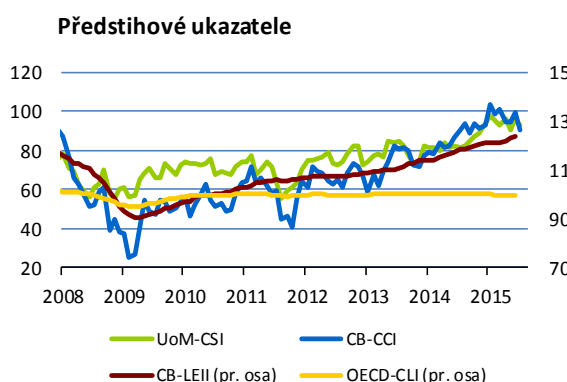
Hodnota inflace spotřebitelských cen v červnu nepatrně vzrostla na 0,2 % a za celý letošní rok by měla dosáhnout jen mírně kladné hodnoty kvůli nízkým cenám ropy, silnému kurzu dolaru a nízkému růstu mezd. V příštím roce by se pak měla výrazně přiblížit k cíli Fedu, u něhož se ještě v letošním roce očekává zvýšení sazeb, ohledně jehož načasování a rychlosti ale panuje nejistota. Na jedné straně stojí relativně robustní oživení americké ekonomiky a zlepšení na trhu práce. Na druhé straně jsou protiinflační tlaky, které by mohly v souvislosti s nejistým vývojem v Číně zesílit kvůli dalšímu posílení dolaru a poklesu cen komodit. Panelisté CF očekávají první zvýšení sazeb na zářijovém zasedání Fedu s pravděpodobností 62,5 %.



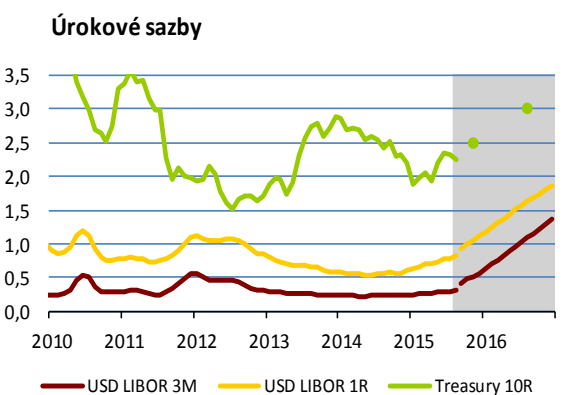
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	2,3	2,5	2,0	1,9
2016	2,7	3,0	2,8	2,6



	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,3	0,1	0,0	0,7
2016	2,0	1,5	1,8	1,8



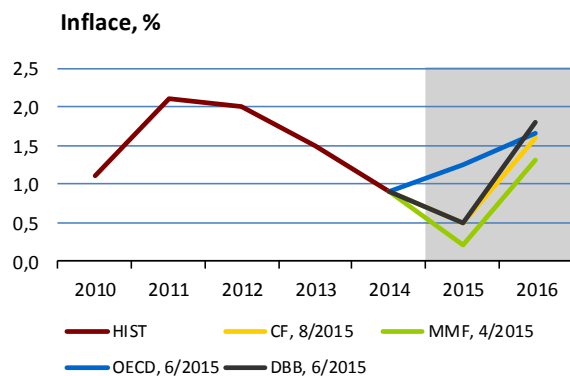
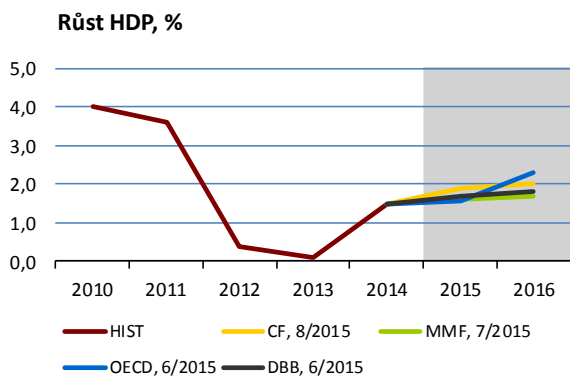
	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
5/15	122,9	99,6	90,7	94,6
6/15	123,6	99,5	96,1	99,8
7/15			93,1	90,9



	07/15	08/15	11/15	08/16
USD LIBOR 3M	0,29	0,31	0,52	1,09
USD LIBOR 1R	0,79	0,79	1,05	1,63
Treasury 10R	2,32	2,25	2,50	3,00

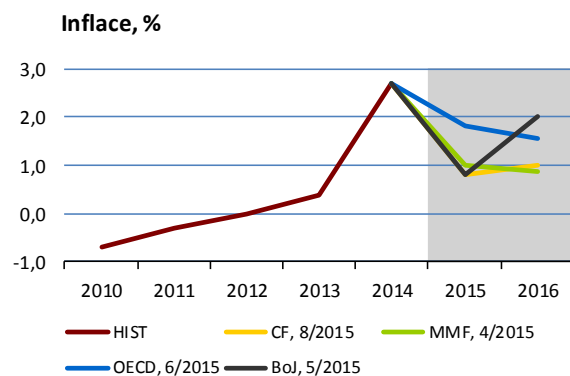
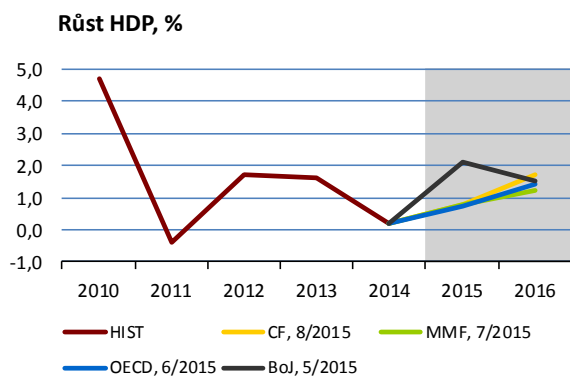
### II.3 Německo

Ve druhém čtvrtletí letošního roku se mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu německé ekonomiky zvýšilo z 0,3 % na 0,4 %, resp. z 1 % na 1,6 %. Pokračovala vysoká dynamika domácí poptávky, ke které se v tomto období přidal i nárůst čistého vývozu do zemí eurozóny. Srpnový CF pro třetí čtvrtletí i celou druhou polovinu letošního roku očekává další zvýšení tempa hospodářského růstu v důsledku posilující domácí i zahraniční poptávky. Za celý rok 2015 by německá ekonomika měla vzrůst o 1,9 % a přibližně stejné tempo by si měla udržet i v příštím roce. Tato očekávání potvrzuje i vývoj předstihových ukazatelů, které se přibližně udržují na dosažených nadprůměrných úrovních. V červenci se německá inflace dále snížila o 0,1 p.b. na 0,2 % zejména kvůli klesajícím cenám energií a potravin. Podle srpnového CF by se ke konci letošního roku měla inflace zvyšovat a za celý rok dosáhnout průměrné hodnoty 0,5 % s nárůstem na 1,6 % v příštím roce.



### II.4 Japonsko

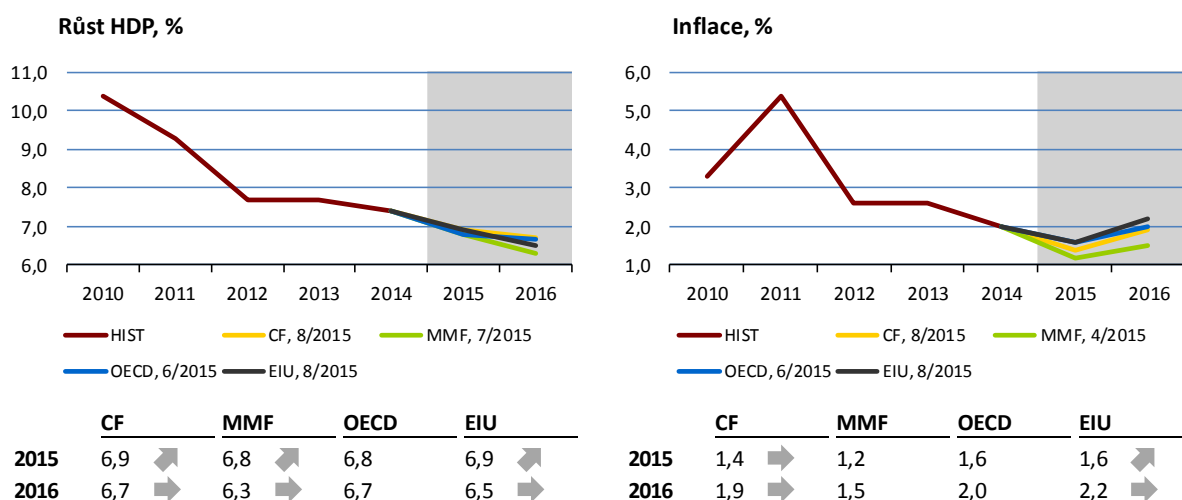
Řada předstihových indikátorů naznačuje, že po překvapivém růstu v prvním čtvrtletí zaznamená japonská ekonomika ve druhém čtvrtletí propad. Meziroční růst maloobchodních tržeb zpomalil v červnu pod 1 %, zatímco výdaje domácností ve stejném období meziročně poklesly o téměř jedno procento. Centrální banka však očekává, že ve třetím čtvrtletí dojde k obratu s tím, jak se stabilní nárůst mezd promítne do spotřeby. Proto s dalšími měnovými stimuly vyčkává. Na druhou stranu MMF varoval před neudržitelností japonského veřejného dluhu, který v současnosti činí 245 % HDP. Pokud vláda nezavede stabilizační opatření, do roku 2030 může dluh dosáhnout trojnásobku velikosti domácí ekonomiky. V souladu s novými údaji srpnový CF, stejně jako MMF, snížil výhled růstu v roce 2015, zatímco předpověď pro rok 2016 revidoval nahoru pouze MMF. CF rovněž snížil očekávanou inflaci na rok 2016 na 1 %.





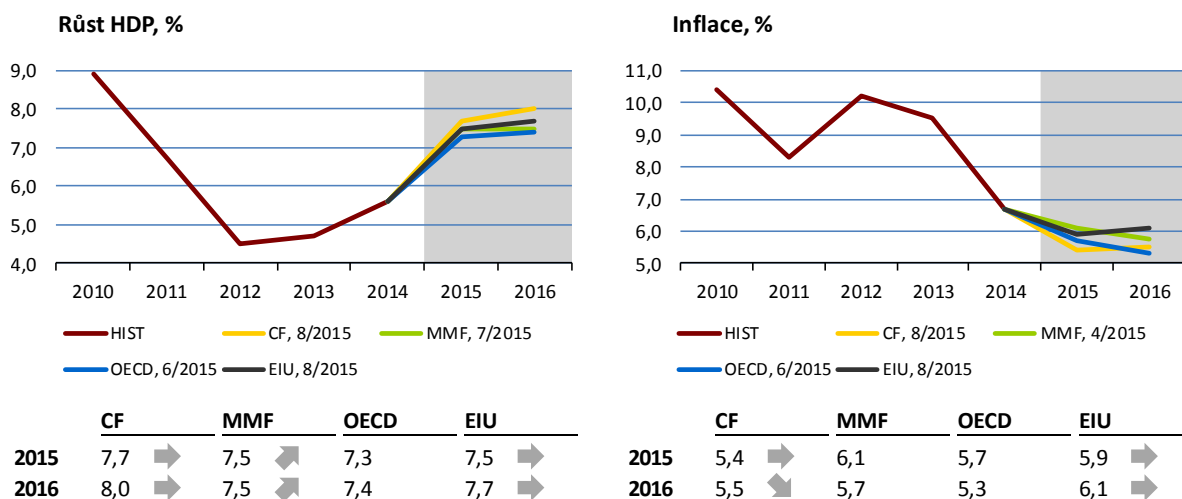
## III.1 Čína

V návaznosti na neúspěšnou stabilizaci akciového trhu oslabila 11. srpna čínská centrální banka referenční kurz renminbi na 1,9 %, což představuje největší oslabení čínské měny od ledna 1994. Oslabení renminbi pokračovalo i následující den a během dvou dnů tak kurz celkově ztratil 3,5 % a propadl se vůči dolaru na nejslabší hodnotu od srpna 2011. Devalvace je prezentována čínskou vládou jako krok k větší flexibilitě renminbi. Slabší měna by ale mohla podpořit klesající vývoz (v červenci meziroční pokles o 8 %) v důsledku slabé zahraniční poptávky. Přestože tempo růstu HDP ve 2. čtvrtletí zůstalo na úrovni předchozího čtvrtletí (7 %), růst HDP pozitivně překvapil, zejména ve světle poklesu PMI (v červnu na hodnotu 47,8) a zpomalení tempa růstu průmyslové produkce na 6 %. Nové výhledy CF a EIU jsou mírně optimističtější a zvýšily výhled růstu HDP pro letošní rok o 0,1 p.b. na 6,9 %. Výhled HDP na příští rok zůstal beze změny.



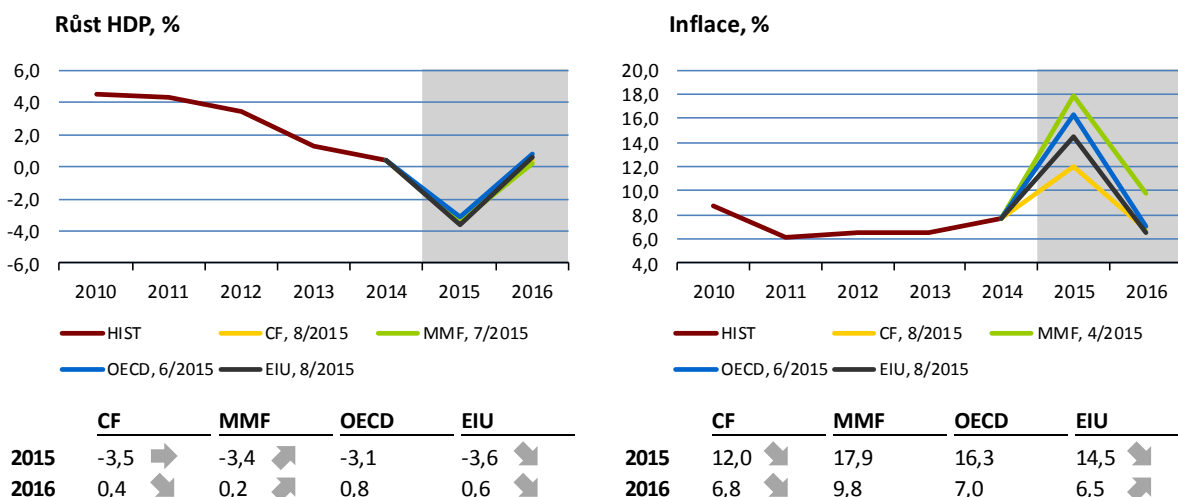
## III.2 Indie

Inflace v Indii v červenci poklesla na 3,8 % (oproti 5,4 % v červnu). Důvodem bylo kromě vysoké srovnávací základny především zpomalení růstu cen potravin. Obavy z příliš slabého monzonu se totiž zatím nenaplnují. Indická centrální banka na svém posledním zasedání ponechala úrokové sazby beze změny. Čeká na výraznější transmisi předchozích uvolnění měnové politiky. V případě obdobně pozitivního vývoje inflace i v dalších měsících a oddálení růstu úrokových sazeb v USA je na podzim možné očekávat další snížení sazeb. CF i EIU ponechaly svou předpověď inflace pro letošek na 5,4 %, respektive 5,9 %. Průmyslová produkce v červnu vzrostla meziročně o 3,8 % a pokračuje tak v trendu stabilního růstu. PMI ve zpracovatelském průmyslu se nachází v expanzivním pásmu a v červenci dosáhlo šestiměsíčního maxima. Výhledy CF i EIU ohledně růstu HDP zůstávají beze změny.



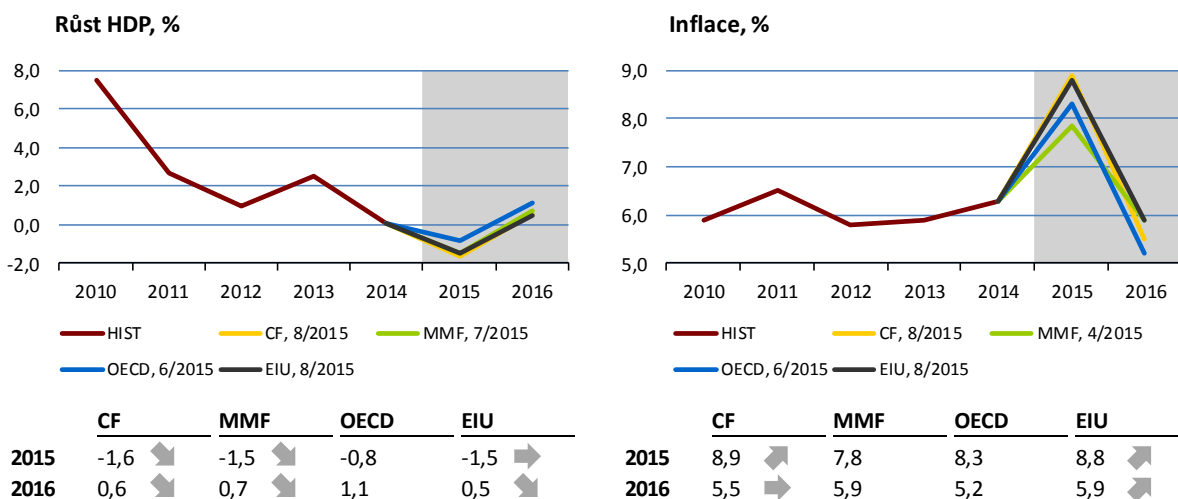
### III.3 Rusko

Propad hospodářské aktivity Ruska zrychluje. Podle předběžného odhadu Rosstatu se pokles HDP ve 2. čtvrtletí 2015 prohloubil na 4,6 % z 2,2 % v 1. čtvrtletí. Již rok hospodářský růst země zpomalují ekonomické sankce. Podle modelového odhadu MMF počáteční dopad sankcí (včetně odvetných) dosáhl 1,0 – 1,5 % HDP v důsledku poklesu investic a spotřeby. Ovšem pokud sankce přetrvávají i nadále (prozatím jsou prodlouženy do srpna 2016), kumulativní dopad na HDP ve střednědobém horizontu dosáhne podle MMF až 9 %. Srpnový výhled růstu HDP dle MMF je v souladu s pravidelným červencovým WEO na úrovni -3,4 % pro rok 2015. Nové výhledy CF a EIU očekávají letos 3,5% - 3,6% propad HDP. S účinností od 3. srpna ruská centrální banka snížila klíčovou sazbu na 11 %. Inflace ovšem zůstává na vysokých hodnotách a podle nových výhledů CF a EIU dosáhne ke konci roku 12 % - 14,5 %.



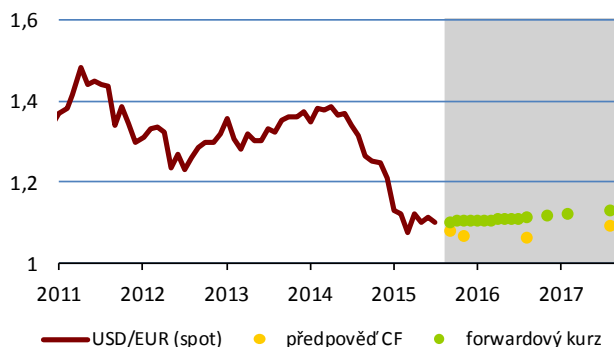
### III.4 Brazílie

Brazilská ekonomika vykazuje i nadále zhoršující se tendence. Inflace, i přes všechny snahy centrální banky, stále stoupá. V červenci dosáhla už 9,6 % (v červnu 8,9 %). Brazilská centrální banka proto pokračuje ve zvyšování svých úrokových sazeb. Aktuálně jsou již na 14,25 %. CF i EIU zhoršily svůj výhled inflace pro letošní rok o 0,5 p.b. V roce 2016 se očekává návrat inflace pod 6 %. V zemi se zvyšuje politická nestabilita. Popularita prezidentky a její vlády je na historických minimech, což výrazně ztěžuje prosazování úsporných opatření. Ratingová agentura Standard & Poor's proto snížila výhled Brazílie ze stabilního na negativní. Nezaměstnanost stoupá, průmyslová produkce je už rok a půl v poklesu, PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstává v kontrakčním pásmu a kurz brazilského realu oslabil za letošek vůči dolaru už o 33 %. Letos je očekáván propad ekonomiky zhruba o 1,5 %, odhady na příští rok klesly k pouze 0,5% růstu.



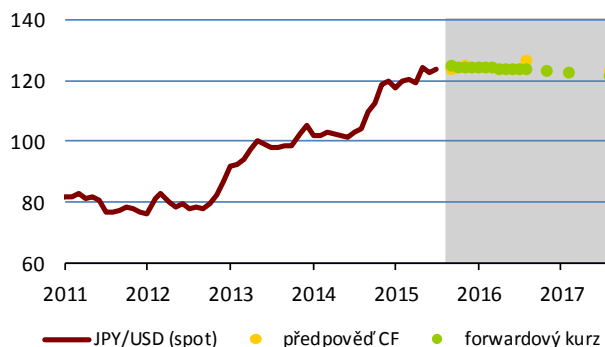
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## Euro



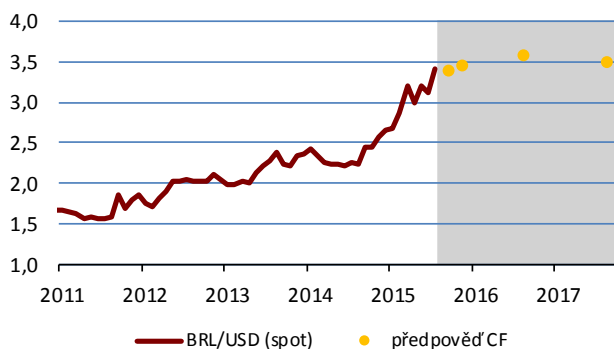
	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	1,098				
předpověď CF		1,078	1,066	1,061	1,094
forwardový kurz		1,102	1,103	1,111	1,130

## Japonský jen



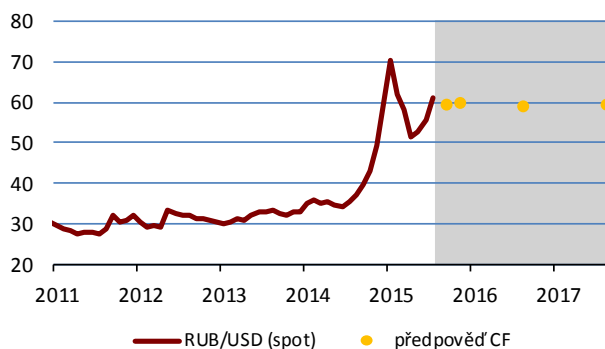
	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	124,5				
předpověď CF		123,8	125,0	126,6	123,1
forwardový kurz		124,6	124,5	123,5	121,2

## Brazilský real



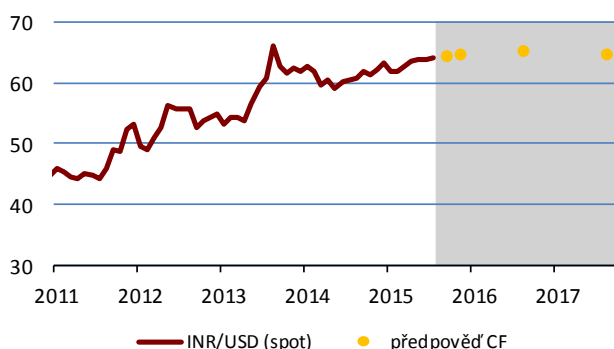
	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	3,484				
předpověď CF		3,381	3,447	3,579	3,497

## Ruský rubl



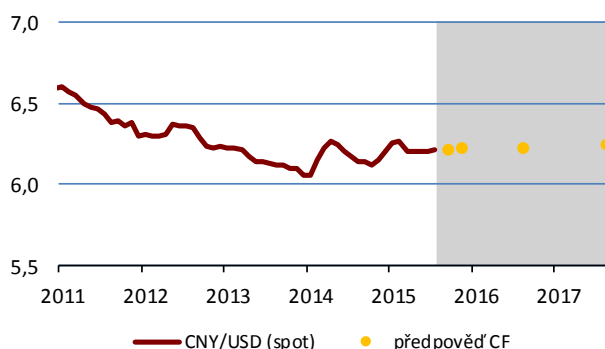
	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	63,50				
předpověď CF		59,46	59,71	58,82	59,52

## Indická rupie



	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	63,86				
předpověď CF		64,41	64,77	65,30	64,68

## Čínský renminbi



	10/8/15	09/15	11/15	08/16	08/17
spotový kurz	6,210				
předpověď CF		6,214	6,220	6,223	6,243

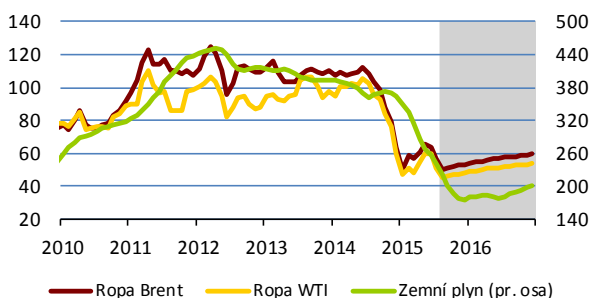
Směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent v průběhu července poklesla o cca 18 % a ještě větší propad zaznamenala cena ropy WTI (-21 %). Pokles cen pokračoval i v prvním srpnovém týdnu a od té doby se cena ropy Brent pohybuje pod hranicí 50 USD/b. Cena ropy WTI klesala i ve druhém srpnovém týdnu a v polovině měsíce se pohybovala výrazně pod úrovní 45 USD/b. Důvodem poklesu cen ropy je zejména přetrvávající růst globálních zásob ropy a ropných produktů v důsledku převisu nabídky nad poptávkou. Přitom poptávka by letos měla růst dle IEA nejrychleji za 5 let (o 1,6 mb/d) a i pro příští rok se očekává nadprůměrný růst o 1,4 mb/d, když spotřebu podporují nízké ceny. Ale těžba se i přes nízké ceny ropy a omezené investice pohybuje nadále na vysoké úrovni, a to hlavně díky vysoké produkci zemí kartelu OPEC. Cena ropy WTI je navíc pod tlakem i kvůli obnovenému růstu počtu aktivně hloubených vrtů v USA a růstu tamních zásob. Přebytek ropy na trhu by se měl postupně snižovat, ale pokles globálních zásob ropy očekává IEA až na konci roku 2016. Ani tento odhad se však nemusí naplnit, pokud dojde k rychlejšímu růstu těžby a vývozu ropy z Íránu.

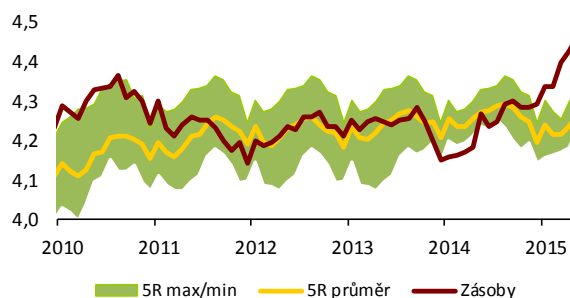
Předpovědi cen ropy byly oproti minulému měsíci revidovány silně směrem dolů. Futures křivka z 10. srpna implikuje průměrnou letošní cenu ropy Brent 56 USD/b a pro příští rok cenu jen o dolar vyšší. EIA očekává letos ještě nižší cenu (54 USD/b) a pro příští rok růst na 59 USD/b. To je přehodnocení směrem dolů o 6, resp. 8 USD/b. Cena WTI by měla být po oba roky o 5 USD/b nižší. Srpnový CF je se svými předpověďmi již delší dobu výše, v horizontu tří měsíců očekává růst ceny ropy Brent na 56,9 USD/b a v ročním horizontu pak cenu 63,8 USD/b.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD/1000m<sup>3</sup>)

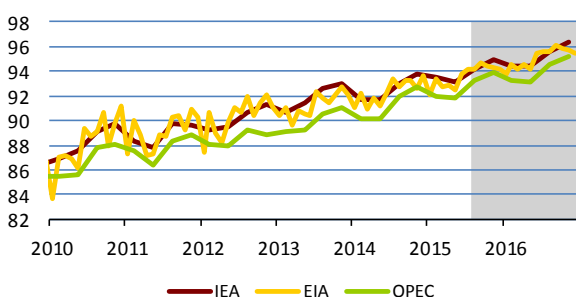


	Brent	WTI	Plyn
2015	56,03 ↘	50,33 ↘	250,98 ↘
2016	56,97 ↘	51,46 ↘	185,95 ↘

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

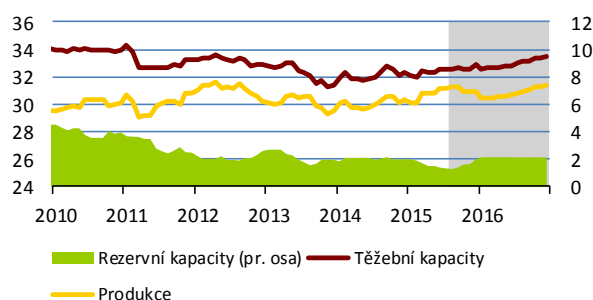


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	93,97 ↗	93,62 ↘	92,70 ↗
2016	95,18	95,08 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	30,86 ↗	32,46 ↘	1,60 ↘
2016	30,83 ↗	32,96 ↗	2,13 ↗

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).

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

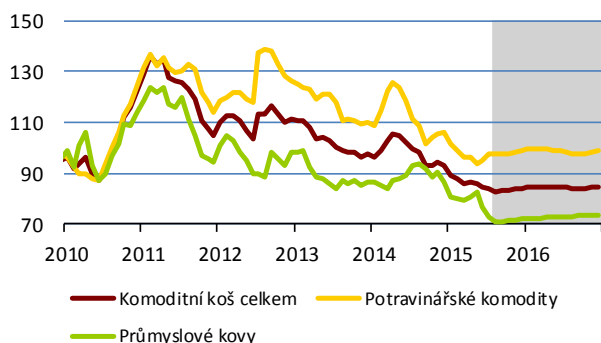
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v červenci a první polovině srpna pokračoval v poklesu zejména v důsledku prakticky plošného poklesu cen základních kovů, který byl silnější, než dočasný růst indexu cen potravinářských komodit. Výhled všech tří indexů je ve zbytku letošního roku mírně rostoucí, v roce 2016 se očekává víceméně stagnace.

Ve skupině základních kovů pokračoval v červenci cenový pokles napříč celým indexem. Ten trvá již od poloviny května v důsledku obav z ochabující poptávky v Číně, kde PMI ve zpracovatelském průmyslu klesl v červenci ze 49,4 na 47,8. Ceny snižoval i nadále silný dolar. Cena železné rudy se v červnu po předchozím růstu udržovala na dosažených hodnotách díky poklesu globální produkce (který v červnu činil meziročně 2,4 %). Na začátku července však došlo k dalšímu silnému poklesu ceny v důsledku přetrvávajícího převisu nabídky a poklesu globální produkce oceli v květnu. Ceny kovů by mohla do budoucna podpořit stabilizace na čínském trhu nemovitostí.

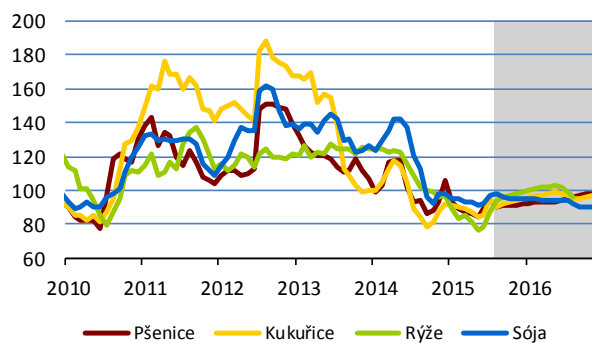
Ceny pšenice, kukuřice a sóji ve druhé polovině června silně rostly po ohlášení nižších než očekávaných zásob. Ceny podpořilo i chladnější a vlhčí počasí v hlavních pěstebních regionech. Ve druhé polovině července však ceny opět poklesly, když se zlepšilo počasí a dolar dále posílil. Rostoucí trend si tak udržela pouze cena rýže. Již dva a půl měsíce trvá pokles cen kaučuku díky růstu zásob v Číně a poklesu cen ropy.

### Indexy cen neenergetických komodit



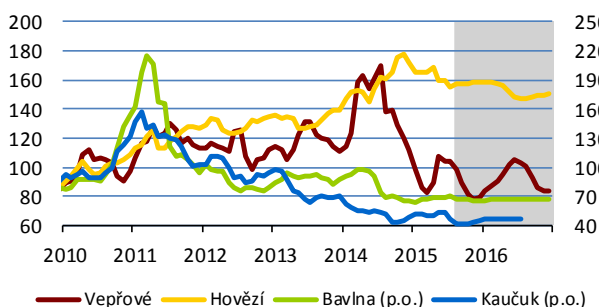
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	85,1 ↘	97,6 ↘	76,0 ↘
2016	84,4 ↘	98,7 ↘	72,9 ↘

### Potravinářské komodity



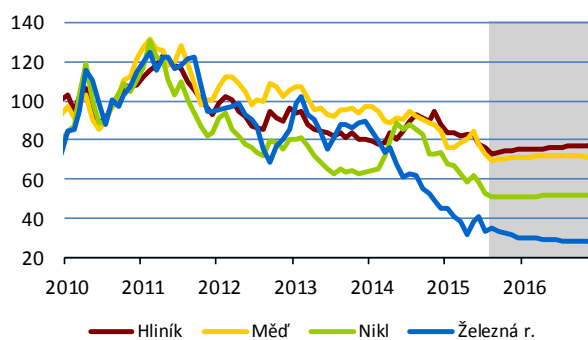
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	90,0 ↘	90,8 ↘	88,9 ↗	94,6 ↘
2016	95,1 ↘	96,9 ↘	100,5 ↗	92,8 ↘

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91,7 ↗	160,7 ↘	67,3 ↘	47,8 ↘
2016	92,7 ↗	151,8 ↘	66,9 ↘	

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	78,3 ↘	74,9 ↘	57,1 ↘	35,9 ↗
2016	76,3 ↘	71,6 ↘	51,5 ↘	28,8 ↘

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).  
Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne?<sup>1</sup>

Na podzim tohoto roku dojde opět po pěti letech k revizi ocenění zvláštních práv čerpání (SDR), tj. měnového složení a vah, ze strany Mezinárodního měnového fondu. Stejně jako při minulé revizi v roce 2010 bude hlavní diskuze zaměřena na možnost začlenění čínské měny renminbi do koše, protože již v minulém pětiletém období se Čína zařadila mezi 4 největší světové exportéry a splnila tak vstupní kritérium. Druhé kritérium, tj. volná použitelnost měny, je nadefinováno volněji s doporučenými indikátory. Jak však ukazuje tato analýza, i přes jednoznačný pokrok v internacionalizaci renminbi nelze měnu považovat za rovnocenného partnera hlavních světových měn. Je však bez debat, že tento status v následujících letech získá a proto umožnění vstoupit do klubu SDR by bylo nejen ocenění reformního úsilí v posledních letech ale zejména uznání role čínské ekonomiky ve světě.

### 1 Historie SDR a principy stanovení hodnoty

Zvláštní práva čerpání (Specil Drawing Rights, SDR) jsou účetní jednotkou používanou pro operace MMF a doplňkové rezervní aktivum v mezinárodním finančním systému, protože představuje potenciální nárok na volně směnitelné měny členských zemí MMF.

SDR vzniklo v roce 1969 jako další forma rezervních aktiv (mimo zlato a USD) a neomezené mezinárodní likvidity. Při vzniku pak hodnota byla nastavena na 35 SDR na unci zlata a v paritě k USD. Po rozpadu brettonwoodského systému a zavedení volně plovoucích měn v roce 1974 byl přijat přístup standardního koše (s fixním množstvím měnových jednotek) s cílem zajistit stabilní hodnotu. Bylo vybráno celkem 16 měn zemí s podílem na světovém obchodu ve zboží a službách více než 1 %. Podíl USA vzhledem k podstatnému významu ve finančních transakcích, na které však chyběla data, byl ad hoc zvýšen. V roce 1980 byl počet měn snížen na 5 (USD, DEU, GBR, FRA, JPN) s cílem zajistit větší stabilitu koše. Váhy odrážely objem vývozu a devizových rezerv. Po zavedení eura byla nutná další úprava SDR, kdy v roce 2000 kromě zahrnutí nově vytvořené měny doznala změn i celá metoda ocenění SDR.

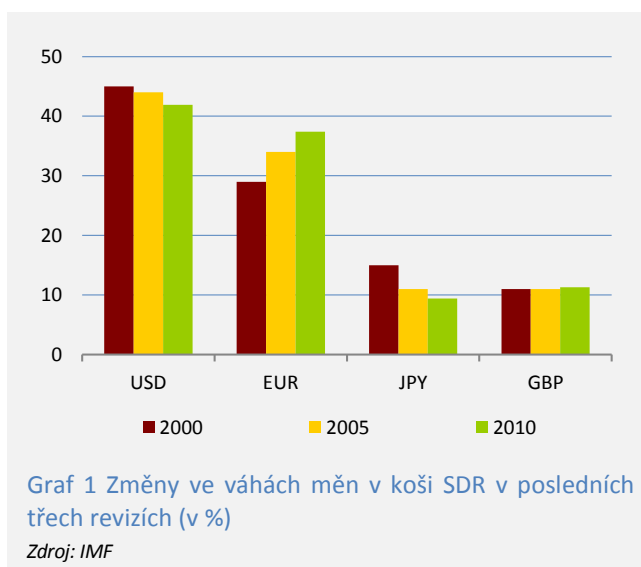
Metoda stanovení hodnoty má nově tři základní části:

- **Volba měn** – pouze 4 měny největších exportérů (1. kritérium - vstupní), jejichž měny jsou volně použitelné (2. kritérium).
- **Váhy** – i nadále jsou odvozeny od velikosti vývozu a devizových rezerv.
- **Periodicita** – přehodnocení koše je stále možné v pětiletých intervalech, i když není vyloučeno přehodnocení v mezidobí.

Novinkou bylo zejména kritérium volné použitelnosti, které má odrážet roli SDR jako dodatečného rezervního aktiva. Kritérium významnosti ve světovém obchodě je nutnou, ale ne postačující podmínkou, pro zahrnutí do koše (Janáček a Komárek, 2013). Neodráží totiž význam měny v mezinárodních transakcích ani hloubku/šířku jejích finančních trhů. Měna, která kritérium volné použitelnosti splňuje, pak bude mít referenční kurz, reprezentativní úrokové/zajišťovací instrumenty atd.

Širší principy ocenění SDR na podporu atraktivnosti SDR jako rezervního aktiva, které však nejsou zahrnuty v žádném rozhodnutí Fondu, se kromě výše zmíněného zaměřují na další aspekty. Podle nich by hodnota SDR měla být stabilní ve vyjádření v hlavních světových měnách. Také měnové složení by mělo být stabilní a revize v metodě by se měly objevit až v důsledku významných změn v rolích měn ve světové ekonomice. To se promítá zejména do diskuze, kolik měn by se mělo v koši nacházet.

V rámci poslední revize metody ocenění v roce 2010 došlo k jen k mírné změně vah ve prospěch eura (viz Graf 1). Ale obchodní vzestup Číny pak otevřel diskusi ohledně změn měnového složení SDR. Poprvé se po dobu celého pětiletého období (2005-2009) Čína udržela mezi pětící největších exportérů a kritérium významu v zahraničním obchodě bylo tedy splněno.



<sup>1</sup> Autorkou je Soňa Benecká (sona.benecka@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

MMF se však rozhodl na základě komplexního zhodnocení kritéria volné použitelnosti (pomocí indikátorů ale i vlastního úsudku) čínské renminbi do koše měn zatím nezačleňovat. Zahrnutí RMB do koše by mělo omezené reálné dopady, ale jednalo by se o uznání vlivu čínské ekonomiky na světovou a reflexi ekonomických reforem v posledních letech, a v konečném důsledku by vedlo k udělení rezervní statusu RMB. Nový status by pak dále podpořil internacionalizaci renminbi, což je hlavním cílem čínských představitelů. V dlouhodobějším měřítku by pak vedl k vyšší nabídce bezpečných aktiv, která klesla v posledních letech vlivem měnověpolitických opatření centrálních bank ve vyspělých ekonomikách.

Na podzim letošního roku pak čeká MMF nové hlasování, a proto se v následující kapitole pokusíme nastínit, jaké argumenty mohou zaznět při jednání a zda je začlenění renminbi reálné.

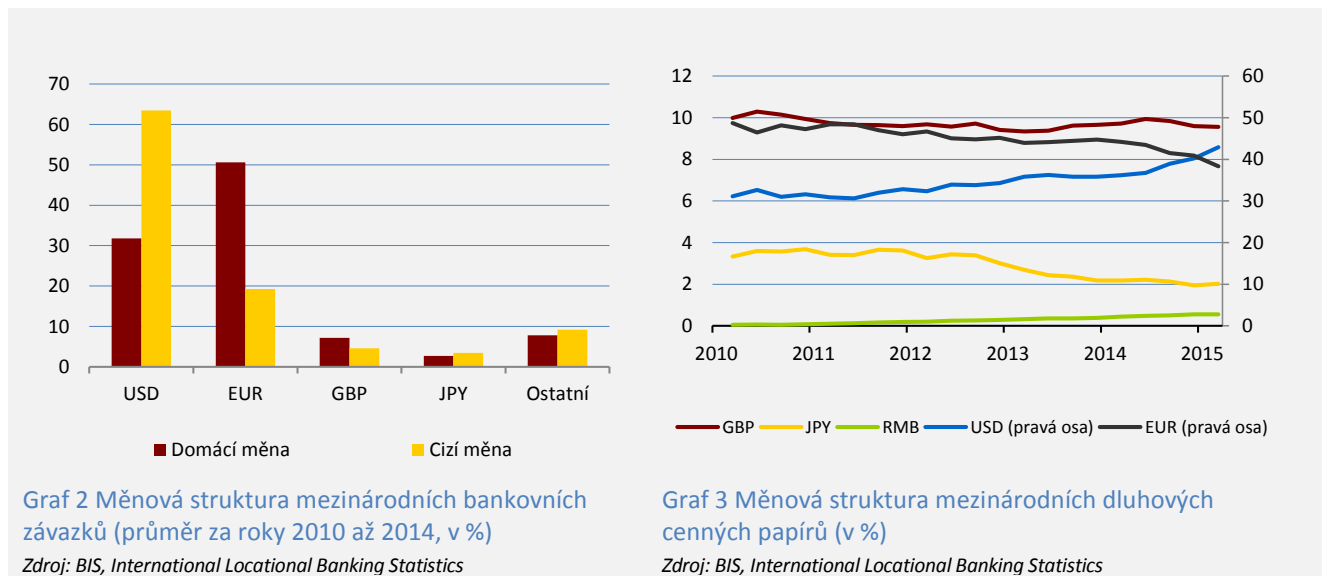
## 2 Změny v měnovém složení SDR: kritéria hodnocení

Kritérium volné použitelnosti bylo od založení Fondu klíčové pro finanční operace. Podle Článku XXX(f) je volně použitelná měna taková, která je

- široce používána k mezinárodním platbám za mezinárodní transakce a
- široce obchodována na hlavních devizových trzích.

Naplnění podmínek však není automatické, je nutná interpretace ze strany MMF. Neexistuje ani přesný seznam indikátorů, které by vedly k jednoznačnému hodnocení, zda je měna volně použitelná. V roce 2010, kdy renminbi zahrnuto nebylo, byly v diskusi použity 3 indikátory: mezinárodní bankovní závazky, mezinárodní dluhové cenné papíry, obrat na globálních devizových trzích. Diskutována byla i měnová struktura devizových rezerv. Podívejme se nyní na srovnání čínského renminbi s měnami v koši SDR z pohledu všech indikátorů za posledních 5 let:

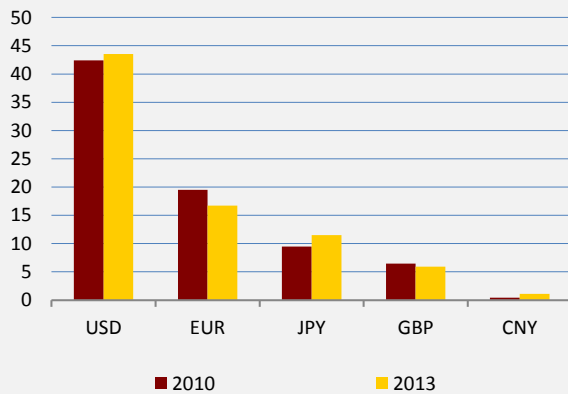
- a) měnová struktura mezinárodních bankovních závazků a dluhových cenných papírů – naznačuje, jaké měny jsou používány při finančních transakcích. Z pohledu bankovních závazků je podstatné rozlišovat, zda se jedná o závazky v domácí či cizí měně (viz Graf 2). Ale v obou případech dominují americký dolar a euro, následovány britskou librou a japonským jenem. Stejnou strukturu nacházíme rovněž u měnové struktury mezinárodních cenných papírů (Graf 3). Patrná je velká perzistence v preferenci měn pro finanční transakce, i když dluhová krize v eurozóně podpořila zájem o dolar jako transakční měnu. Pro RMB máme data jen za dluhové cenné papíry, kde podíl z nuly v roce 2010 se dostal nad 0,5 % v prvním čtvrtletí 2015.



- b) obrat na devizových trzích – je základním ukazatelem, jak je měna obchodována<sup>2</sup>. Graf 4 ukazuje, že více než 60 % obratu na spotových devizových trzích je v eurech a dolarech. V posledním dotazníkovém šetření BIS v roce 2013 se pak čínská měna dostala na deváté místo v žebříčku s více než 1% podílem na celkovém obratu. Čínská měna však není konvertibilní na onshore trhu. Kurzový režim lze od roku 2005 charakterizovat jako řízeně plovoucí, s jasným posilujícím trendem vůči americkému dolaru.

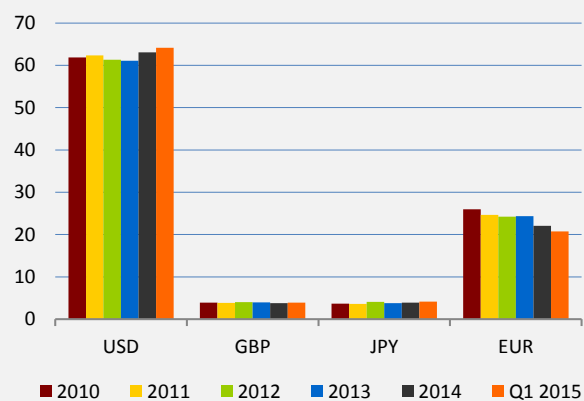
<sup>2</sup> V dokumentech MMF se vyskytuje také ukazatel rozpětí mezi nabídkovou a poptávkou cenou (bid-ask spread). Tento indikátor může odrážet více faktorů (likviditní podmínky na finančních trzích), nebudeme jej do analýzy zahrnovat.

- c) měnová struktura devizových rezerv – tento indikátor je sice významný, ale bohužel zde narážíme na nedostatek dat. Pro téměř polovinu celkových světových rezerv měnovou strukturu neznáme (zjm. v případě Číny). Mezi alokovanými aktivy pak dominuje americký dolar, následován eurem (viz Graf 5). Tříprocentní podíl mají britská libra a japonský jen, na oblibě získal v posledních letech také dolar australský a kanadský. Čínskou měnu v základním přehledu nenajdeme, ale např. australská centrální banka již investovala více než 3 % svých rezerv do RMB.



Graf 4 Podíly na obratu na globálních spotových devizových trzích v letech 2010 a 2013 (v %)

Zdroj: BIS, 2010 Triennial Central Bank Survey



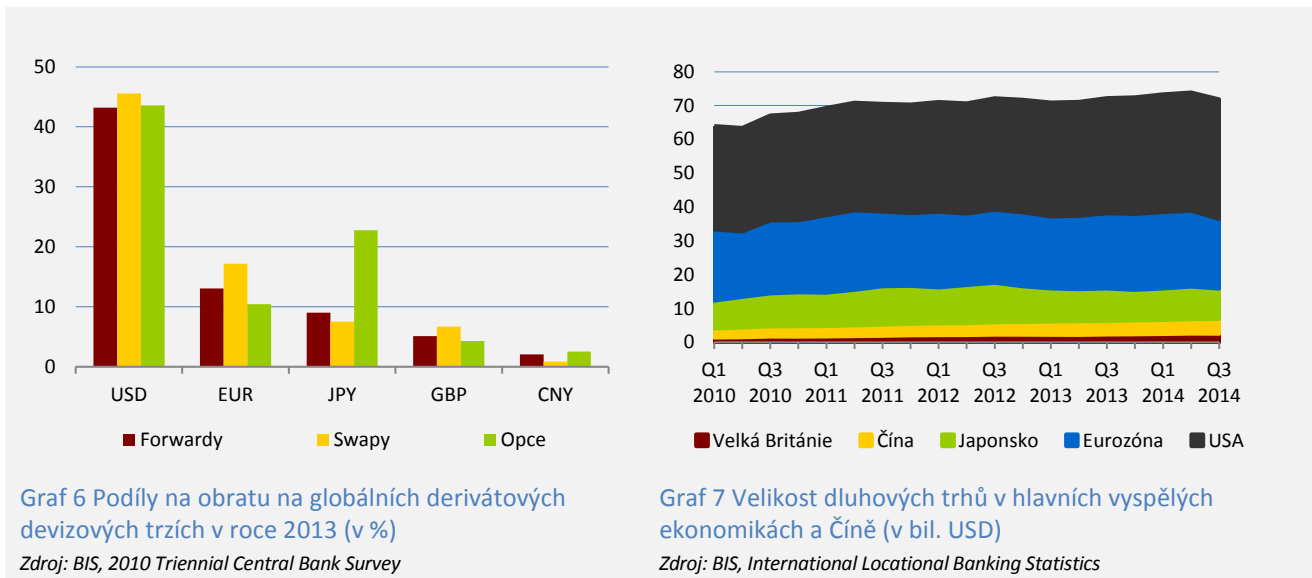
Graf 5 Měnová struktura alokovaných devizových rezerv od roku 2010 (v %)

Zdroj: IMF, COFER

Diskuzi ohledně kritérií pak doplnil speciální dokument IMF (2011). Autoři v něm navrhli nový přístup v souvislosti s povahou SDR jako rezervního aktiva. Kritérium rezervního aktiva je založeno na třech klíčových charakteristikách - likvidita na FX trzích, možnost zajištění a dostatek úrokových instrumentů v dané měně. Byly navrženy 4 indikátory, které tyto charakteristiky vystihují: měnová struktura devizových rezerv, obrat na spotových a derivátových trzích, existence vhodného tržního úrokového instrumentu. Oproti předchozímu kritériu tedy máme navíc obrat na derivátových trzích (možnost zajistit se) a existence investičních instrumentů (možnost řídit úrokové riziko).

Z pohledu prvního indikátoru je z Grafu 6 patrné, že derivátovému trhu vládnou instrumenty v USD a dalších světových měnách. Podíl čínské měny je podle typu instrumentu 2 až 5 %, dokonce za australským a kanadským dolarem. Druhé kritérium je definováno velmi nejasně, bez specifikace, jak bude posuzováno. Pro srovnání tedy uvádíme velikost dluhových trhů (veřejného i soukromého), viz Graf 7. Čína má v současnosti čtvrtý největší dluhový trh na světě (4,3 bil. USD), tedy více než Velká Británie. Ale na rozdíl od vyspělých ekonomik Čína nemá plně liberalizované kapitálové toky, tj. přístup na onshore finanční trhy a možnost obchodovat s čínskými aktivy v domácí měně jsou velmi omezené. Zahraniční investoři mohou investovat přímo v Číně v rámci programu (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII), který nabízí 285 schváleným institucím kvóty v celkové výši 75 mld. USD. Volně přístupný je offshore trh, kde velikost depozit na konci roku 2014 dosáhla 440 mld. USD a dluhopisů 77 mld. USD. Celkově je objem instrumentů k dispozici velmi nízký.





Je tedy zřejmé, že RMB není široce obchodováno na hlavních devizových trzích ani používáno na finanční transakce. Na druhou stranu je stále více používáno v mezinárodním obchodě se zbožím a službami. Dle údajů SWIFT (platforma pro mezinárodní platební styk) v květnu 2015 byla čínská měna s podílem 2,2 % na 5. pozici v žebříčku měn využívaných pro mezinárodní platební styk. V meziročním srovnání objemu plateb v této měně na rozdíl od ostatních měn rostl. Počet institucí používající RMB se zvýšil na 1081 a další nárůst lze očekávat po zavedení čínského mezinárodního platebního systému CIPS (China International Payment System) na konci tohoto roku. Více než 27 % obchodu Číny se zbožím je nyní v domácí měně a téměř pětina amerických firem použila nebo hodlá provést platbu v RMB (podle HSBC). Dle nové dohody i některé platby do Ruska za ropu jsou nově denominovány přímo v RMB. Do čínské měny investovalo podle odhadů více než 60 centrálních bank v objemu 100 mld. USD. Malý objem dokumentuje ochotu centrálních bank testovat nový trh a diverzifikovat svá aktiva.

Čína však ve svém reformním úsilí nepolevuje. Při svém dubnovém vystoupení guvernér čínské centrální banky Zhou Xiaochuan představil plán s cílem podpořit volnou použitelnost RMB, tj. dosáhnout řízené konvertibility měny za podpory makrobezpečnostních opatření, v omezeném měřítku již do konce tohoto roku. Mezi hlavní opatření patří:

- spuštění programu pro investice rezidentů v zahraničí (Qualified Domestic Individual Investor, QDII2)
- spuštění programu investic nerezidentů v Číně ve formě emisí finančních produktů (Shenzhen-Hong Kong Stock Connect program)
- změny v regulaci devizového trhu: budou odstraněny ex ante schvalovací procesy a vznikne ex post monitorovací a makrobezpečnostní řízení trhu
- rozšíření přístupu zahraničních investorů na domácí kapitálové trhy
- další podpora internacionalizace RMB

Lze tedy shrnout, že z pohledu kritérií MMF renminbi nespĺňuje požadavky na měnu, která by mohla být zahrnuta do koše SDR. Pokud tedy dojde k začlenění RMB do koše SDR, stane se tak spíše jako forma uznání role čínské ekonomiky ve světě. V minulosti již tak MMF učinil. Japonský jen byl zahrnut i přesto, že plně konvertibilní byla měna až dva roky poté (v roce 1980). Proti politické interpretaci lze však očekávat protest ze strany USA, i když zavěšený kurz RMB na USD de facto zvýší vliv dolaru v koši SDR.

## Zdroje

Janáček, K. – Komárek, L. (2012): Bude americký dolar nadále dominantní světovou rezervní měnou? Politická ekonomie č. 1

<http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>

IMF (2011): Criteria for Broadening the SDR Currency Basket

IMF (2010): Review of the Method of Valuation of the SDR

## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2015/8	+0,0	2015/7	+0,0	2015/6	0	2015/6
		2015/7		2015/4		2015/3		2015/3
US	-0,1	2015/8	-0,6	2015/7	-1,1	2015/6	-0,6	2015/6
		2015/7		2015/4		2015/3		2015/3
DE	0	2015/8	-0,0	2015/7	-0,1	2015/6	+0,7	2015/6
		2015/7		2015/4		2015/3		2014/12
JP	-0,2	2015/8	-0,2	2015/7	-0,3	2015/6	0	2015/5
		2015/7		2015/4		2015/3		2015/1
BR	-0,2	2015/8	-0,5	2015/7	-2,3	2015/6	0	2015/8
		2015/7		2015/4		2014/11		2015/7
RU	0	2015/8	+0,4	2015/7	-3,1	2015/6	-0,1	2015/8
		2015/7		2015/4		2014/11		2015/7
IN	0	2015/8	+0,0	2015/7	+0,9	2015/6	0	2015/8
		2015/7		2015/4		2014/11		2015/7
CN	+0,1	2015/8	+0,0	2015/7	-0,3	2015/6	+0,1	2015/8
		2015/7		2015/4		2014/11		2015/7

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	0	2015/8	-0,9	2015/4	+0,0	2015/6	+0,3	2015/6
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/3
US	+0,1	2015/8	-2,0	2015/4	-1,4	2015/6	0	2015/6
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/3
DE	-0,1	2015/8	-1,0	2015/4	+0,0	2015/6	-0,6	2015/6
		2015/7		2014/10		2014/11		2014/12
JP	0	2015/8	-1,0	2015/4	+0,0	2015/6	-0,2	2015/5
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/1
BR	+0,5	2015/8	+2,0	2015/4	+2,9	2015/6	+0,5	2015/8
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/7
RU	-0,1	2015/8	+10,6	2015/4	+8,6	2015/6	-0,3	2015/8
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/7
IN	0	2015/8	-1,4	2015/4	-0,7	2015/6	0	2015/8
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/7
CN	0	2015/8	-1,3	2015/4	-1,0	2015/6	+0,1	2015/8
		2015/7		2014/10		2014/11		2015/7

### A3. Seznam zkratk používaných v GEVU

<b>ABS</b>	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt
<b>BoJ</b>	Bank of Japan	<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotřebitelských cen
<b>BR</b>	Brazílie	<b>CHF</b>	švýcarský frank
<b>BRIC</b>	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange
<b>BRL</b>	brazílský real	<b>IFO</b>	Institute for Economic Research
<b>CB-CCI</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>IFO-BE</b>	IFO Business Expectations
<b>CB-LEII</b>	Conference Board Leading Economic Indicator Index	<b>IN</b>	Indie
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade	<b>INR</b>	indická rupie
<b>CBR</b>	centrální banka Ruské federace	<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>JP</b>	Japonsko
<b>CN</b>	Čína	<b>JPY</b>	japonský jen
<b>CNY</b>	čínský renminbi	<b>LIBOR</b>	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>MER</b>	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank	<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond
<b>DE</b>	Německo	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>EA</b>	eurozóna	<b>OECD-CLI</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka	<b>PMI</b>	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
<b>EC-CCI</b>	European Commission Consumer Confidence Indicator	<b>PPI</b>	Ceny průmyslových výrobců
<b>EC-ICI</b>	European Commission Industrial Confidence Indicator	<b>PU</b>	Předstihové ukazatele
<b>EIA</b>	Energy Information Administration (Americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	<b>RU</b>	Rusko
<b>EIU</b>	Economist Intelligence Unit	<b>RUB</b>	ruský rubl
<b>EIU</b>	databáze The Economist Intelligence Unit	<b>TLTRO</b>	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
<b>EK</b>	Evropská komise	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>EU</b>	Evropská unie	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>EUR</b>	euro	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>USD</b>	americký dolar
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>USD/b</b>	
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>GBP</b>	britská libra	<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		<b>ZEW-ES</b>	ZEW Economic Sentiment

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

### 2015

	č. GEVU
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne?	2015-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2015-7
Sezónní cenové pohyby na komoditních trzích (Martin Motl)	2015-6
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam, Jan Hošek)	2015-4
Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému (Luboš Komárek)	2015-3
Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko (Alexis Derviz)	2015-2
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

### 2014

	č. GEVU
Platnost Okunova zákona v zemích OECD a dalších ekonomikách (Oxana Babecká Kucharčuková a Luboš Komárek)	2014-12
Normalizace měnové politiky v USA (Soňa Benecká)	2014-11
Změny v přílivu přímých zahraničních investic a jejich výnosnosti v ČR a v zemích Střední Evropy (Vladimír Žďárský)	2014-10
Konkurenceschopnost a růst vývozu zboží ve vybraných střeoevropských zemích (Oxana Babecká Kucharčuková)	2014-9
Vývoj a struktura zaměstnání na kratší pracovní dobu v evropském srovnání (Eva Hromádková)	2014-8
Budoucnost zemního plynu (Jan Hošek)	2014-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2014-6
Jak daleko mají země V-4 do Rakouska: Detailní pohled na úrovni CPL (Václav Žďárek)	2014-5
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

### 2013

	č. GEVU
Financionalizace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních	2013-8

	č. GEVu
dvou dekadách (Vladimír Žďárský)	
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

## 2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

	č. GEVu
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8

	<b>č. GEVU</b>
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnila globální nerovnováha? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1