



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Globální ekonomický výhled - únor 2016**

Česká národní banka; Sekce měnová  
2016

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-203046>

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

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

Datum stažení: 17.05.2024

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

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ÚNOR

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2016



<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>Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>21</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016</b>	<b>21</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016</b>	<b>21</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVU</b>	<b>22</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU</b>	<b>23</b>

**Datum uzávěrky dat**

12. února 2016

**Sběr dat CF**

8. února 2016

**Datum publikace GEVU**

19. února 2016

**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.

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 Shrnutí Zaostřeno na...	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	<b>Pavla Břizová</b> pavla.brizova@cnb.cz Editorka IV. Grafy výhledů kurzů	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz II.1 Eurozóna	<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.2 Spojené státy II.4 Japonsko
<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo	<b>Iveta Polášková</b> iveta.polaskova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích	<b>Vladimír Žďárský</b> vladimir.zdarsky@cnb.cz Zaostřeno na...	

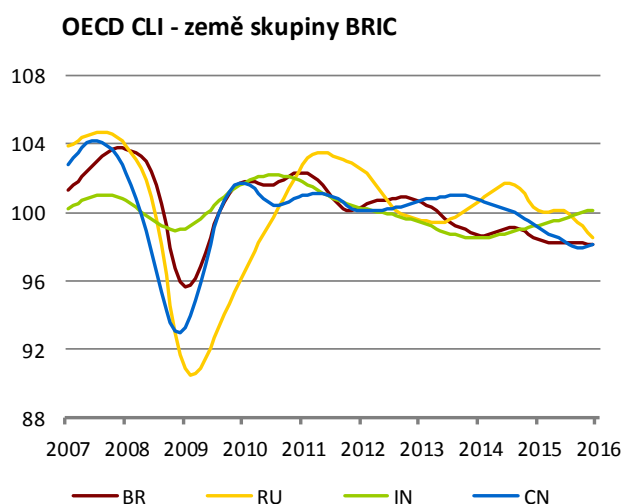
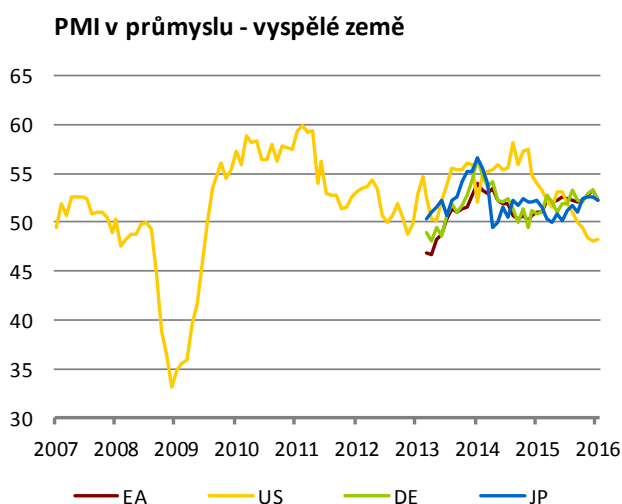
Únorové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle dále přinášíme zamyšlení nad tím, jak se změnil stav globálních nerovnováh ve světové ekonomice od počátku tohoto milénia v kontextu odeznívajícího krizového období. To se odrazilo nejen ve znatelném zhoršení vnější pozice ekonomicky významnějších zemí (saldo běžného účtu platební bilance), ale zároveň ve zhoršení jejich domácí fiskální pozice (saldo veřejných financí). Zvýraznění fenoménu tzv. dvojitého deficitu tak významně komplikuje proces snižování globálních nerovnováh ve světové ekonomice.

Výhledy hospodářského růstu hlavních světových ekonomik se v únoru s různou intenzitou snížily, zejména pro letošní rok. I přes tyto korekce, započaté zpřísněním měnové politiky Fedem a efekty silného dolaru by si měla ekonomika Spojených států udržet v roce 2016 tempo své výkonnosti mírně vyšší, než jsou současné výhledy pro ekonomiku eurozóny. Nicméně ve vnímání budoucího vývoje se stále více projevuje rozpor mezi optimističtější laděnými makroekonomickými statistikami a pohledy Fedu a vnímáním finančních trhů, které ústy některých analytiků dokonce hovoří o možném návratu americké ekonomiky do recese. K ekonomickému růstu eurozóny již přestává přispívat Německo, které by mělo vykázat růst mírně nižší oproti eurozóně jako celku. Japonskou ekonomiku čeká letos 1% růst, výhledy pro rok 2017 jsou však pesimistické. Nově přichází údaje o cenovém vývoji hlavních světových ekonomik byly oproti lednu vesměs přehodnoceny směrem dolů, i přesto by se měla spotřebitelská inflace v letošním i příštím roce pozvolně zvyšovat. S výjimkou Spojených států však ve vyspělých zemích stále zůstane pod „magickou“ 2% hodnotou.

Výhledy růstu HDP rozvíjejících se zemí skupiny BRIC byly oproti minulému měsíci většinou sníženy. Zatímco v případě Indie jde o „kosmetickou“ úpravu, v případě Číny revize výhledů odráží pokračující pozvolný pokles její hospodářské výkonnosti. Přesto jsou obě ekonomiky ve zcela jiné situaci, než ekonomika Brazílie a Ruska, které letos setrvávají v recesi s nadějí, že kladný hospodářský růst by mohly opět zaznamenat v příštím roce. Výhledy inflace byly pro Indii a Čínu oproti lednu sníženy, v případě Číny již nově nedosáhnou kýžených 2%. Pro Indii je očekávána míra inflace převyšující 5% hladinu, což je však plně v souladu s dynamikou její ekonomiky. Brazílie a Rusko budou letos čelit zřetelně vyšší inflaci (zhruba kolem 7%), což při zmíněném setrvání v recesi vyvolává řadu ekonomických problémů.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají na velmi nízkých hodnotách a téměř bez náznaku jejich růstu do konce roku 2017. V případě Spojených států nelze předpokládat, že během prvního čtvrtletí 2016 dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, které započalo téměř po 10 letech v prosinci 2015. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně posílit vůči euru, japonskému jenu a čínskému renminbi, viditelněji pak vůči brazilskému realu. Oslabení dolaru je naopak očekáváno vůči ruskému rublu. Vůči indické rupii se očekává v ročním horizontu stabilita amerického dolaru. Výhled cen ropy zůstává v ročním horizontu velmi mírně rostoucí a dosáhne zhruba hodnoty 40 USD/b, nicméně jeho trajektorie se oproti minulému měsíci posunula dolů. Ceny plynu na základě dlouhodobých kontraktů standardně následují ceny ropy s několikaměsíčním zpožděním, a proto se očekává v nejbližších měsících pokračování jejich poklesu. Tržní výhledy indexů průmyslových kovů, potravinářských komodit, tak i komoditního koše celkem jsou jen nepatrně rostoucí.

## Předstihové ukazatele pro sledované země

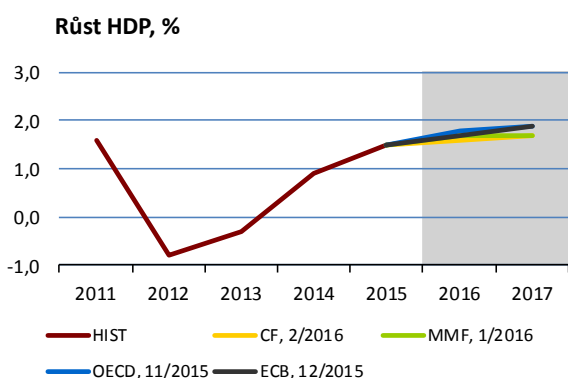


Zdroj: Bloomberg, Datastream

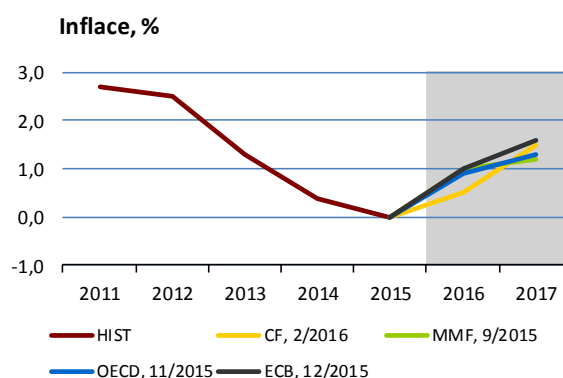
### II.1 Eurozóna

Hospodářské oživení v eurozóně je nadále slabé. V letošním a příštím roce by měl růst HDP pouze mírně zrychlovat. Podle rychlého odhadu Eurostatu vzrostlo HDP eurozóny v posledním čtvrtletí loňského roku o 0,3 % mezičtvrtletně. V meziročním vyjádření dosáhl růst HDP 1,5 %, což je také hodnota růstu HDP za celý rok 2015. V předchozích čtvrtletích k celkovému růstu nejvíce přispívala spotřeba domácností. Její pozitivní vliv očekáváme také ve čtvrtém čtvrtletí. Zároveň docházelo ke zvyšování přebytku běžného účtu platební bilance eurozóny, který ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl v ročním kumulovaném vyjádření 3 % HDP. Růst reálných maloobchodních tržeb v prosinci meziměsíčně pouze mírně zrychlil. V meziročním vyjádření dosáhl 1,6 %. Nízkou dynamikou je charakteristická také průmyslová produkce. Navzdory tomu se předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu v lednu stále nacházel v expanzivním pásmu, i když na nižší hodnotě než v prosinci. Míra nezaměstnanosti v prosinci opět mírně poklesla.

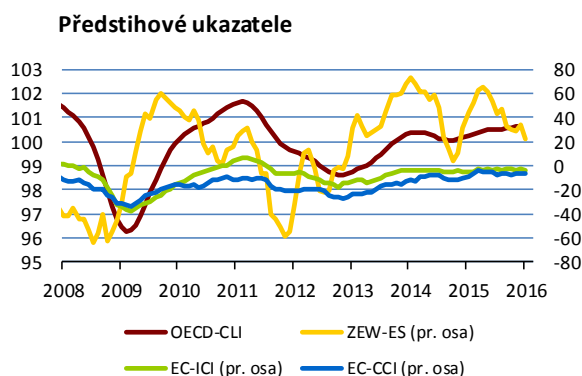
Lednová inflace zrychlila na 0,4 %. K celkovému meziročnímu růstu cen přispěl nejvíce růst cen služeb, zatímco ceny energií působily v opačném směru a s větší intenzitou. CF poměrně výrazně přehodnotil směrem dolů výhled inflace na letošní rok, zatímco ostatní sledované instituce stále drží své výhledy okolo 1 %. Pro rok 2017 je již očekáváno výraznější oživení inflace. ECB na svém lednovém zasedání neprovedla žádné dodatečné uvolnění měnové politiky. O to více se nyní soustředí pozornost na její nadcházející březnové zasedání. Úroková sazba 3M Euribor se nachází v mírně záporných hodnotách, a tak tomu bude podle tržních výhledů také v ročním horizontu. Roční výhled CF pro výnos desetiletého německého vládního dluhopisu byl oproti předchozímu měsíci přehodnocen dolů na 0,8 %.



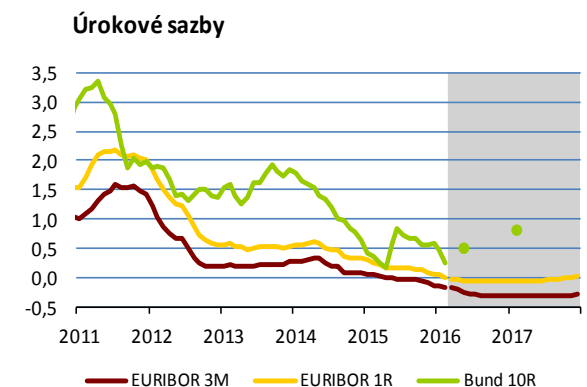
	CF	MMF	OECD	ECB
2016	1,6	1,7	1,8	1,7
2017	1,7	1,7	1,9	1,9



	CF	MMF	OECD	ECB
2016	0,5	1,0	0,9	1,0
2017	1,5	1,2	1,3	1,6



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
11/15	100,6	-3,3	-5,9	28,3
12/15	100,7	-2,0	-5,7	33,9
1/16		-3,2	-6,3	22,7

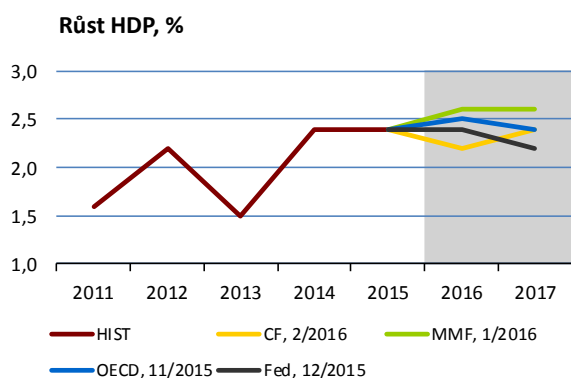


	01/16	02/16	05/16	02/17
3M EURIBOR	-0,15	-0,16	-0,26	-0,31
1Y EURIBOR	0,04	0,00	-0,04	-0,06
10Y Bund	0,47	0,27	0,50	0,80

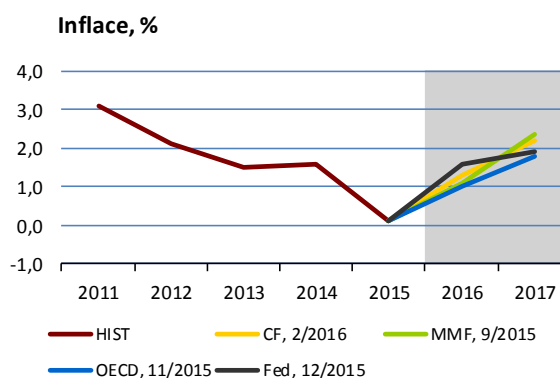
## II.2 Spojené státy

S příchodem nového roku se dále zvětšil rozdíl v dynamice amerického trhu práce a zbytku ekonomiky. Rostou obavy z možného nástupu recese s tím, jak se pokles cen komodit a silnější dolar začínají projevovat ve více sektorech. Průmyslová produkce se v prosinci propadla meziročně o téměř 1,8 %, zejména pak v odvětví těžby a dodávky energií, přičemž využití kapacit kleslo na 76,5 %. Nové informace z trhu práce však stále vyznívají příznivě. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v lednu 151 tis. (původní odhad 190 tis.), což je sice podstatný propad oproti prosincové hodnotě (292 tis.), míra nezaměstnanosti nicméně poklesla na osmileté minimum 4,9 % a míra participace opět nepatrně vzrostla na 62,7 %. Maloobchodní prodeje se v závěru roku nečekaně propadly, ale důvěra spotřebitelů se naopak zvýšila. Zdrojem optimismu domácností je právě pozitivní vývoj na trhu práce.

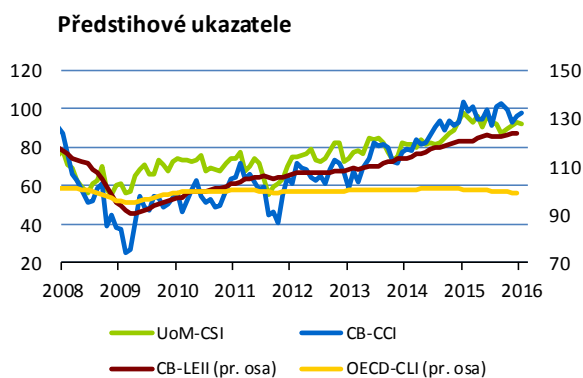
Meziroční inflace spotřebitelských cen v prosinci dále zrychlila na 0,7 % a jádrová inflace překonala 2% růst. Zatímco dynamika cen se zvyšuje, inflační očekávání na základě finančních instrumentů TIPS dále poklesla. I šetření newyorského Fedu naznačují, že spotřebitelé zaznamenali snížení cen benzínu a nižší náklady na zdravotní péči či vzdělání. Americká centrální banka se na lednovém zasedání rozhodla ponechat cílové rozpětí pro sazby Fed Funds beze změny. Z doprovodného prohlášení vyplývá, že Fed v blízké době neuvažuje o dalším zvyšování sazeb. Vývoj na trhu práce sice zůstává výrazně pozitivní, signály z ostatních segmentů ekonomiky však tolik příznivé nejsou. Aktuální pokles cen ropy navíc oddaluje dosažení 2% inflačního cíle. Podle některých představitelů Fedu je zdrojem obav i pokles inflačních očekávání. Podle únorového šetření je více než 75 % panelistů CF přesvědčeno, že na březnovém zasedání sazby zvýšeny nebudou. Tržní výhledy pak naznačují i podstatnou korekci v delším horizontu, když trajektorie očekávaných úrokových sazeb výrazně poklesla. Únorový CF snížil předpověď růstu HDP i inflace, a to v obou letech. Aktualizace výhledu HDP z dílny MMF pak rovněž přinesla korekci směrem dolů, i když stále očekává vyšší expanzi než CF.



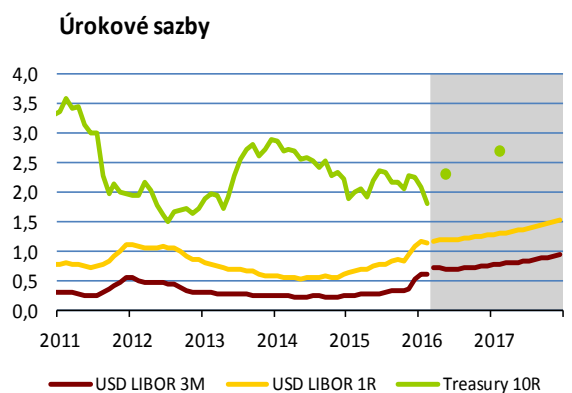
	CF	MMF	OECD	Fed
2016	2,2	2,6	2,5	2,4
2017	2,4	2,6	2,4	2,2



	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,3	1,1	1,0	1,6
2017	2,2	2,4	1,8	1,9



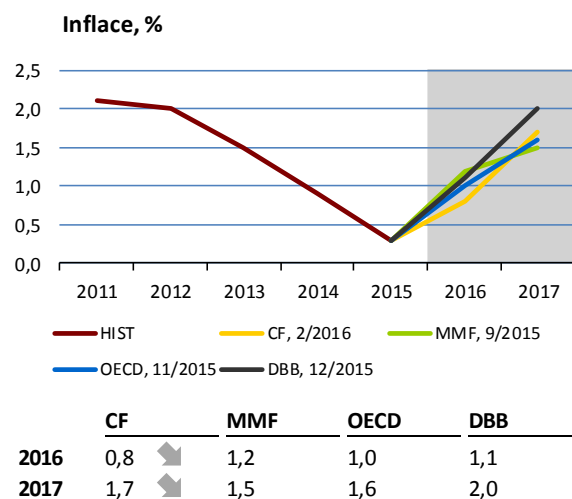
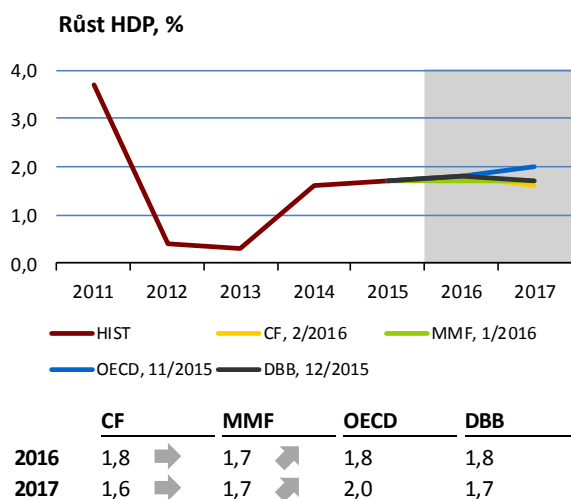
	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
11/15	123,9	99,2	91,3	92,6
12/15	123,7	99,0	92,6	96,3
1/16			92,0	98,1



	01/16	02/16	05/16	02/17
USD LIBOR 3M	0,62	0,62	0,69	0,79
USD LIBOR 1R	1,15	1,15	1,18	1,29
Treasury 10R	2,08	1,81	2,30	2,70

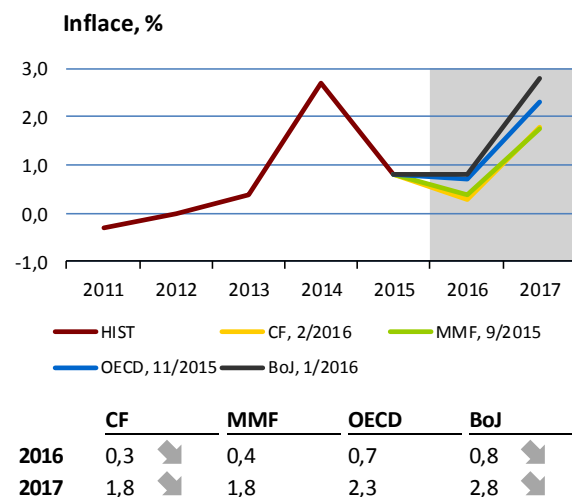
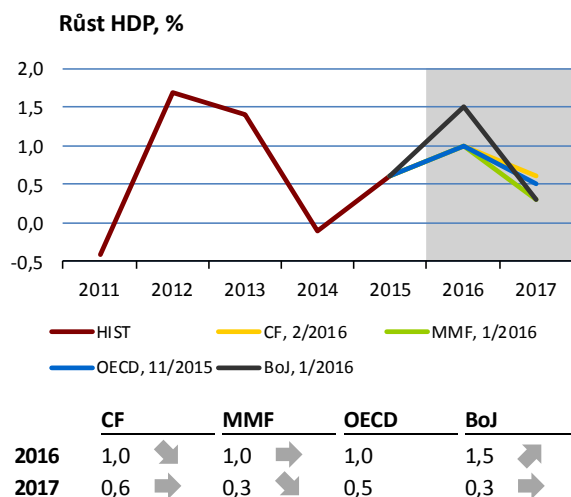
### II.3 Německo

Mezičtvrtletní tempo růstu německého HDP se ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku nezměnilo a zůstalo na úrovni 0,3 %. Růst spotřeby domácností a vlády vyvážil pokles čistého vývozu. Meziroční hospodářský růst oslabil na 1,3 %. Celkově byl minulý rok pro německou ekonomiku úspěšný: silný růst HDP byl doprovázen významným zvýšením zaměstnanosti a snížením nezaměstnanosti. Přebytek státního rozpočtu dosáhl 16 mld. EUR. Na samotném konci roku se však objevily náznaky hospodářského zpomalení. Průmyslová výroba ve čtvrtém čtvrtletí meziročně poklesla (nejvíce v prosinci), stejně tak tempo růstu maloobchodního obrátu. Saldo zahraničního obchodu se v prosinci výrazně snížilo. V lednu pak oslabily všechny sledované předstihové ukazatele. Inflace se v lednu zvýšila o 0,2 p. b. na 0,5 % díky růstu cen nájmu a potravin a pomalejšímu poklesu cen energií. Únorový CF snížil svůj odhad růstu cen za celý letošní rok na 0,8 %.



### II.4 Japonsko

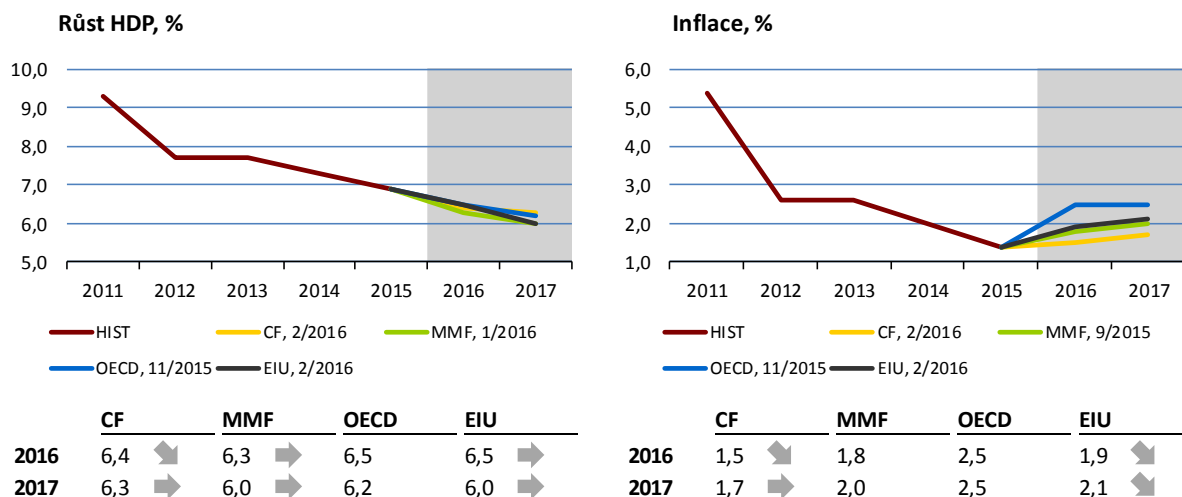
Japonská centrální banka se na konci ledna nečekaně zařadila mezi centrální banky se zápornou úrokovou sazbou, když zavedla poplatek ve výši 0,1 % na některé vklady komerčních bank u centrální banky. Motivem pro zavedení záporné sazby byla rizika, jež by mohla snížit důvěru podnikatelů a zastavit proces přizpůsobování spotřebitelů na prostředí rostoucích cen. Za riziko byl označen aktuální pokles cen ropy, ale také nejistý výhled rozvíjejících se ekonomik (např. Číny) a nestabilita na globálních trzích. Pokud to bude nutné, BoJ je připravena posunout sazbu do záporného pásma ještě více. Současně s tím došlo ke snížení tlaku na posílení japonského jenu, který se objevil v návaznosti na nárůst rizikové averze na světových finančních trzích. Únorový CF přehodnotil směrem dolů výhled růstu v tomto roce a výhled inflace v obou letech. Japonská ekonomika by měla v roce 2017 sice zpomalit, ale měly by se zvýšit inflační tlaky. Ve výhledu inflace je pak CF méně optimistický než nová předpověď BoJ, která již v příštím roce očekává překročení 2% inflačního cíle.





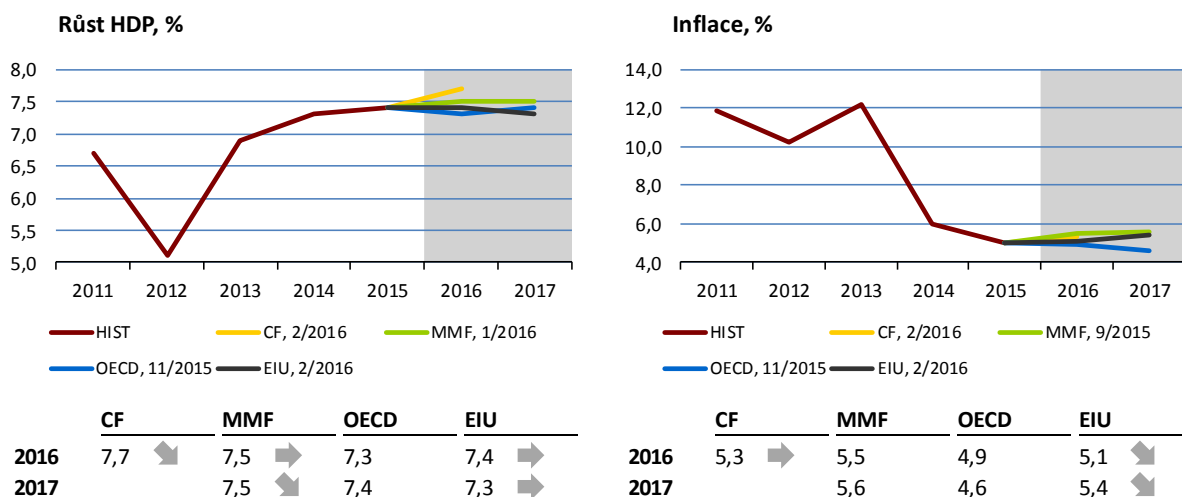
## III.1 Čína

Ve čtvrtém čtvrtletí se výkonnost čínské ekonomiky zhoršila jak meziročně (o 0,1 p. b. na 6,8 %), tak mezičtvrtletně (o 0,2 p. b. na 1,6 %). Celkově za loňský rok zpomalil růst o 0,4 p. b. na 6,9 %, ovšem stejné tempo zpomalení zaznamenala ekonomika Číny i předloni, kdy se růst HDP snížil ze 7,7 % (v roce 2013) na 7,3 %. Krátkodobé indikátory přitom naznačují další zpomalení. Meziroční tempo růstu průmyslové produkce se v prosinci snížilo na 5,9 % (oproti 6,2 % v listopadu). Lednový PMI (49,4) se oproti prosinci zhoršil jen mírně, nicméně zaostal za očekáváním (průzkum Reuters 49,6) a již šestý měsíc v řadě se udržuje v pásmu předpovídajícím zhoršení ekonomické aktivity. Navíc jde o nejslabší hodnotu od roku 2012. Celkem by měl dle nových výhledů (CF, MMF, EIU) ekonomický výkon v letošním roce zpomalit na 6,3–6,5 %. Rok 2017 pak přinese další zpomalení (na 6,0–6,3 %). Tempo růstu spotřebitelských cen sice v letošním roce mírně zrychlí, ovšem v dvouletém horizontu zůstane slabé.



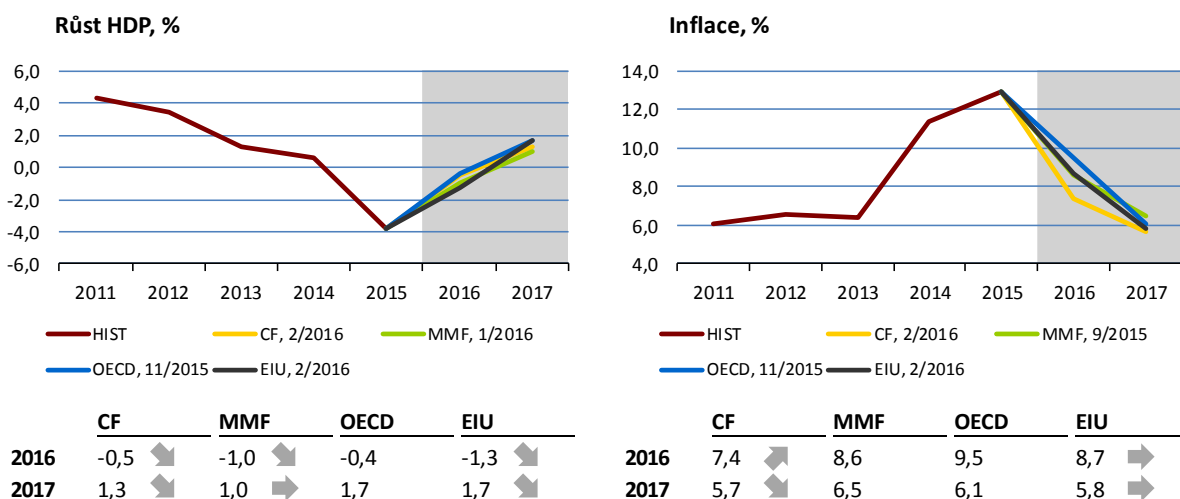
## III.2 Indie

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostla indická ekonomika meziročně o 7,3 %. Ve srovnání s revidovanou hodnotou za předchozí čtvrtletí je to o 0,4 p. b. méně. Zároveň došlo k revizi hodnoty růstu HDP za druhé čtvrtletí (na 7,6 %), což by měla být také hodnota za celý fiskální rok. Průmyslová výroba klesla v prosinci meziročně o 1,3 %. PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v lednu 51,1 bodů a opustil tak pásmo kontrakce. Oživení bylo zaznamenáno v produkci i nových objednávkách. Předpovědi růstu HDP zůstaly téměř beze změn, výhled snížily o 0,1 p. b. jen CF pro tento rok a MMF pro příští. Indická centrální banka ponechala základní úrokovou sazbu na 6,75 %. Lednový inflační cíl ve výši 6 % byl splněn, když se inflace oproti prosinci zvýšila o 0,1 p. b. a dosáhla 5,7 %. Výhledy inflace změnil pouze EIU, když snížil predikci pro obě období o 0,2, resp. 0,4 p. b.



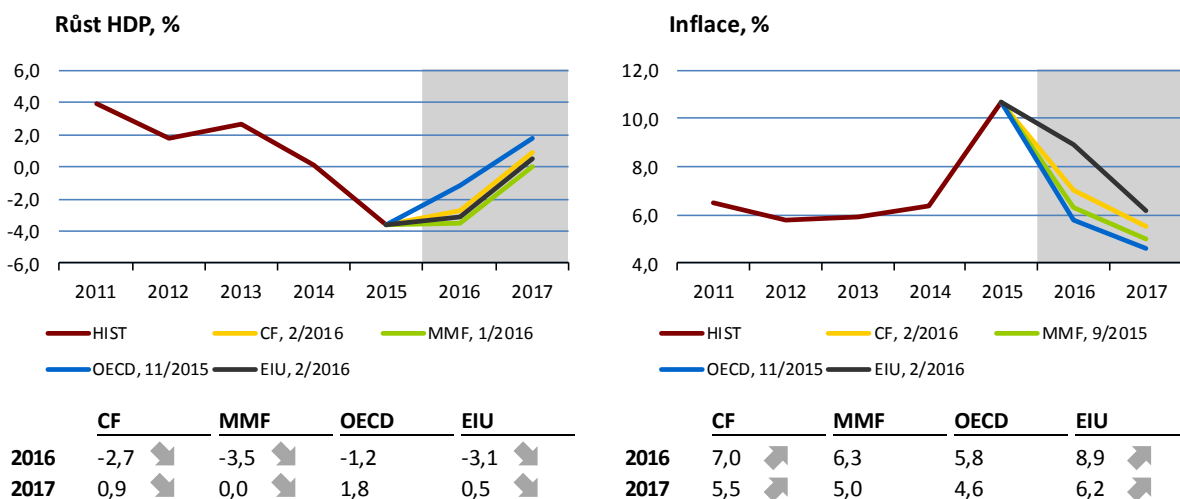
### III.3 Rusko

V únoru zveřejněné roční výsledky výkonu ruské ekonomiky svědčí o jeho poměrně rychlém zhoršování. První odhad HDP za rok 2015 ukazuje na propad ekonomiky oproti roku 2014 o 3,7 % (pro srovnání v roce 2014 HDP vzrostl o 0,7 %). Největší pokles v roce 2015 zaznamenal dovoz, který se ve stálých cenách snížil zhruba o čtvrtinu. Investice se propadly o necelých 20 %, 10% tempem klesala spotřeba domácností. Přestože sledované instituce (CF, MMF a EIU) se jednomyslně shodly na revizích svých odhadů růstu HDP směrem dolů, měla by se letos ekonomická situace celkově zlepšit. Propad HDP by se tak měl zmírnit na 0,5–1,3 %. Návrat HDP na růstovou trajektorii se očekává až v roce 2017, kdy by tempo jeho růstu mělo dosáhnout 1–1,7 %. Ekonomiku by mělo stabilizovat také snížení inflace. Ačkoliv v lednu meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl 9,8 %, do prosince 2017 by měl dle výhledů CF a EIU zpomalit na 5,7–5,8 %.



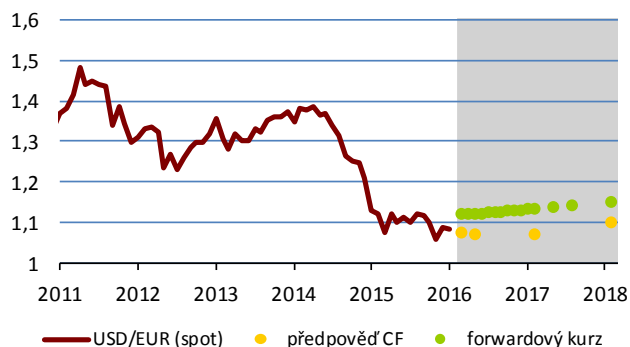
### III.4 Brazílie

Brazílskou ekonomiku budou v letošním roce výrazně ovlivňovat nejen vnější tlaky, ale především politická nejistota a snižující se domácí důvěra, které brzdí domácí poptávku. Průmyslová produkce v prosinci znovu poklesla, ovšem méně než v listopadu. Nezaměstnanost v prosinci klesla o 0,6 p. b. na 6,9 %, především však díky sezónním faktorům. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v lednu opět zvýšil (na 47,4 bodů), nadále nicméně zůstává v kontrakčním pásmu. Výhledy růstu HDP byly sníženy pro oba roky. V letošním roce by měl pokles HDP dosáhnout zhruba 3 %. V roce 2017 by se brazílská ekonomika měla dle CF a EIU vrátit k růstu o 0,9, resp. 0,5 %, dle MMF pak jen ke stagnaci. Brazílská centrální banka již na čtvrtém zasedání v řadě ponechala základní úrokovou sazbu na úrovni 14,25 %. Inflace dosáhla v lednu 10,7 %, když zaznamenala již jen marginální nárůst oproti prosincové hodnotě. CF i EIU zvýšily své předpovědi inflace pro letošní rok o 0,4, resp. 0,6 p. b., pro příští rok pak shodně o 0,3 p. b.



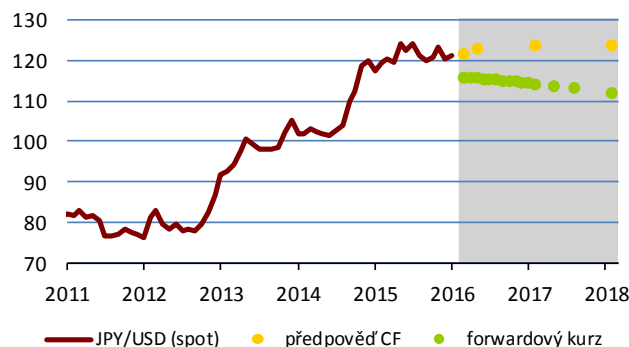
## IV. Grafy výhledů kurzů

Americký dolar (USD/EUR)



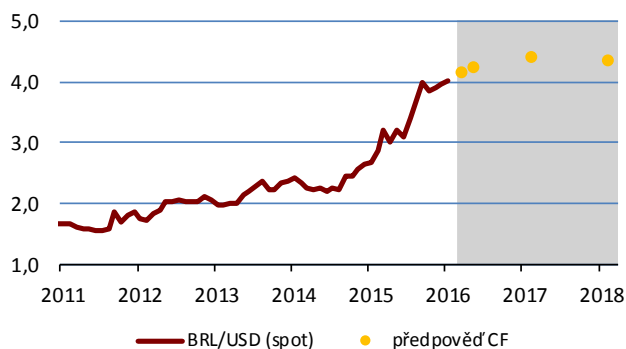
	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	1,119				
předpověď CF		1,077	1,072	1,069	1,102
forwardový kurz		1,120	1,122	1,134	1,152

Japonský jen (JPY/USD)



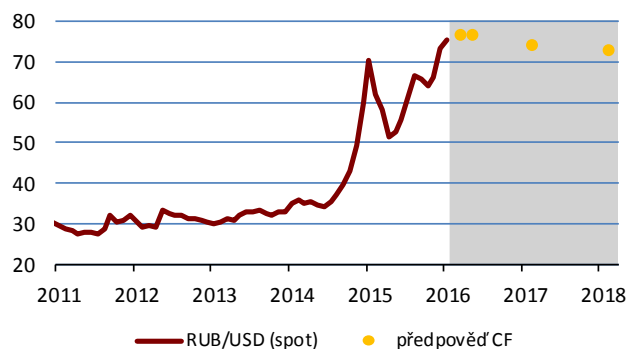
	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	115,7				
předpověď CF		121,4	122,6	123,5	123,8
forwardový kurz		115,8	115,5	114,2	111,9

Brazilský real (BRL/USD)



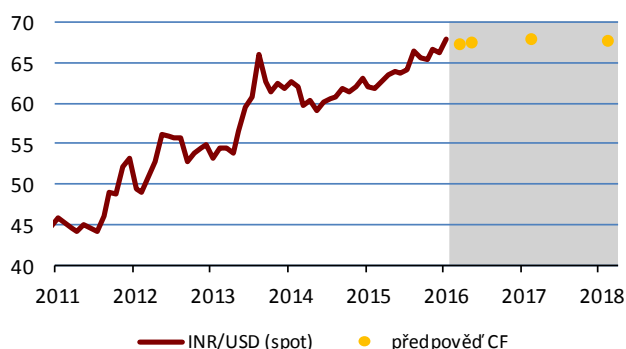
	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	3,897				
předpověď CF		4,160	4,252	4,400	4,343

Ruský rubl (RUB/USD)



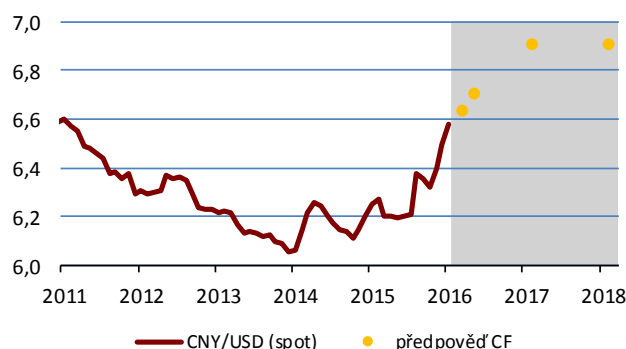
	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	78,13				
předpověď CF		76,55	76,51	73,90	72,96

Indická rupie (INR/USD)



	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	67,93				
předpověď CF		67,29	67,54	67,88	67,69

Čínský renminbi (CNY/USD)



	8/2/16	03/16	05/16	02/17	02/18
spotový kurz	6,570				
předpověď CF		6,634	6,704	6,906	6,911

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.

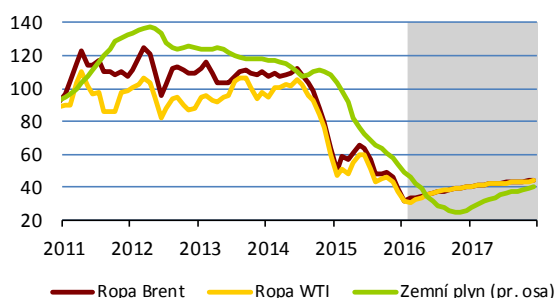
## V.1 Ropa a zemní plyn

První dvě lednové dekády cena ropy strmě klesala v důsledku pokračujícího silného růstu globálních zásob, slábnoucí čínské ekonomiky, nižší poptávky kvůli mírnější zimě na severní polokouli a obav z očekávaného růstu vývozu ropy z Íránu. 20. ledna tak zaznamenala cena ropy Brent nejnižší hodnotu od listopadu 2003 (27,9 USD/b). Poté došlo k prudké korekci. Cena posílila během deseti dnů o 25 %, když se na trhu objevily spekulace o možné dohodě největších producentů ropy o omezení produkce a zesílila nákupní aktivita hedžových fondů. Od té doby však ceny ropy poklesly zpět směrem k 30 USD/b, když opět převážily fundamentální faktory.

Tržní předpověď na základě futures křivky z 8. února se oproti lednové předpovědi prakticky nemění a nadále předpokládá jen mírný růst ceny ropy Brent na 40, resp. 44,5 USD/b na konci letošního a příštího roku. Rovněž únorová předpověď EIA očekává pro letošní rok jen mírný růst cen ropy, neboť globální zásoby by se měly nadále zvyšovat (v průměru o 1 mil. b/d, více v první polovině roku). Pro rok 2017 očekává EIA rychlejší růst cen ropy Brent, ve 4. čtvrtletí až na průměrných 56 USD/b, neboť koncem roku by již mohlo dojít k dostatečnému poklesu těžby a mírnému poklesu globálních zásob ropy (jejichž průměrný růst za celý rok je odhadován na 0,3 mil. b/d). EIA nově očekává na celém horizontu předpovědi stejné ceny ropy WTI i Brentu. Únorový CF rovněž výrazně přehodnotil svou předpověď dolů a v ročním horizontu očekává cenu ropy Brent 45,6 USD/b.

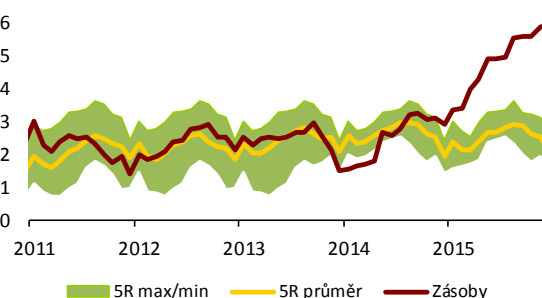
Ceny zemního plynu byly rovněž pod tlakem teplejší zimy a tedy nižší poptávky. Přesto v USA cena v lednu vzrostla, a to v důsledku silných sněhových bouří. V Evropě průměrné ceny klesaly, mimo jiné i díky indexaci dlouhodobých kontraktů na zpožděné ceny ropy.

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



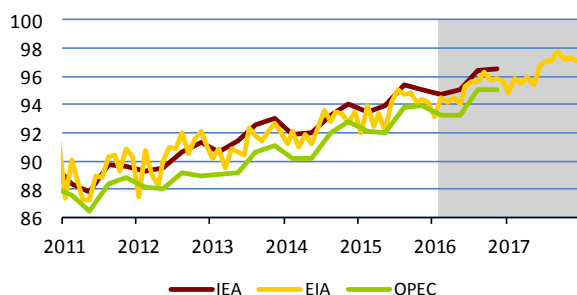
	Brent	WTI	Plyn
2015	53,64 ↗	48,80 ↗	263,16 ↘
2016	36,41 ↗	36,06 ↘	140,16 ↘

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



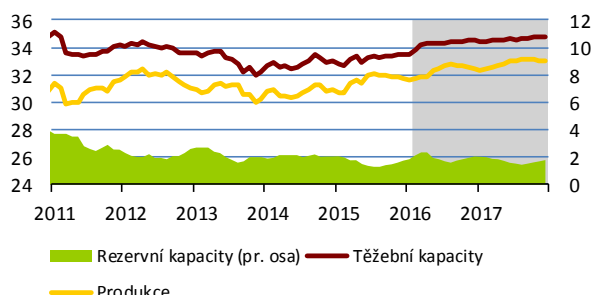
5R max/min 5R průměr Zásoby

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



	IEA	EIA	OPEC
2015	94,46 ↘	93,78 ↘	92,95 ↗
2016	95,67 ↘	95,02 ↘	

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



Rezerвні kapacity (pr. osa) Těžební kapacity  
Produkce

	Produkce	Těžební kapacity	Rezerвні kapacity
2015	31,60 ↘	33,21 ↘	1,61 ↗
2016	32,30 ↗	34,24 ↗	1,95 ↘

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 ml. 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.

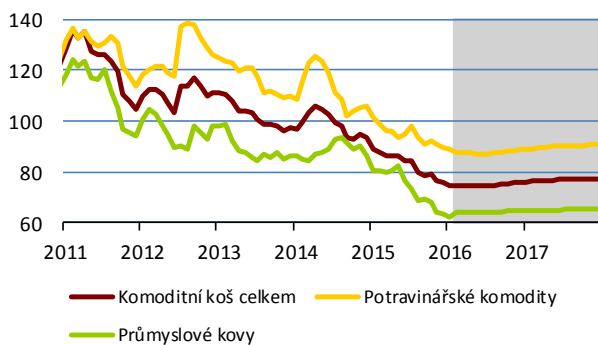
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit zaznamenal v lednu ještě další mírný pokles, ale v první polovině února již nepatrně vzrostl, když obdobný vývoj vykázal i sub-index cen průmyslových kovů. Naopak sub-index cen potravinářských komodit pokračoval v klesající tendenci i na začátku února. Tržní výhledy všech tří indexů jsou jen nepatrně rostoucí.

Nižší než očekávaný PMI čínského průmyslu a další depreciace renminbi čínskou centrální bankou spustily během první poloviny ledna výprodeje na globálních akciových a komoditních tržích. To se kromě ropy odrazilo i v cenách základních kovů (s výjimkou hliníku a niklu). Ve druhé polovině měsíce se však situace částečně uklidnila, když prezident ECB signalizoval další měnovou stimulaci na nadcházejícím březnovém zasedání a snížilo se rovněž očekávané tempo zvyšování sazeb americkou centrální bankou. Ceny většiny základních kovů tak ve zbytku ledna a na počátku února rostly. Cena železné rudy se po propadu na začátku prosince stabilizovala a v uplynulém měsíci mírně rostla, když brazilský soud pozastavil operace největšího světového těžaře železné rudy kvůli vyšetřování porušování předpisů týkajících se životního prostředí.

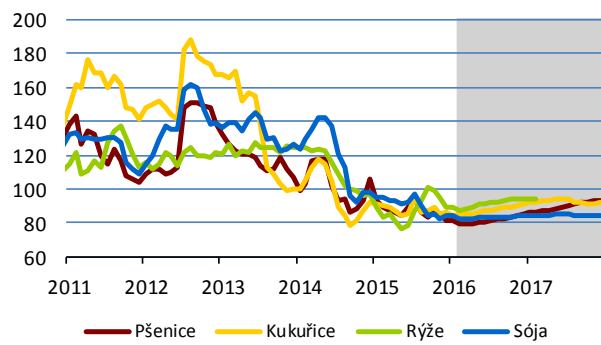
Ceny zemědělských komodit většinou klesaly, výraznější pokles jsme však zaznamenali jen u cen cukru a kaka, u něhož se zlepšil odhad letošní sklizně. Příznivé počasí v Brazílii by mělo zvýšit i tamní úrodu sóji, jejíž cena tak (již od září) stagnuje. USDA nadále předpovídá rekordní zásoby pšenice a kukuřice, což by mělo omezit tlak na růst jejich cen. Ceny vepřového masa rostly v souladu se sezónním vývojem, ceny hovězího mírně kolísaly před očekávaným poklesem.

### Indexy cen neenergetických komodit



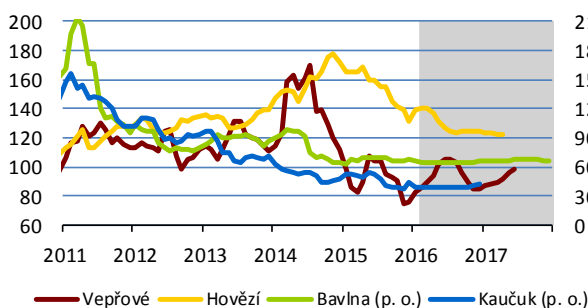
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	82,8 →	94,7 →	74,0 →
2016	75,0 ↘	87,9 ↘	64,1 ↘

### Potravinářské komodity



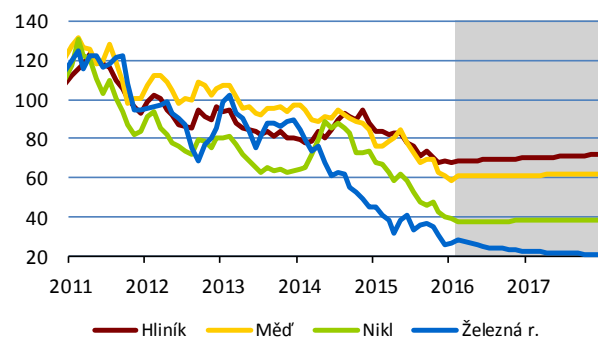
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	87,4 →	88,1 →	88,3 →	90,2 →
2016	81,7 ↘	87,5 ↘	91,6 ↘	83,4 ↘

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91,8 →	154,3 →	67,5 →	46,7 →
2016	93,7 ↘	130,1 ↘	64,9 ↘	

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	76,6 →	73,0 →	54,4 →	36,0 →
2016	69,2 ↘	61,0 ↘	37,9 ↘	25,2 ↘

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.

## Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice<sup>1</sup>

Článek přináší zamyšlení nad tím, do jaké míry se od vypuknutí hospodářské a finanční krize podařilo vyřešit, resp. zmírnit její následky a jak se změnil stav globálních nerovnováh ve světové ekonomice. Odeznívající krizové období se odrazilo nejen ve znatelném zhoršení vnější pozice ekonomicky nejvýznamnějších zemí (saldo běžného účtu platební bilance), ale zároveň ve zhoršení jejich domácí fiskální pozice (saldo veřejných financí), což je v ekonomické teorii popsáno fenoménem tzv. dvojitého deficitu. Jejich vývoj, jak v nejvýznamnějších světových ekonomikách, tak i jednotlivých světových regionech, od počátku nového milénia empiricky potvrzuje provázanost obou deficitů. Dále je v článku ukázáno, jak se po eskalaci krize v prostředí narůstající dluhové zátěže a uvolněných měnových podmínek stává složitě snížit globální nerovnováhy ve světové ekonomice.

### 1 Formování globálních nerovnováh na přelomu milénia

Finanční a hospodářská krize, která započala v roce 2007 ve Spojených státech a následně se rozšířila do řady dalších zemí, vznikla mimo jiné i důsledkem dlouhodobého hromadění nerovnováh ve světové ekonomice. Od 80. let minulého století docházelo, vlivem prohlubující se globalizace světové ekonomiky, postupně k přesunu výroby a později i služeb z rozvinutých zemí s vysokou úrovní mezd do rozvíjejících se zemí s výrazně nižší mzdovou hladinou, především do východní Asie, Mexika a koncem minulého století též do zemí střední Evropy. To vedlo z pohledu dosahování vnější rovnováhy v řadě rozvinutých zemí k postupnému zhoršování výkonových bilancí<sup>2</sup> s negativním dopadem na hospodářský růst a zaměstnanost, včetně fenoménu tzv. negativní deindustrializace.<sup>3</sup> Většina zemí, u kterých docházelo ke zhoršování vnější rovnováhy, se tak postupně pokusila oživit zpomalující hospodářskou dynamiku a narůstající nerovnováhu na trhu práce fiskální expanzí, a to i za cenu relativně rychlého růstu veřejného dluhu.

Narůstání globálních nerovnováh ještě zrychlilo na počátku 21. století, kdy se začaly významně prohlubovat především vnější nerovnováhy dvou nejvýznamnějších světových ekonomik – Spojených států a Číny. Zatímco v roce 2001 činil deficit běžného účtu USA 3,7 % HDP a přebytek Číny 1,3 % HDP, v roce 2006 dosahoval deficit USA již 5,8 % HDP a přebytek Číny činil 8,3 % HDP, přičemž nejvyšší hodnoty (10,1 % HDP) dosáhl o rok později.<sup>4</sup> Podobný vývoj byl patrný i v dalších ekonomicky méně významných zemích. V Evropě byl vývoj nerovnováh navíc modifikován postupným rozšířením EU, vznikem a rozšířením eurozóny. Přijetí společné měnové politiky nebylo ve svém důsledku jednoduché především pro jihoevropské země, které byly dlouhodobě navyklé na vyšší míru inflace a tomu odpovídající výši úrokových sazeb. V minulosti relativně časté oslabování jejich měn totiž přispívalo k udržení konkurenceschopnosti vůči nízko-inflačním zemím jádra EU. Přijetí jednotné měny postupně vedlo v zemích jižního křídla EU k viditelnému a ekonomickými fundamenty ne zcela podloženému zvýšení jejich životní úrovně. Cenou za tento nárůst blahobytu byla poměrně rychlá ztráta jejich konkurenceschopnosti, nárůst vnějších nerovnováh a rychlý růst zahraničního zadlužení. Naopak většina zemí vstoupivších do EU v roce 2004 s výrazně nižší mzdovou hladinou z přesunu výroby a služeb do svých „levnějších“ ekonomik výrazně profitovala. Eurozóna jako celek si přitom na počátku 21. století udržovala přibližnou rovnováhu běžného účtu platební bilance.<sup>5</sup> V jejím rámci ovšem docházelo k asymetrickému vývoji. Na jedné straně vzrostly přebytky některých zemí, zejména Německa;<sup>6</sup> na druhé straně však vzrostly i deficity především jihoevropských zemí, jako např. Španělska (z 3,8 % v roce 2000 až na 9,8 % v předkrizovém roce 2007).

Vnější deficity ale nebyly přímou příčinou vypuknutí hospodářské a finanční krize. Jak Spojené státy, jako emitent nejpoužívanější světové rezervní měny, tak země jižního křídla eurozóny, vlastní (národní) měnu již nevyužívající, si konec konců mohly vyšší vnější zadluženost dlouhodobě dovolit. V případě zemí s rezervní měnou přispívá k tvorbě jejich vysokých deficitů možnost relativně snadno si půjčovat na mezinárodních finančních trzích, protože ostatní země jsou ochotny držet dlužní úpisy právě těchto zemí (zejména v USD),

<sup>1</sup> Autory jsou Luboš Komárek (lubos.komarek@cnb.cz) a Vladimír Žďárský (vladimir.zdarsky@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

<sup>2</sup> Termínem výkonová bilance je označován součet salda bilance zboží a bilance služeb.

<sup>3</sup> Tzv. negativní deindustrializace se projevuje úpadkem průmyslové výroby, resp. jejím přesunem do jiných zemí a růstem nezaměstnanosti. Vedle toho lze sledovat i tzv. pozitivní deindustrializaci, kdy dochází k redukci pracovních sil, výsledkem čehož je nárůst produktivity práce.

<sup>4</sup> Kromě Číny dlouhodobě vykazovalo relativně vysoké přebytky běžného účtu také Japonsko a některé další menší země východní a jihovýchodní Asie.

<sup>5</sup> Výjimkou byl jednorázový výkyv v roce 2007, kdy deficit činil cca 2,2 % HDP.

<sup>6</sup> Ještě v roce 2001 mělo Německo vyrovnaný běžný účet platební bilance vzhledem k HDP, ale v roce 2007 již dosahoval přebytek téměř 7 % HDP (viz Graf 1, levá část), což svědčí ve prospěch teze o podpoře exportně orientovaného německého průmyslu eurem, které je velmi pravděpodobně slabší, než by byla současná hodnota německé marky.

i když se jejich nominální výnos blíží k nule, resp. klesl do záporných hodnot. I z tohoto důvodu vygenerovaly Spojené státy od počátku nového milénia vysoký vládní dluh.

Další příčinou růstu vnějších deficitů řady zemí, včetně zemí jižního křídla EU, jsou vnitřní strukturální změny v jejich ekonomikách. Zhoršující se vnější konkurenceschopnost a snaha nahradit slábnoucí ekonomické aktivity v mezinárodně obchodovatelných sektorech výroby a služeb jinými se promítly i do ostatních dimenzí ekonomického vývoje. Důsledkem byl nadměrný rozvoj realitního sektoru a růst finančních služeb s tím spojených. Jejich prudký, i když neopodstatněný, rozvoj zvýšil angažovanost veřejného sektoru v oblasti investic a následně vedl k poněkud umělému růstu zaměstnanosti ve veřejném sektoru. Výsledkem byl rychlý růst zadluženosti domácností, podnikatelských subjektů a veřejných sektorů (diferencovaně v různých zemích postižených krizí), a zároveň nadměrné podstupování rizika bankovním sektorem, které vedlo k nárůstu nestandardních úvěrů i vlivem ne zcela adekvátně fungujících bankovních dohledů<sup>7</sup>. V souhrnu to vše vedlo k nárůstu fiskálních deficitů i v růstové fázi ekonomického cyklu. Z minulého vývoje lze tedy pozorovat propojenost mezi externí pozicí země a fiskálním vývojem, kterou níže formálněji objasňuje tzv. fenomén dvojitých deficitů (*twin deficit*).

## 2 Fenomén dvojitých deficitů

Ekonomové již před mnoha desetiletími teoreticky ukázali a opakovaně empiricky ilustrovali vzájemnou propojenost mezi vývojem běžného účtu platební bilance a vývojem veřejných (vládních) rozpočtů. Tento vztah a vývoj obou veličin lze odvodit ze základní makroekonomické identity, z níž vyplývá  $(S - I) + (T - G) = NX$ , kde symbol  $S$  představuje privátní úspory,  $I$  investice,  $T$  příjmy z daní,  $G$  vládní výdaje a  $NX$  čistý vývoz, tj. rozdíl mezi vývozem  $Ex$  a dovozem  $Im$  zboží a služeb dané země.<sup>8</sup> Z výše uvedené rovnice plyne, že pokud jsou příjmy státu  $T$  menší než jeho výdaje  $G$ , vzniká deficit veřejného (vládního) sektoru. Pokud tato situace nastává a současně je ekonomika blízko svého potenciálního produktu, pak při stávající míře úspor musí poklesnout buď soukromé investice  $I$  nebo čistý vývoz  $NX$ . Tímto je zjednodušeně ukázána propojenost salda vládních (veřejných) financí – jejich vyrovnanost vyjadřuje jednu z podob pomyslné vnitřní rovnováhy ekonomiky – s deficitem běžného účtu platební bilance, který naopak vystupuje v roli ukazatele pomyslné vnější nerovnováhy ekonomiky.

Pro posouzení rovnovážného vývoje každé ekonomiky je důležité znát primární využití domácích úspor. Pokud jsou totiž domácí úspory investovány jako nákupy vládního dluhu, pak se v ekonomice stává viditelnější tzv. vytěšňovací efekt (*crowding out effect*) soukromých investic vládními (veřejnými) investicemi. Pokud je naopak vládní (veřejné) zadlužení financováno ze zahraničních zdrojů (úspor), pak se prohlubuje deficit běžného účtu v domácí zemi. Vztahy ve výše uvedené rovnici lze rovněž interpretovat tak, že saldo běžného účtu platební bilance (resp. výkonové bilance) se zhorší, pokud vládní výdaje  $G$  překročí vládní příjmy  $T$ . Je tedy zřejmé, že pro stanovení míry nerovnováhy jednotlivých ekonomik je nutné znát vývoj struktury výše uvedených makroekonomických proměnných.

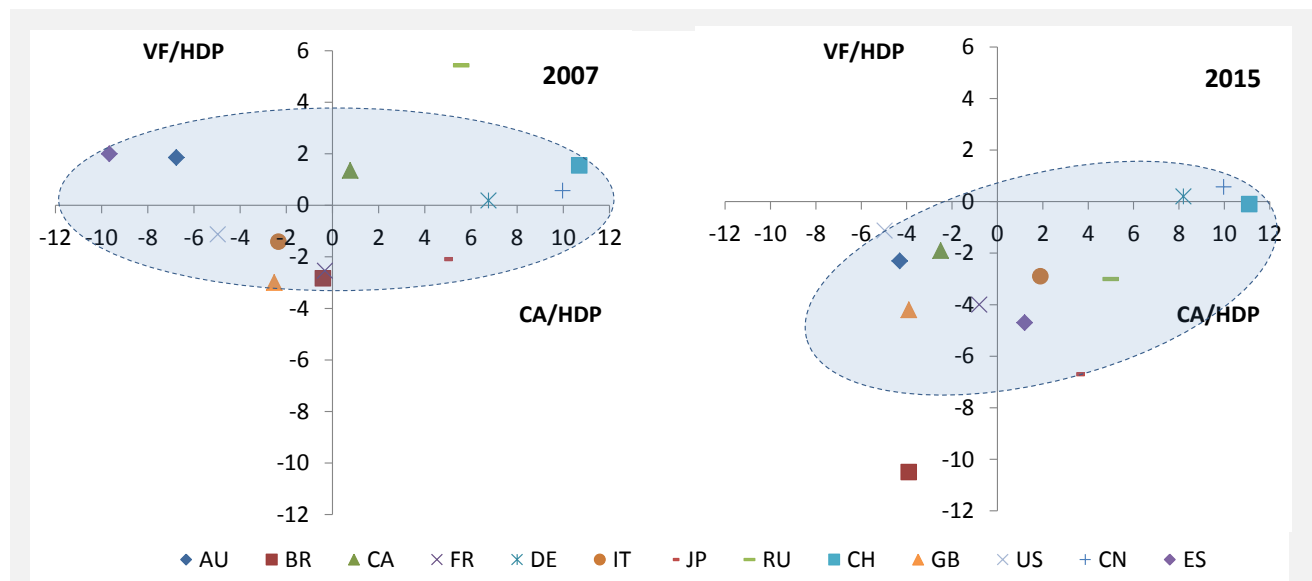
Vztah  $(S - I) + (T - G) = NX$  lze dále přepsat do ekvivalentní podoby  $S + \text{deficit výkonové bilance} = I + \text{rozpočtový deficit}$ , kde deficit výkonové bilance vzniká, když  $Ex < Im$ , a rozpočtový deficit, když  $T < G$ . Jednoduchým přeskupením získáváme vztah  $\text{deficit výkonové bilance} = \text{rozpočtový deficit} + I - S$ , který již přímočařejí ukazuje vazbu mezi oběma deficity. Pokud tedy bude vládní (rozpočtový) deficit růst (klesat), vyvolá to buď růst (pokles) deficitu výkonové bilance při neměnných investicích a úsporách, nebo další varianty dané kombinací pohybů jednotlivých proměnných, tj. deficitu bilance výkonů, investic a úspor na pravé straně rovnice.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Jednalo se zejména o toleranci poskytování úvěrů na plnou hodnotu požítovanému nemovitosti, tj. ukazatel LTV byl roven nebo vyšší než 100 % (ukazatel LTV, tj. loan-to-value, obecně vyjadřuje maximální výši úvěru, kterou klient může získat od komerční banky vzhledem k deklarované hodnotě nemovitosti). Příkladem z poslední finanční krize byla běžná situace např. ve Spojených státech, Španělsku, ale i jiných zemích, kde LTV bylo vyšší než 100 %, což znamenalo možnost získat úvěr bez vyžadování alespoň částečného financování vlastními zdroji a tím působilo jako jeden z motivů nezdravého nárůstu poptávky po nemovitostech.

<sup>8</sup> Odvození lze získat ze systému národních účtů, kde celkový čistý důchod rezidentů příslušné země, tj., hrubý národní produkt (HNP), je definován jako  $HNP = C + I + G + CA$ , respektive alternativně jako  $HNP = C + S + T$ . Symbol  $C$  značí spotřebu. Pokud z obou stran HNP identity bude odečtená bilance zahraničních důchodů  $HNP - NIncome = C + I + G + CA - NIncome$ , transformuje se tato rovnice v základní identitu čistého důchodu vytvořeného na teritoriu příslušné země bez ohledu na národní příslušnost subjektů, tj. hrubého domácího produktu:  $HDP = C + I + G + NX$ . Přestože z teoretického hlediska bilance výkonů  $NX$  slouží k hrubému přiblížení bilance běžného účtu, ve velkých ekonomikách a v některých dalších zemích dochází k podstatným rozdílům. Například v případě České republiky byl v poslední době přebytek salda výkonové bilance do velké míry kompenzován schodkem bilance zahraničních důchodů, což znamená nadprůměrný rozdíl mezi HDP a HNP (viz také Žďárský, 2013). Za účelem zjednodušení se v tomto článku bilance výkonů a bilance běžného účtu používají jako synonyma, totéž platí pro HNP a HDP.

<sup>9</sup> Deficit běžného účtu platební bilance může být financován zahraničním kapitálem, což umožňuje udržování vnější nerovnováhy, a to za předpokladu vysoké mobility kapitálu. Právě ověřování míry mobility kapitálu

Fenomén dvojitého deficitu lze na vzorku řady významných ekonomik demonstrovat porovnáním výše deficitů běžného účtu platební bilance a rozpočtových (vládních) deficitů v předkrizovém roce 2007<sup>10</sup> (levá část Grafu 1) a ten srovnat se současným obdobím (pravá část Grafu 1).



Graf 1 Stav nerovnováh ve vybraných ekonomicky významnějších zemích v roce 2007 a 2015 (v %)

Poznámka: CA/HDP – podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP. VF/HDP – podíl salda veřejných financí na HDP. AU – Austrálie, BR – Brazílie, CA – Kanada, CN – Čína, FR – Francie, DE – Německo, IN – Indie, IT – Itálie, JP – Japonsko, RU – Rusko, ES – Španělsko, CH – Švýcarsko, GB – Velká Británie, US – Spojené státy.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

	CA/HDP			VF/HDP		
	2015-2000	2015-2007	2015-2009	2015-2000	2015-2007	2015-2009
Austrálie	-0,59	2,46	0,60	-3,83	-4,16	1,79
Brazílie	0,83	-3,49	-1,76	-7,10	-7,66	-7,35
Kanada	-5,16	-3,27	0,44	-4,82	-3,26	2,68
Čína	1,50	-6,77	-1,95	-0,31	-3,37	-0,55
Francie	-2,23	-0,47	0,02	-2,68	-1,46	3,16
Německo	9,86	1,44	2,40	-0,66	0,01	3,44
Indie	-0,11	-0,45	0,94	1,59	-1,40	2,60
Itálie	2,40	4,24	3,79	-2,07	-1,48	2,30
Japonsko	0,97	-1,36	0,61	0,81	-4,61	2,14
Rusko	-12,53	-0,58	0,87	-4,41	-8,43	2,94
Španělsko	5,08	10,86	5,44	-3,70	-6,70	6,30
Švýcarsko	-0,99	0,41	2,88	-2,66	-1,65	-1,91
Velká Británie	-1,69	-1,38	-0,91	-5,36	-1,21	6,57
Spojené státy	1,69	2,66	0,36	-4,83	-1,37	7,32

Tabulka 1 Změny nerovnováh ve světě oproti roku 2000, 2007 a 2009 (rozdíly v p. b. vzhledem k roku 2015)

Poznámka: CA/HDP – podíl běžného účtu platební bilance na HDP. VF/HDP – podíl salda veřejných financí na HDP. Poznámka: Kladné znaménko a zelené podbarvení (záporné znaménko a červené podbarvení) vyjadřuje zlepšení (zhoršení) v roce 2015 oproti porovnávanému roku, tj. roku 2000, 2007 a 2009.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

položilo základ formulaci tzv. Feldstein-Horiokova paradoxu, který je dle názorů autorů tohoto článku spíše zdánlivý. Feldstein a Horioka (1980) jako první ukázali v tomto kontextu na vysokou korelaci hrubých úspor a investic, tedy na výsledek nekonzistentní s předpokladem dokonalé kapitálové mobility, která je zmíněnou podmínkou financování běžných účtů platební bilance (pro aplikaci na země EU viz např. Aristovnik a Djuric, 2010).

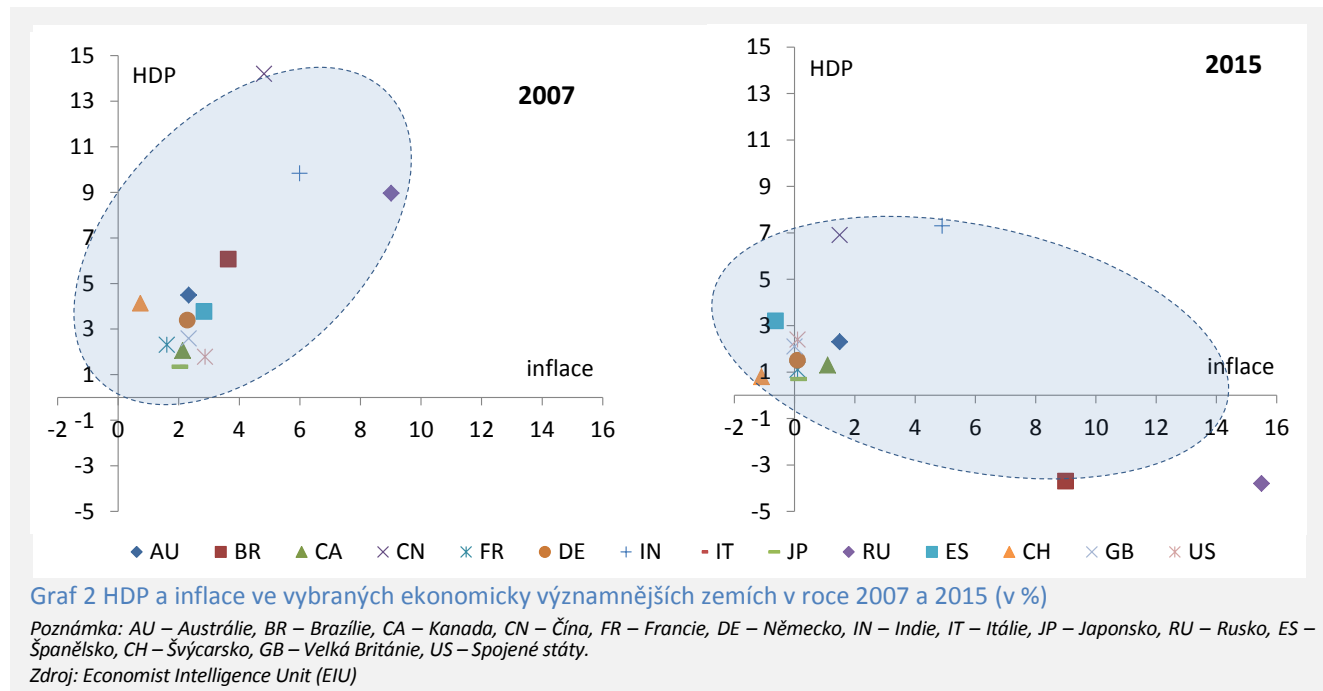
<sup>10</sup> Tento vývoj skončil vypuknutím krize v bankovním sektoru v USA na počátku roku 2007, která se prostřednictvím finančních derivátů nakoupených ve značném rozsahu evropskými bankami dostala v roce 2008 i do Evropy. Zde byla krize v řadě zemí umocněna vlastními problémy se špatnými investicemi bank v Evropě, vysokým zadlužením veřejného sektoru a ztrátou vnější konkurenceschopnosti. Postihla tak některé země ještě mnohem silněji než Spojené státy. Následně se hospodářská a finanční krize stala prakticky celosvětovou.



Z Grafu 1 lze na případu většiny zemí vysledovat zhoršení vývoje jak vnější, tak především vnitřní rovnováhy. Podrobněji lze posuny u vývoje sald běžných účtů platebních bilancí a sald veřejných (vládních) deficitů sledovat např. (i) mezi počátkem nového milénia, (ii) situací před vypuknutím finanční krize (2007) a (iii) vrcholem krize v roce 2009 v porovnání se současností (rok 2015). Tyto rozdíly oproti současnému stavu jsou znázorněné v Tabulce 1. Je z ní patrné, že od pomyslného vrcholu krize v roce 2009 došlo téměř u všech zemí k pozitivnímu posunu jak u vývoje poměru salda běžného účtu k HDP, tak i salda veřejných financí k HDP. Nicméně ve srovnání s rokem 2000 se stále jedná o výrazné zhoršení stavu zejména veřejných financí, což odráží snahu řady zemí vyvést ekonomiky z krizového období fiskálními stimuly. Obdobný výsledek ukazuje agregace podle regionů, resp. vybraných integračních ekonomických celků národních ekonomik (viz Tabulka P1 v příloze).

### 3 Ekonomická výkonnost a cenový vývoj

Průběh finanční krize se v jednotlivých ekonomikách rovněž viditelně promítal do vývoje základních makroekonomických proměnných, zejména dosahovaného růstu HDP a spotřebitelské inflace.<sup>11</sup> Graf 2 ukazuje makroekonomické „vysvědčení“ pro námi vybrané ekonomicky významnější země, a to opět pro období před počátkem krize (rok 2007) a v současnosti (rok 2015). Je z něj zřejmé, že sledované země stále dosahují nižšího ekonomického výkonu při výrazně nižší inflaci. Výjimku tvoří na jedné straně ekonomiky Ruska a Brazílie, které „onemocněly“, byť z odlišných příčin, tzv. slumpflací;<sup>12</sup> na druhé straně především Indie, která se nachází v období viditelného ekonomického rozmachu.



Rozdíly mezi dosaženými úrovněmi dynamiky HDP a spotřebitelských cen u vybraných ekonomicky významnějších zemí lze opět porovnat (i) na počátku nového milénia, (ii) před vypuknutím finanční krize (2007) a (iii) na vrcholu krize v roce 2009, a to vše oproti současnosti (rok 2015), viz Tabulka 2. Je z ní rovněž patrné nyní nižší nízko-inflační prostředí při nižších tempch HDP než před vypuknutím krize.

<sup>11</sup> V posledních dvou letech navíc viditelně ovlivnily vývoj HDP a inflace propady na komoditních trzích, zejména trhu s ropou. Pokles dolarové ceny ropy měl výrazný příznivý efekt do růstu HDP zemí, které jsou jejími čistými dovozci, naopak v případě míry inflace působil k jejímu poklesu, byť v menší míře než u růstu HDP. Individuální dopady uvedených efektů v jednotlivých zemích mohly být podpořeny nebo tlumeny vývojem národních měn vůči USD, ve kterých se ropa na mezinárodních trzích téměř výhradně obchoduje.

<sup>12</sup> Situace v ekonomice, kdy klesá reálný produkt (slump) a zároveň roste cenová hladina (inflace).

Finanční krize rovněž vyvolala výrazné zvýšení deficitů veřejných rozpočtů<sup>13</sup> a následně výše popsany rychlý růst veřejného dluhu, který se významným rozvinutým zemím s výjimkou Německa nepodařilo až do současnosti zastavit. Efekty na reálnou ekonomiku se projevily v hospodářském poklesu (jak v nominálním, tak v reálném vyjádření) Spojených států, eurozóny i Japonska v roce 2009 (v USA navíc i v roce 2008), který byl doplněn výrazným růstem nezaměstnanosti, viz Tabulka 3.

	Růst HDP			Inflace		
	2015-2000	2015-2007	2015-2009	2015-2000	2015-2007	2015-2009
Austrálie	-0,89	-2,19	0,54	-2,96	-0,83	-0,24
Brazílie	-8,09	-9,76	-3,57	1,96	5,36	4,11
Kanada	-3,88	-0,76	4,25	-1,64	-1,03	0,80
Čína	-1,50	-7,30	-2,30	1,15	-3,32	2,23
Francie	-2,94	-1,21	3,96	-1,73	-1,51	0,00
Německo	-1,70	-1,88	7,07	-1,32	-2,19	-0,12
Indie	3,18	-2,54	-1,01	0,88	-1,09	-4,83
Itálie	-3,21	-0,66	6,21	-2,46	-1,91	-0,64
Japonsko	-1,54	-1,47	6,22	1,29	0,73	2,16
Rusko	-13,87	-12,76	3,25	-5,28	6,48	3,87
Španělsko	-2,10	-0,57	6,78	-4,11	-3,47	-0,39
Švýcarsko	-3,37	-3,34	2,94	-2,66	-1,83	-0,62
Velká Británie	-1,70	-0,49	6,29	-0,80	-2,33	-2,17
Spojené státy	-1,69	0,62	5,18	-3,27	-2,77	0,42

Tabulka 2 Změny nerovnováh ve světě oproti roku 2000, 2007 a 2009 (rozdíly v p. b. vzhledem k roku 2015)

Poznámka: Kladné znaménko a zelené podbarvení (záporné znaménko a červené podbarvení) vyjadřuje zlepšení (zhoršení) v roce 2015 oproti porovnávanému roku, tj. roku 2000, 2007 a 2009.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

Země	Nominální HDP		Míra nezaměstnanosti	
	Pokles v roce 2009 v %	Doba návratu k předkrizové úrovni, let	Zvýšení v roce 2009 oproti roku 2008, v p.b.	Doba návratu k předkrizové úrovni, let
USA	2,0 (r. 2008)	1	5,0 (r. 2008)	7
Eurozóna	2,2	1	3,5	nevrátila se
Německo	3,6	1	?	?
Francie	0,4	1	3,0	nevrátila se
Itálie	2,5	2	6,1	nevrátila se
Španělsko	2,8	6	17,9	nevrátila se
Velká Británie	3,4	4	2,7	7
Japonsko	4,9	1	1,2	7
Čína	-	-	0,2	2

Tabulka 3 Hloubka ekonomického propadu a zvýšení nezaměstnanosti v rozhodujících světových ekonomikách

Poznámka: Pro USA je rok 2006 považován za předkrizový rok, pro ostatní země je za předkrizový rok považován rok 2007.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

Reakcí většiny rozvinutých zemí na hlubokou hospodářskou a finanční krizi bylo především postupné uvolnění měnových politik, které dosáhlo v novodobé historii centrálního bankovníctví, někde velmi rychle (Spojené státy, Velká Británie), někde postupně (eurozóna, Japonsko<sup>14</sup>), zcela mimořádných hodnot. Snížení základních úrokových sazeb k nulové hodnotě pomohlo v první fázi uvolnit měnovou politiku a nastartovat odliv kapitálu. Druhou fází byla aplikace nekonvenčních nástrojů měnové politiky, které byly koncipovány různě (kvantitativní, kvalitativní a úvěrové uvolňování, použití záporných úrokových sazeb nebo měnové intervence oslabující domácí měnu). Míru intenzity těchto nekonvenčních nástrojů lze vysledovat z navýšení rozvah centrálních bank.

<sup>13</sup> V případě Spojených států došlo k růstu deficitu mezi roky 2007 a 2009 z 1,1 % HDP na 9,8 % HDP; v eurozóně vzrostl přibližně trojnásobně na 6,2 % HDP.

<sup>14</sup> Uvolnění měnové politiky standardní cestou, tj. prostřednictvím snížení úrokových sazeb téměř k nule aplikovala Bank of Japan již v 90. letech minulého století. Japonská měnová politika se tedy, po více než čtvrtstoletí méně či více úspěšných měnových experimentů, stala součástí jednoho ze tří definovaných šípů hospodářské politiky premiéra Abého, které se snaží po dlouhé době zajistit ukotvení inflace na 2% inflačním cíli a hospodářský růst japonské ekonomiky povýšit do kladných hodnot při snaze o zmírnění extrémního zadlužení japonské ekonomiky.

Pohyb kapitálu ve světovém finančním systému však, s výjimkou Číny a Švýcarska, nevyvolal zásadní pohyby měnových kurzů. Teoreticky mělo docházet k oslabování amerického dolaru a britské libry a posilování měn zemí s významnějšími přebytky běžného účtu platební bilance. „Ochotu“ nechat posilovat vlastní měnu, za situace snížené ekonomické výkonnosti, však měla málokterá země. Kurzové pohyby vybraných národních měn oproti americkému dolaru, tj. nejvýznamnější rezervní měně, přináší Tabulka 4. Z tabulky vyplývá, že nejviditelnější posílení oproti předkrizové úrovni vykázal švýcarský frank a čínské renminbi, naopak oslabení ruský rubl a turecká lira.

Změna	Posílení vůči USD	Oslabení vůči USD
o více než 40 %	nikdo	Rusko, Turecko
o 20 až 40 %	Švýcarsko, Čína	Indonésie, Maďarsko, Velká Británie, Polsko, Norsko
o méně než 20 %	nikdo	Švédsko, Jižní Korea, eurozóna, ČR, Mexiko
téměř beze změn	Japonsko, Kanada, Austrálie, Nový Zéland	

Tabulka 4 Změny kurzu ekonomicky významnějších zemí vůči americkému dolaru oproti předkrizové úrovni (v %)

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

#### 4 Odstraňování vnějších nerovnováh – klíčová role USA

Ke zmírnění, případně odstraňování vnějších nerovnováh tak docházelo prostřednictvím omezování domácí poptávky (zejména země jižního křídla EU, krátkodobě i Spojené státy). V případě Spojených států přispělo k výraznému zmírnění jejich vnější nerovnováhy (zhruba o polovinu) přehodnocení dosavadní politiky těžby energetických surovin spojené s masivním zvýšením domácí těžby ropy a zemního plynu. Rozsah vnějšího deficitu Spojených států (lehce nad 2 % HDP) je v současnosti možno považovat za přiměřený, vzhledem k tomu, že americký dolar sehrává úlohu rozhodující světové rezervní měny a v dohledné budoucnosti jistě i nadále tuto roli hrát bude.<sup>15</sup>

Pozitivním příkladem odstranění vnější nerovnováhy je zejména případ Španělska, které svůj extrémní vnější deficit (cca 9 % HDP) zcela odstranilo a v roce 2014 dokonce dosáhlo mírného přebytku (0,8 % HDP). Výrazné snížení deficitů bylo patrné i v ostatních „nerovnovážných“ jihoevropských ekonomikách. Podobně příznivě lze z globálního hlediska hodnotit i výrazný pokles přebytků Číny (z předkrizových cca 10 % na cca 1,8 % HDP v roce 2014<sup>16</sup>) a Japonska (z téměř 5 % na 0,5 %<sup>17</sup>). Oproti tomu směrem k prohlubování nerovnováh se vydala z významnějších zemí Velké Británie, jejíž vnější deficit v roce 2014 dosáhl 5,5 % HDP<sup>18</sup>, a Korejská republika, jejíž přebytek se výrazně zvýšil (na více než 6 % HDP z předkrizových 1,1 %). Dále se mírně zvýšil přebytek Německa (na 7,5 % HDP), které ovšem vlastní měnou nedisponuje.

Přesto lze říci, že problém s globálními vnějšími nerovnováhami byl výrazně zmírněn a rizika z nich vyplývající jsou v současnosti malá. Výrazné zmírnění vnější nerovnováhy Spojených států a přechod eurozóny z přibližné rovnováhy do přebytku ve výši cca 3,2 % HDP ovšem vede ke zvýšení tlaku na rozvíjející se ekonomiky, které významnou část svého hospodářského růstu dosahovaly díky exportu na rozvinuté trhy. Výrazné zmírnění vnějších nerovnováh v rozvinutých zemích tak vede, minimálně střednědobě, ke zpomalení růstu rozvíjejících se ekonomik, což vyvolává, resp. prohlubuje jejich hospodářské problémy.<sup>19</sup>

Krizí vyvolaný prudký pokles sazeb v rozvinutých zemích měl prostřednictvím snížení nákladů na dluhovou službu vytvořit prostor pro snížení, v řadě případů nadměrných, dluhů, ať již na úrovni bank, soukromého sektoru nebo vlád. Tento prostor však nebyl plně využit. K poměrně významnému snížení zadlužení došlo v soukromém sektoru (podniky a domácnosti) ve Spojených státech, Velké Británii, Španělsku a v menším rozsahu i v Německu, kde však byla potřeba tohoto snížení nejvyšší. V bankovním sektoru došlo ke snížení zadlužení jen v USA a Německu. Ve veřejném sektoru, přestože postupem času došlo k ekonomickému oživení většiny zemí postihovaných krizí, však dluhy více či méně vzrostly téměř ve všech zemích,<sup>20</sup> přičemž zadlužení vlád hospodářsky významně postižených zemí eurozóny, tj. Španělska, Portugalska, Řecka<sup>21</sup> a Irska, se téměř zdvojnásobilo.

<sup>15</sup> Viz např. Janáček a Komárek (2012) nebo Komárek (2015).

<sup>16</sup> „Cenou“ za tento pokles však bylo výrazné zpomalení hospodářského růstu čínské ekonomiky.

<sup>17</sup> Významný vliv na tomto vývoji mělo zastavení provozu jaderných elektráren po havárii ve Fukušimě v roce 2011.

<sup>18</sup> Brzdícím faktorem obnovení rovnováhy britské ekonomiky je viditelné posilování libry během posledních více než dvou let.

<sup>19</sup> Nedávný vývoj měl odraz v oslabování měn řady rozvíjejících se ekonomik.

<sup>20</sup> U některých zemí hrál významnou roli faktor pomoci bankovnímu sektoru.

<sup>21</sup> V případě Řecka došlo vlivem tlaku mezinárodních věřitelských kruhů k jejich částečné redukci.

Na druhé straně je viditelné, že alespoň v eurozóně a Spojených státech je patrná jasná tendence ke snižování deficitů veřejných financí, které dosáhly svého vrcholu v roce 2009, resp. 2010 (USA 9,8 % HDP, eurozóna 6,2 % HDP). Současná výše deficitů se pohybuje již pod 3 % HDP (USA 2,8 % HDP a eurozóna 2,4 % HDP). Velké Británii se zatím deficit veřejných rozpočtů příliš snížit nepodařilo, stále se pohybují mezi 5 a 6 % HDP. Japonsko nadále pokračuje v masivní fiskální expanzi, což znamená generování fiskálních deficitů ve výši 7 až 8 % HDP při již tak extrémním dluhovém zatížení japonské ekonomiky, byť je její dluh primárně držen rezidenty. Mírná fiskální expanze je patrná i v Číně (2,2 % HDP), zde ovšem v letech 2009 a 2010 deficit nedosahoval extrémních hodnot a celkový veřejný dluh je relativně nízký. Rámcový přehled o nárůstu dluhové zátěže od počátku krize do roku 2015 přináší Tabulka 5.

do 20 %	Německo, USA
20 -40 %	Velká Británie, Kanada, Austrálie
40 -60 %	Itálie
60 - 80 %	Japonsko, Španělsko, Francie
80- 100 %	Čína
více než 100%	země eurozóny zachraňované před bankrotem (Řecko, Portugalsko, Irsko)

Tabulka 5: Nárůst dluhové zátěže vybraných zemí od počátku krize (2007) do současnosti (2015) (v %)

Poznámka: Propočet nebere v úvahu výchozí rozdílnou úroveň dluhu. V zemích střední Evropy se růst celkového zadlužení pohyboval mezi 30 až 40 % (s výjimkou Slovenska, kde se zadlužení zvýšilo zhruba o polovinu).

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

Na rozdíl od vnějších nerovnováh se problém předlužení rozvinutých zemí vyřešit nepodařilo. Z významnějších rozvinutých zemí se za několik krizových let (do roku 2010) celkové zadlužení zvýšilo o více než polovinu v Japonsku, Francii, Itálii a Španělsku. Celkový rozsah zadlužení (tj. zadlužení centrálních a regionálních vlád, domácností a firem) dosahuje u Německa cca 190 % HDP, v případě USA, Kanady, Austrálie, Velké Británie a Itálie se pohybuje mezi 210 % a 260 % HDP a u ostatních významných rozvinutých zemí se pohybuje kolem 300 % HDP. „Dluhovým rekordmanem“ je Japonsko s celkovým zadlužením kolem 400 % HDP. Lze tak říci, že rizika budoucího světového hospodářského vývoje spojená s celkovým předlužením oproti stavu před rokem 2007 výrazně vzrostla. Předlužení dosáhlo takového rozměru, že se stalo bariérou hospodářského růstu některých zemí. Z pohledu dosahování finanční stability představuje toto výrazně zvýšené zadlužení některých rozvinutých zemí do budoucna jistou bariéru pro návrat úrokových sazeb k hodnotám, které byly obvyklé před vypuknutím finanční krize.

## 5 Závěr

Globální vnější nerovnováhy se oproti vrcholu finanční krize v roce 2009 výrazně zmírnily. Globální rizika s nimi spojená nejsou v současnosti patrná. Odklon od rovnovážných hodnot je z ekonomicky významných zemí patrný u Německa (přebytek běžného účtu více než 7 % HDP) a Velké Británie (růst deficitu nad 5 % HDP). Výrazné zlepšení vnějších rovnovah rozvinutých zemí v posledních letech (především vlivem zlepšení ve Spojených státech a eurozóně, v obou případech o cca 3 p. b.),<sup>22</sup> má negativní dopad na hospodářský růst rozvíjejících se zemí, především Číny. Jedním z doprovodných jevů je i pokles cen surovin na světových trzích (vyšší nabídka energetických surovin a pokles poptávky mají dopad na prudký pokles cen nepotravinářských komodit), zejména pak ceny ropy. Výsledkem je značný negativní dopad na země v roli čistých exportérů, tedy především rozvojové země.

Prostor ke snížení zadluženosti v rozvinutých zemích, vytvořený značným uvolněním měnových politik všech relevantních centrálních bank, nebyl doposud v zásadě využit. Zadlužení ve světové ekonomice výrazně vzrostlo. Vývoj však byl velmi diferencovaný podle zemí i jednotlivých teritorií, či ekonomických celků. Jen velmi malý růst zadlužení byl patrný v Německu a Spojených státech, kde se zadlužovaly primárně vlády. Určitý pozitivní vývoj lze dále nalézt ve Velké Británii, mimo zadlužování vlády. Jinak je možné konstatovat, že rychlý až velmi rychlý růst zadlužení od počátku finanční krize pokračoval, přičemž problém růstu dluhu se koncentroval s výjimkou Číny především u vlád, což ale z části souviselo s poskytnutou pomocí domácímu bankovnímu sektoru. Patrné zpomalování tempa růstu dluhů rozvinutých zemí povede pravděpodobně ke zpomalení tempa celosvětového hospodářského růstu.

Velký nárůst vládních dluhů byl největší cenou za překonání krize. Je však třeba říci, že při pohledu na vývoj HDP a nezaměstnanosti není krize ještě zcela překonána, zejména v zemích jižní Evropy jsou krizové jevy jen jakoby odsunuty v čase. Také reorientace čínské ekonomiky ze silně exportně orientované na vyváženější (směrem ke zvýšení váhy domácí poptávky) probíhá poměrně komplikovaně při velmi rychlém růstu zadlužení zejména firem a bank a výrazném zpomalování růstu, které ještě nedosáhlo svého dna. Celkové dluhy v Číně se za pouhých sedm let zvýšily o více než třetinu. Dopady vývoje extrémně předluženého Japonska, jehož celkový dluh přesahuje nyní již čtyřnásobek ročního HDP a stále poměrně rychle roste, je nadále velmi nejasný. Krize tak byla překonána jen v málo zasaženém Německu (v podstatě

<sup>22</sup> Částečně kompenzováno zhoršením u Japonska a Velké Británie.

jen problémy bankovního sektoru) a Spojených státech, kterým velice pomohly relativně snadno realizovatelné úspory (omezení veřejných investic a uvolnění omezení v těžbě energetických surovin). Opticky vypadá jako překonání krize i vývoj ve Velké Británii (zejména hospodářský růst a nízká nezaměstnanost). Je ale otázkou, zda byly vyřešeny veškeré problémy v bankovním sektoru, jak se jí podaří překonat brzký pokles těžby ropy, poměrně vysokou a narůstající vnější nerovnováhu a relativně vysoký deficit veřejných financí.

Celkový dojem z ekonomického vývoje v rozvinutých zemích v posledních letech se jeví spíše jako částečné odsunutí problémů, které krizi způsobily, do budoucna, s využitím fiskální a měnové expanze. Realizace potřebných strukturálních reforem byla zatím jen omezená. Došlo k ní především v nejpostiženějších zemích, které potřebovaly mezinárodní pomoc. Případný návrat krize však může být pro vývoj v jednotlivých ekonomikách i regionech, mnohem nebezpečnější než při nedávné krizi. Důvodem je de facto absence dalšího prostoru pro zopakování fiskální a měnové expanze, která zejména v oblasti měnové politiky nezapočala návrat (s výjimkou amerického Fedu) k jejímu konvenčnímu provádění, tj. pomocí změn úrokových sazeb.

### Literatura

Aristovnik, A.; Djuric, S. 2010. Twin deficits and the Feldstein-Horioka puzzle: a comparison of the EU member states and candidate countries. MPRA Paper No. 24149.

Blanchard, O.; Gaivazzi, F. 2002. Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working paper 03-05, Cambridge.

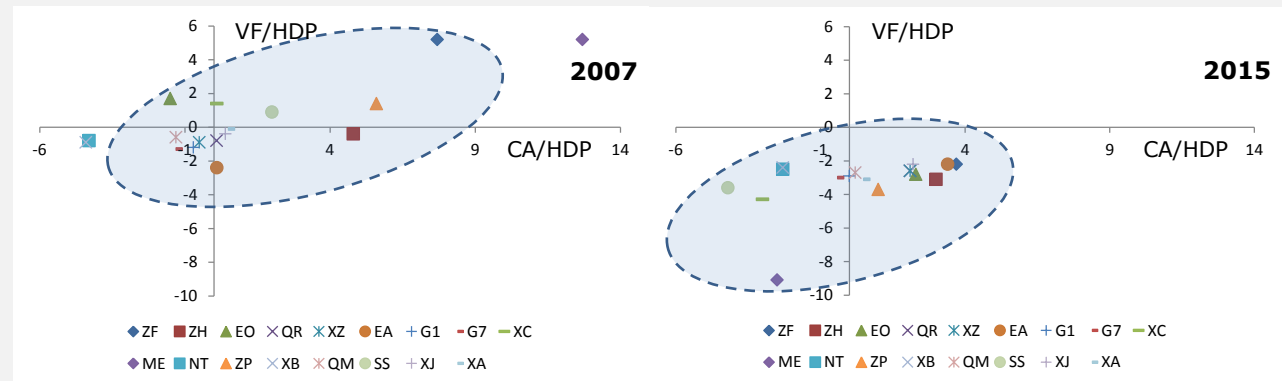
Feldstein, M.; Horioka, C. 1980. Domestic Saving and International Flows. *Economic Journal* 90(358): 314-329.

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

Komárek, L. 2015. Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému. *Globální ekonomický výhled*. Česká národní banka, březen 2015, s. 11-15.

Žďárský V. 2013. Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách, *Globální ekonomický výhled*. Česká národní banka, srpen 2013, s. 12-20.

## Příloha 1: Vývoj salda běžného účtu platební bilance a salda veřejných financí



Graf P1 Stav nerovnováh ve světě v roce 2007 a 2015 (v % HDP)

Poznámka: CA/HDP – podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP. VF/HDP – podíl salda veřejných financí na HDP. ZF – ASEAN, ZH – Asie a Austrálie, EO – Východní Evropa, QR – EU15, XZ – EU28, EA – eurozóna, G1 – G10, G7 – G7, XC – Latinská Amerika, ME – Blízký východ a severní Afrika, NT – NAFTA, ZP – země mimo OECD, XB – Severní Amerika, QM – OECD, SS – Subsaharská Afrika, XJ – Západní Evropa, XA – svět.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

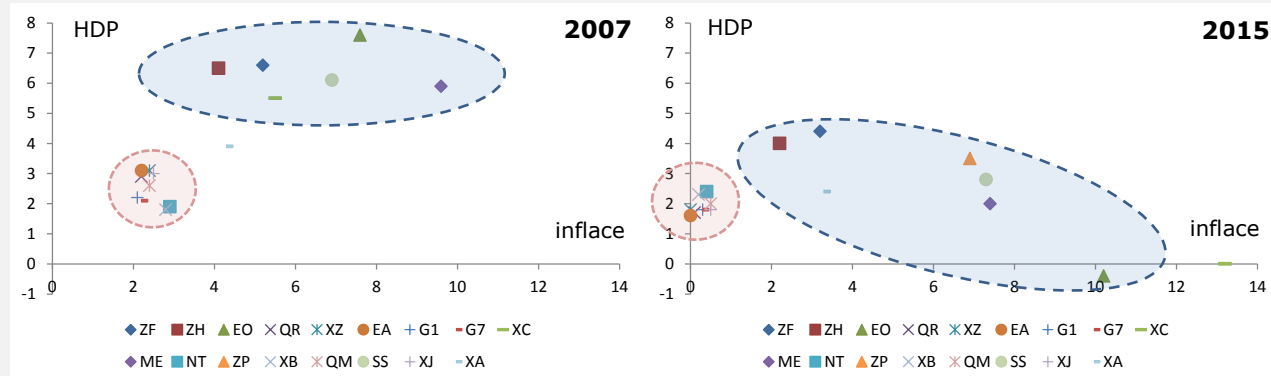
	CA/HDP			VF/HDP		
	2015-2000	2015-2007	2015-2009	2015-2000	2015-2007	2015-2009
ASEAN	-1,9	-4	-2,6	-0,2	-1,2	0,8
Asie a Austrálie	0,9	-1,8	-0,3	1,8	-2,7	1,8
Východní Evropa	-0,8	3,8	1,8	-1,6	-4,5	2
EU15	2,8	2	1,9	-2,9	-1,8	4,1
EU28	3	2,6	2,1	-2,7	-1,7	3,9
Eurozóna	4	3,3	2,9	-2	-1,6	4
G10	1,2	0,7	0,3	-2,6	-1,7	5
G7	1,1	0,9	0,3	-2,6	-1,7	5,2
Latinská Amerika	-0,6	-3,1	-2,1	-4,3	-5,7	-3,3
Blízký východ a severní Afrika	-8	-15,2	-5,2	-8,9	-14,3	-5,1
NAFTA	1,2	2	0,3	-4,7	-1,7	6,5
Země mimo OECD	-1,3	-4,6	-1,6	-2,3	-5,1	-0,7
Severní Amerika	1,2	2,1	0,4	-4,8	-1,5	7
OECD	1,4	1,5	0,7	-2,5	-2,1	4,6
Subsaharská Afrika	-6,1	-6,2	-3	-1,7	-4,5	0,2
Západní Evropa	2,3	1,8	1,6	-2,6	-1,8	3,8
SVĚT	1	0	0,1	-2,7	-3	3

Tabulka P1 Změny nerovnováh ve světě oproti roku 2000, 2007 a 2009 (rozdíl v p. b. vzhledem k roku 2015)

Poznámka: CA/HDP – podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP. VF/HDP – podíl salda veřejných financí na HDP. Poznámka: Kladné znaménko a zelené podbarvení (záporné znaménko a červené podbarvení) vyjadřuje zlepšení (zhoršení) v roce 2015 oproti porovnávanému roku, tj. roku 2000, 2007 a 2009.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

## Příloha 2: Vývoj HDP a spotřebitelské inflace



Graf P2 Stav nerovnováh ve světě v roce 2007 a 2015 (v %)

Poznámka: ZF – ASEAN, ZH – Asie a Austrálie, EO – Východní Evropa, QR – EU15, XZ – EU28, EA – eurozóna, G1 – G10, G7 – G7, XC – Latinská Amerika, ME – Blízký východ a severní Afrika, NT – NAFTA, ZP – země mimo OECD, XB – Severní Amerika, QM – OECD, SS – Subsaharská Afrika, XJ – Západní Evropa, XA – svět.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

	růst HDP			inflace		
	2015-2000	2015-2007	2015-2009	2015-2000	2015-2007	2015-2009
ASEAN	-1,7	-2,2	2,8	0,7	-2	0,4
Asie a Austrálie	-0,2	-2,5	2,8	0,7	-1,9	0,2
Východní Evropa	-6,8	-8	5,1	-7,5	2,6	2
EU15	-2,3	-1,2	6,1	-1,9	-2,1	-0,5
EU28	-2,2	-1,3	6,2	-2,9	-2,4	-0,9
Eurozóna	-2,4	-1,5	6,1	-2,3	-2,2	-0,3
G10	-1,8	-0,4	5,6	-1,9	-1,8	0,4
G7	-1,8	-0,3	5,6	-1,9	-1,9	0,4
Latinská Amerika	-3,6	-5,5	1,5	4,9	7,7	6,2
Blízký východ a severní Afrika	-3,5	-3,9	0	3,7	-2,2	1
NAFTA	-1,8	0,5	5,3	-3,4	-2,5	0,2
Země mimo OECD	-2	-5,3	0,7	1,3	0,3	1,3
Severní Amerika	-1,9	0,5	5,1	-3,1	-2,6	0,5
OECD	-1,9	-0,6	5,5	-3,1	-1,9	0
Subsaharská Afrika	-1	-3,3	0,4	-4,8	0,4	-7,4
Západní Evropa	-2,2	-1,2	6,1	-3,8	-2	-0,4
SVĚT	-1,8	-1,5	4,4	-1,1	-1	0,6

Tabulka P2 Změny nerovnováh ve světě oproti roku 2000, 2007 a 2009 (rozdíly v p. b. vzhledem k roku 2015)

Poznámka: Kladné znaménko a zelené podbarvení (záporné znaménko a červené podbarvení) vyjadřuje zlepšení (zhoršení) v roce 2015 oproti porovnávanému roku, tj. roku 2000, 2007 a 2009.

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	<b>-0,1</b>	2016/2	<b>+0,1</b>	2016/1	<b>-0,1</b>	2015/11	<b>0</b>	2015/12
		2016/1		2015/9		2015/9		2015/9
US	<b>-0,2</b>	2016/2	<b>-0,2</b>	2016/1	<b>-0,1</b>	2015/11	<b>+0,1</b>	2015/12
		2016/1		2015/9		2015/9		2015/9
DE	<b>0</b>	2016/2	<b>+0,1</b>	2016/1	<b>-0,2</b>	2015/11	<b>0</b>	2015/12
		2016/1		2015/9		2015/9		2015/6
JP	<b>-0,2</b>	2016/2	<b>0</b>	2016/1	<b>-0,2</b>	2015/11	<b>+0,1</b>	2016/1
		2016/1		2015/9		2015/9		2015/10
BR	<b>-0,5</b>	2016/2	<b>-2,5</b>	2016/1	<b>-0,5</b>	2015/11	<b>-0,4</b>	2016/2
		2016/1		2015/9		2015/9		2016/1
RU	<b>-0,3</b>	2016/2	<b>-0,4</b>	2016/1	<b>-1,2</b>	2015/11	<b>-1,0</b>	2016/2
		2016/1		2015/9		2015/6		2016/1
IN	<b>-0,1</b>	2016/2	<b>0</b>	2016/1	<b>0</b>	2015/11	<b>0</b>	2016/2
		2016/1		2015/9		2015/9		2016/1
CN	<b>-0,1</b>	2016/2	<b>0</b>	2016/1	<b>0</b>	2015/11	<b>0</b>	2016/2
		2016/1		2015/9		2015/9		2016/1

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	<b>-0,3</b>	2016/2	<b>-0,0</b>	2015/9	<b>-0,1</b>	2015/11	<b>-0,1</b>	2015/12
		2016/1		2015/4		2015/6		2015/9
US	<b>-0,2</b>	2016/2	<b>-0,4</b>	2015/9	<b>-0,8</b>	2015/11	<b>-0,1</b>	2015/12
		2016/1		2015/4		2015/6		2015/9
DE	<b>-0,3</b>	2016/2	<b>-0,1</b>	2015/9	<b>-0,7</b>	2015/11	<b>-0,7</b>	2015/12
		2016/1		2015/4		2015/6		2015/6
JP	<b>-0,4</b>	2016/2	<b>-0,5</b>	2015/9	<b>-0,9</b>	2015/11	<b>-0,6</b>	2016/1
		2016/1		2015/4		2015/6		2015/10
BR	<b>+0,4</b>	2016/2	<b>+0,4</b>	2015/9	<b>+0,6</b>	2015/11	<b>+0,6</b>	2016/2
		2016/1		2015/4		2015/6		2016/1
RU	<b>+0,1</b>	2016/2	<b>-1,2</b>	2015/9	<b>+2,5</b>	2015/11	<b>0</b>	2016/2
		2016/1		2015/4		2015/6		2016/1
IN	<b>0</b>	2016/2	<b>-0,2</b>	2015/9	<b>-0,4</b>	2015/11	<b>-0,2</b>	2016/2
		2016/1		2015/4		2015/6		2016/1
CN	<b>-0,1</b>	2016/2	<b>+0,3</b>	2015/9	<b>+0,5</b>	2015/11	<b>-0,2</b>	2016/2
		2016/1		2015/4		2015/6		2016/1



### A3. Seznam zkratk používaných v GEVU

<b>ABS</b>	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	<b>GBP</b>	britská libra
<b>b</b>	barel	<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 Ruska	<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 britského mezibankovního trhu
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>MER</b>	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank	<b>MMBtu</b>	milion britských termálních jednotek
<b>DE</b>	Německo	<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond
<b>EA</b>	eurozóna	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>EBRR</b>	Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj	<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>EK</b>	Evropská komise	<b>TLTRO</b>	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
<b>EU</b>	Evropská unie	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>EUR</b>	euro	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>USD</b>	americký dolar
<b>FOMC</b>	Federální komise pro volný trh	<b>USDA</b>	Ministerstvo zemědělství (USA)
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
		<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2016

	č. GEVu
Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice (Luboš Komárek a Vladimír Žďárský)	2016-2
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR (Filip Novotný)	2016-1

### 2015

	č. GEVu
Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu (Oxana Babecká Kucharčuková)	2015-12
Zlaté rezervy centrálních bank (Iveta Polášková)	2015-11
Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky (Soňa Benecká, Luboš Komárek a Filip Novotný)	2015-10
Ekonomické reformy indického premiéra Modiho (Pavla Břízová)	2015-9
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne? (Soňa Benecká)	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 a 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

	<b>č. GEVu</b>
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

**2013**

	<b>č. GEVu</b>
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 dvou dekadách (Vladimír Žďárský)	2013-8
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**

	<b>č. GEVu</b>
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
Zahraníční 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
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (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