



národní
úložiště
šedé
literatury

Globální ekonomický výhled - duben 2017

Česká národní banka; Sekce měnová; Odbor vnějších ekonomických vztahů
2017

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-268354>

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

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

Datum stažení: 07.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – DUBEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Rizika globálního ekonomického růstu pro střednědobý horizont	13
A. Přílohy	20
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	20
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	20
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	21
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	22
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	23

Datum uzávěrky dat

14. dubna 2017

Sběr dat CF

10. dubna 2017

Datum publikace GEVU

21. dubna 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břízová	Oxana Babecká	Tomáš Adam	Filip Novotný
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	II.1 Eurozóna	II.2 Německo
Soňa Benecká	Iveta Polášková	Jan Hošek		
II.3 Spojené státy III.1 Čína	II.5 Japonsko III.2 Indie VI. Zaostřeno na...	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity		

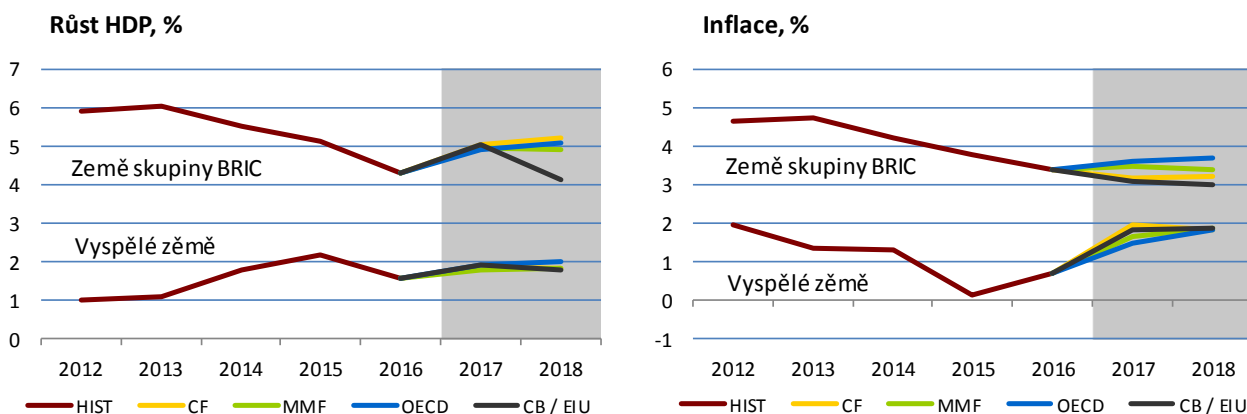
Dubnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle dále přinášíme diskusi rizik globálního ekonomického růstu pro střednědobý horizont. V současnosti ohrožují globální hospodářský růst především faktory, které nejsou svojí podstatou ekonomického charakteru (environmentální rizika, masová migrace, terorismus). Ekonomická rizika nicméně i nadále mohou brzdit vývoj světové ekonomiky, jen již v rámci globálních rizik nedominují tak, jako bezprostředně po vypuknutí globální krize.

Výhledy meziročního růstu HDP vybraných vyspělých ekonomik přinesly oproti minulému měsíci mírné zvýšení výhledu ekonomického růstu pro tento rok v eurozóně a Německu, ale také v Japonsku. Vývoj u ostatních zemí nedoznal změn. Stále tedy platí, že Spojené státy by měly na konci příštího roku vykázat hospodářský růst lehce pod 2,5 %, což je stále viditelně vyšší tempo, než jakého dosáhne v tomto období eurozóna a její největší ekonomika – Německo, ale i viditelně výše než jsou odhady pro Spojené království. Srovnání námi sledovaných zemí s Japonskem pak ukazuje ještě markantnější rozdíl v předpokládaném ekonomickém růstu, neboť japonské hospodářství by mělo ve shodném horizontu vykázat jen růst blízko 1 %. Očekávané hodnoty inflace zůstávají v jednotlivých zemích pro letošní i příští rok blízko výše uvedeným hodnotám hospodářského růstu a shodné s výhledy z března. Výjimkou je situace v eurozóně, kde se očekává mírně nižší inflace pro letošní rok, která se tak vzdálila pomyslnému 2% ideálu. Ve Spojených státech a Spojeném království by se měla inflace pohybovat zhruba 0,5 procentního bodu nad 2% hladinou. V Japonsku pak zřejmě jen s velkým úsilím dosáhne 1% úrovně.

Výhledy meziročního růstu HDP zemí skupiny BRIC nepřinesly v dubnu viditelná přehodnocení. U dynamicky se vyvíjející dvojice (Indie a Čína) se dále předpokládá pozvolné snižování ekonomické dynamiky čínské ekonomiky, ekonomika Indie by si měla udržet růst kolem impozantních 7,5 %. To jsou uspokojivé zprávy nejen pro tyto dvě velké ekonomiky, ale i pro světovou ekonomiku jako celek. U obou „slumpflaci“ postižených zemí (Rusko, Brazílie) došlo k mírnému snížení jejich očekávaného růstu HDP a stejně tak inflace spotřebitelských cen v tomto roce. V případě Brazílie se zvýšily vyhlídky ekonomického růstu pro rok 2018, kdy by tamní ekonomika měla výrazně zrychlit.

Výhledy úrokových sazeb setrvávají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách, které oproti minulému měsíci mírně poklesly v reakci na inflační vývoj v eurozóně a komunikaci představitelů ECB. V případě Spojených států lze naopak předpokládat, že během letošního roku dojde ještě k dvojímu zvýšení úrokových sazeb o standardních 0,25 procentních bodů. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu lehce oslabit vůči euru, oproti dalším měnám naopak lehce posilovat. Průměrná cena ropy Brent se má v letošním i příštím roce pohybovat poblíž 56 dolarů za barel, tj. výše než signalizovaly únorové výhledy. Ceny neenergetických surovin by se měly v ročním horizontu velmi mírně zvyšovat, a to zejména vlivem potravinářských komodit, kde se očekává růst cen pšenice, rýže a kukuřice.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

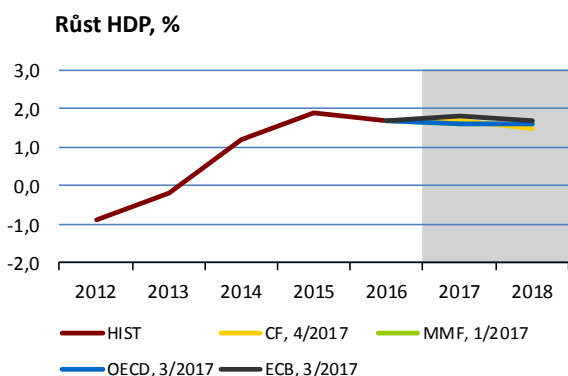


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

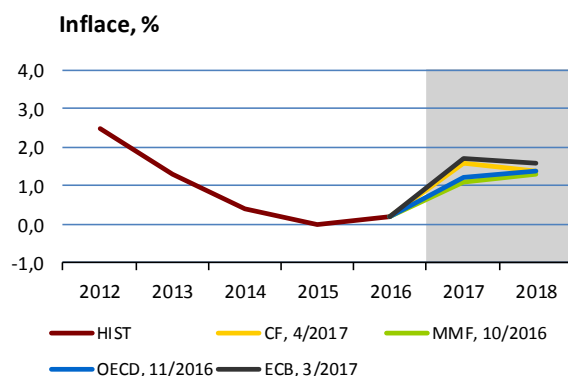
II.1 Eurozóna

Oživení v eurozóně pokračuje solidním tempem. Na konci loňského roku dosáhl mezičtvrtletní růst HDP podle třetího odhadu Eurostatu 0,5 %. I nadále byl tažen domácí poptávkou, u níž došlo k výraznému nárůstu fixních investic a soukromé spotřeby. Naproti tomu čisté vývozy přispěly k růstu záporně. Měsíční údaje ze začátku roku naznačují pokračování robustního růstu, i když publikovaná data zaostávají za předstihovými ukazateli, které se pohybují na několikaletých maximech navzdory politické nejistotě související s nadcházejícími volbami ve Francii a Německu. Například **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se pohybuje poblíž šestiletých maxim a odráží zrychlení expanze v Německu, Itálii a Francii. Naproti tomu průmyslová produkce v únoru nečekaně poklesla (meziměsíčně o 0,3 %) především v souvislosti s poklesem výstupu v energetickém sektoru. Maloobchodní tržby v únoru nicméně rostly solidním tempem (meziměsíčně o 0,7 %) a odráží tak zlepšující se situaci na trhu práce, kde nezaměstnanost dále poklesla na 9,5 %. Relativně příznivé údaje ze začátku roku se odráží v novém výhledu růstu dle CF, který byl pro letošní rok revidován na 1,7 %. V příštím roce by pak ekonomika eurozóny měla vzrůst asi o 1,5 %.

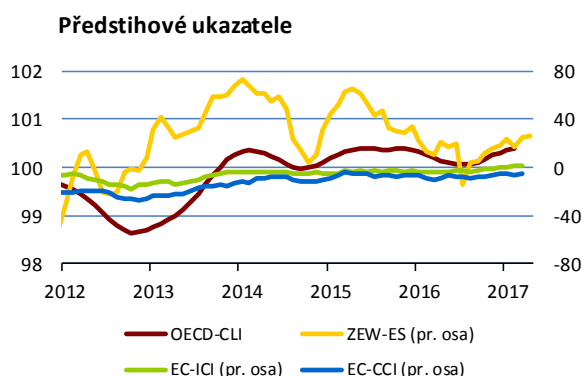
Celková HICP inflace v březnu poklesla o 0,5 p. b. na 1,5 %, k čemuž přispěl především nižší růst cen energií a potravin. Jádrová inflace ale zaznamenala také pokles (z 0,9 % na 0,7 %). Nižší hodnoty inflace oproti začátku roku se očekávají i na výhledu, kdy by měl postupně odeznít předchozí nárůst cen energií. Naproti tomu oživení v eurozóně by spolu se slabším **kurzem eura** měly působit proinflačně. Sledované výhledy tak očekávají letošní inflaci mírně nad 1,5 % a v příštím roce očekávají její mírný pokles. Současná korekce inflace a její výhled pod cílem ECB tak pravděpodobně budou tlumit názory na rychlé ukončení programu nákupů aktiv ze strany ECB, který bude pokračovat alespoň do konce prosince. Představitelé ECB na dubnové konferenci ve Frankfurtu zároveň potvrdili, že ke zvyšování depozitní sazby dojde až po ukončení programu nákupů, na což reagoval tržní výhled sazby EURIBOR poklesem.



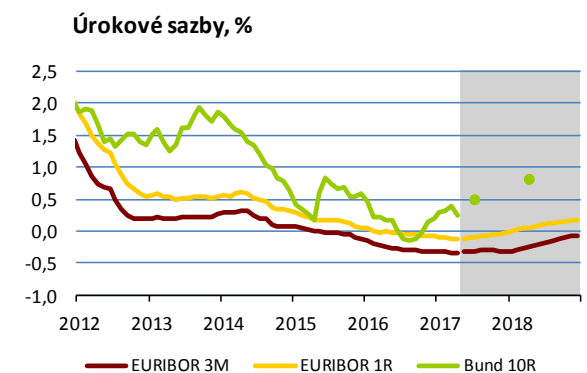
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,7 ↗	1,6	1,6	1,8
2018	1,5 ↘	1,6	1,6	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,6 ↘	1,1	1,2	1,7
2018	1,4 ↘	1,3	1,4	1,6



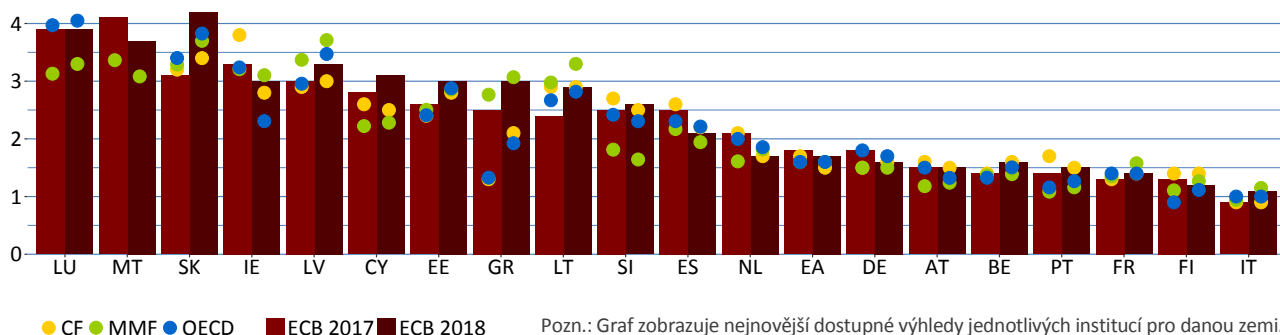
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
2/17	100,4	17,1	1,3	-6,2
3/17		25,6	1,2	-5,0
4/17		26,3		



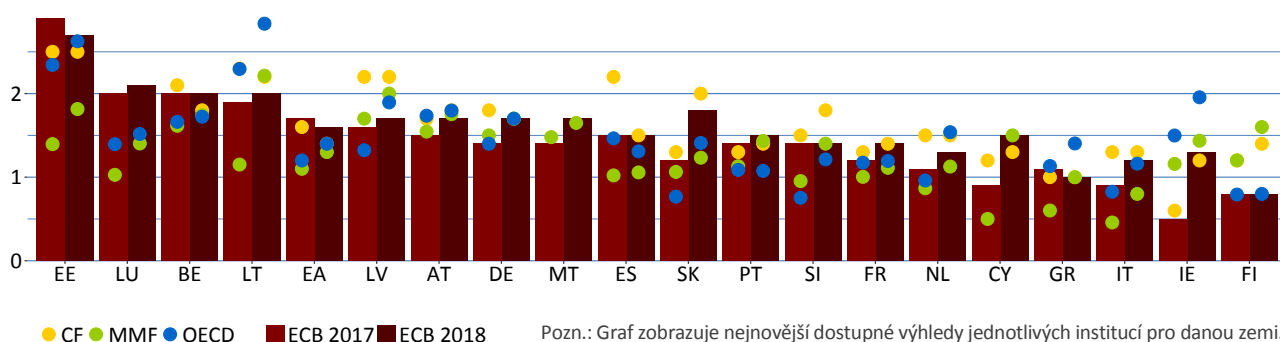
	03/17	04/17	07/17	04/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,31	-0,24
1Y EURIBOR	-0,11	-0,11	-0,09	0,06
10Y Bund	0,39	0,25	0,50	0,80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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



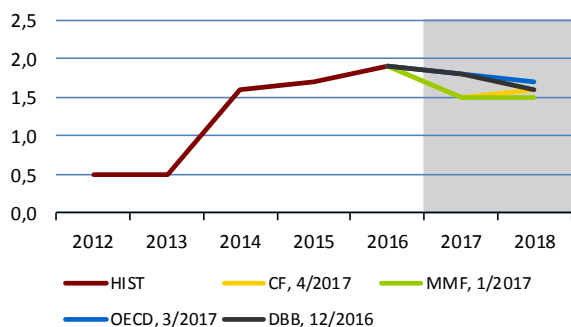
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

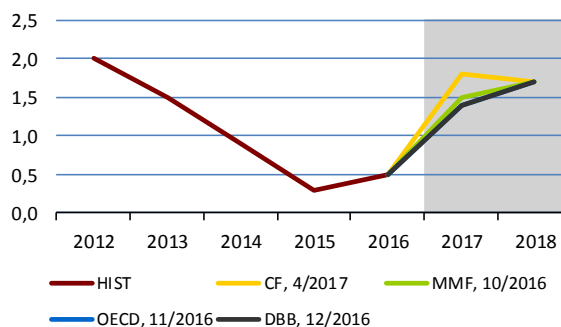
Výhled růstu HDP pro letošní rok se dle CF mírně zlepšil (na 1,5 %). Bundesbanka a OECD jsou ještě optimističtější a očekávají podobnou dynamiku jako v loňském roce. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 vzrostl HDP meziročně o 1,8 % s největším příspěvkem soukromé a vládní spotřeby. V dosavadním průběhu letošního roku se německá ekonomika vyvíjí příznivě. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu postupně rostl až na úroveň 58,3 v březnu. V dubnu si navíc výrazně polepšil ZEW indikátor ekonomického sentimentu. Tomu odpovídají i dobré výsledky průmyslové produkce a maloobchodních tržeb za únor. Navíc je očekáván další pokles míry nezaměstnanosti a s ním spojený růst soukromé spotřeby. Výhled inflace se oproti předchozímu měsíci nezměnil. Pro letošní i příští rok jsou stále očekávány hodnoty pod 2% úrovní. V samotném březnu HICP inflace zpomalila na 1,5 %. Stejně jako v předchozím měsíci byl vývoj cen ovlivněn zejména meziročním nárůstem cen energií.

Růst HDP, %



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

Inflace, %



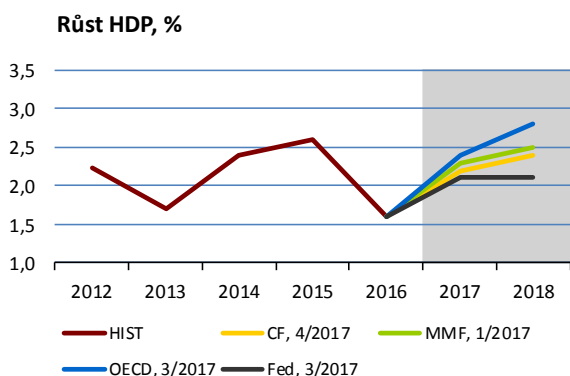
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,8 ↗	1,5	1,4	1,4
2018	1,7 ↗	1,7	1,7	1,7

II.3 Spojené státy

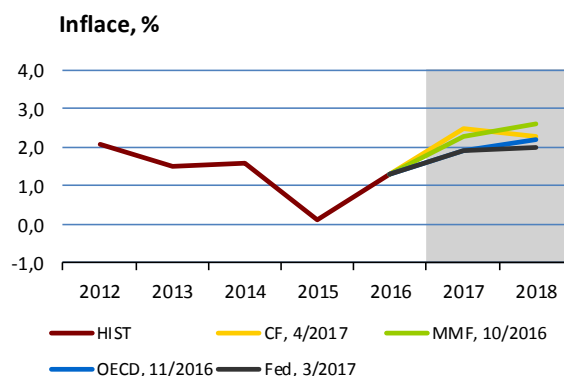
Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2016 byl v rámci třetího odhadu mírně revidován směrem nahoru, na 2,1 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Důvodem byly zejména podstatně vyšší výdaje spotřebitelů, přičemž opačným směrem působil rekordní dovoz. Nejnovější údaje, zejména vývoj maloobchodních tržeb, pak naznačují, že v prvním čtvrtletí 2017 americká ekonomika dále zpomalila. Podle Atlantského Fedu by měl růst dosáhnout tempa 1,2 %.

Březnové údaje z trhu práce byly ve srovnání s předchozími měsíci podstatně horší, ale růst mzdových nákladů zůstává robustní. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl pouhých 98 tisíc (očekáváno 180 tis.). Míra nezaměstnanosti však klesla na 4,5 % a průměrná hodinová mzda vykázala meziročně nárůst o 2,7 %. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board v březnu dále rostla (na nejvyšší hodnotu od prosince 2000), přičemž dalšího zlepšení doznalo hodnocení aktuálních podmínek ale i krátkodobého výhledu. Meziroční růst maloobchodních tržeb v březnu dosáhl 5,7%. Oproti předcházejícímu měsíci se tržby snížily zejména kvůli nižším výdajům na auta a paliva. Průmyslová aktivita ve Spojených státech v březnu díky těžbě ropy a plynu zrychlila a předstihový indikátor **PMI** se pohybuje stále v pásmu expanze (57,2), přičemž výsledky šetření naznačují přetrvávající poptávku i prodeje, ale také pozornost firem vůči rostoucím cenám.

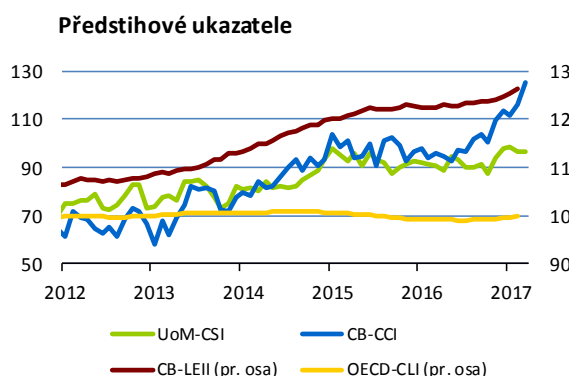
V březnu celková meziroční inflace ve Spojených státech poprvé od poloviny loňského roku zpomalila na 2,4%, zatímco jádrová inflace se snížila na 2 %. Už před zveřejněním údajů vzbudil jisté obavy na finančních trzích vývoj inflačních očekávání (tržní i spotřebitelů), která po rekordních hodnotách na začátku roku v březnu poklesla. Podobu dalšího zprůsnění měnových podmínek v USA po březnovém zvýšení sazeb pak naznačil zápis ze zasedání FOMC, kde se diskutovalo ukončení reinvestování peněz z dluhopisů, jimž vypršel termín splatnosti. Snižování bilance americké centrální banky by mohlo být zahájeno již na konci letošního roku. Dubnový CF nepřinesl změnu ve výhledu.



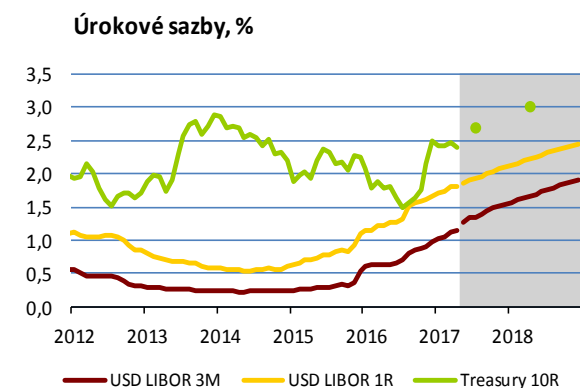
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2	2,3	2,4	2,1
2018	2,4	2,5	2,8	2,1



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,5	2,3	1,9	1,9
2018	2,3	2,6	2,2	2,0



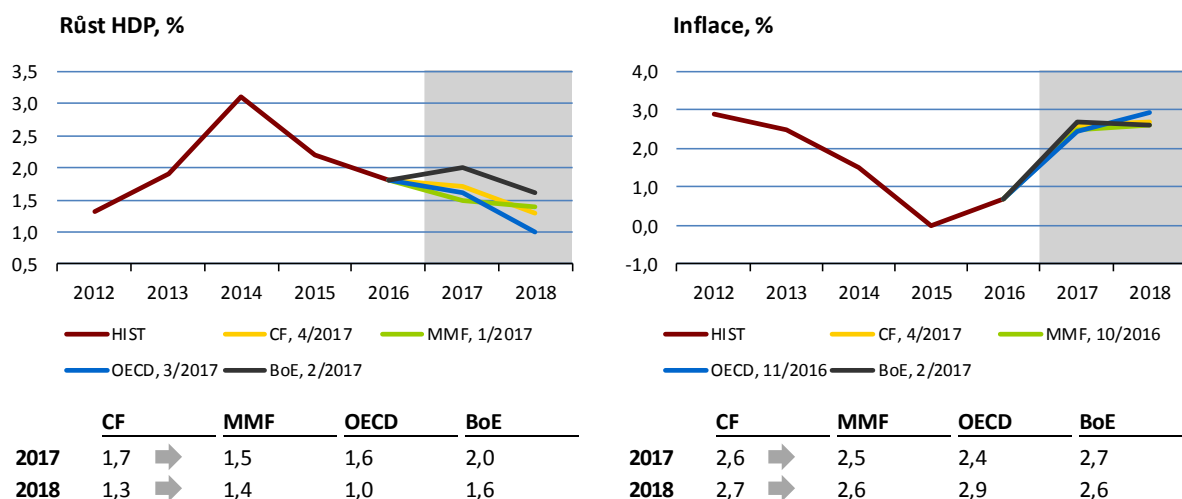
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
1/17	98,5	111,6	125,5	99,7
2/17	96,3	116,1	126,2	99,8
3/17	96,9	125,6		



	03/17	04/17	07/17	04/18
USD LIBOR 3M	1,13	1,15	1,34	1,66
USD LIBOR 1R	1,81	1,81	1,93	2,22
Treasury 10R	2,48	2,39	2,70	3,00

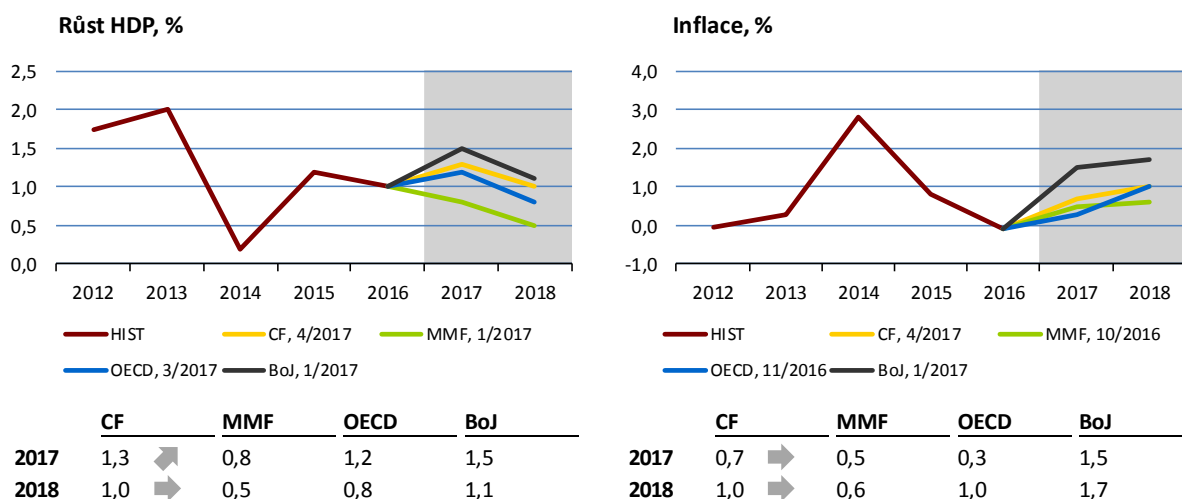
II.4 Spojené království

Tempo meziročního růstu britské ekonomiky v posledním čtvrtletí 2016 bylo v rámci zveřejnění konečných údajů revidováno lehce směrem dolů, na 1,9 %. Mezičtvrtletní dynamika revidována nebyla (0,7 %). V prvním čtvrtletí letošního roku pak podle odhadů londýnského NIESR jen mírně zvolnila na 0,5 %. Důvodem byl zřejmě pokles průmyslové produkce v lednu a únoru (meziměsíčně o 0,3 %, resp. 0,7 %). Maloobchodní tržby naproti tomu překvapily pozitivně, když v únoru po třech měsících poklesu vzrostly o 1,4 %. Optimistický je i výhled pro další čtvrtletí – [PMI](#) ve službách se březnu zvýšil na 55 bodů a jen o něco nižší zůstává i ve zpracovatelském průmyslu. Meziroční inflace spotřebitelských cen vzrostla v únoru na 2,3 % (nejvyšší hodnotu od září 2013) a na stejné úrovni zůstala i v březnu. Zvýšená očekávání budoucího utažení měnové politiky však lehce uklidnil vývoj jádrové inflace, která v březnu poklesla na 1,8 % (z 2,0 % v únoru). [Kurz libry](#) zůstává stabilní, na aktivaci čl. 50 Lisabonské smlouvy nereagoval.



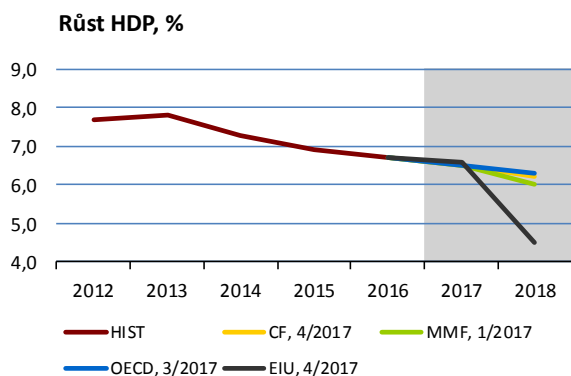
II.5 Japonsko

Japonská ekonomika se v posledních týdnech vyvíjela smíšeně. Nezaměstnanost v únoru klesla na nejnižší hodnotu od roku 1994 (na 2,8 %). Meziroční změna maloobchodních tržeb se výrazně snížila i díky zvyšujícímu se poklesu výdajů domácností a nadále umírněnému růstu mezd. Dynamika průmyslové produkce v únoru zesílila, díky růstu těžby a zpracovatelské a chemické produkce. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se ale v březnu neočekávaně snížil, když dle hodnocení nákupních manažerů zvolnil růst výstupu, nových objednávek a exportu. Naopak spotřebitelská důvěra se v březnu zlepšila. Dubnový CF zvýšil o 0,1 p. b. predikci růstu HDP pro tento rok. Meziroční inflace v únoru lehce klesla na 0,3 %. Důvodem bylo pokračující zpomalení dynamiky cen čerstvých potravin, které jsou však nadále hlavním proinflačním faktorem. Výhledy inflace zůstaly nezměněny.

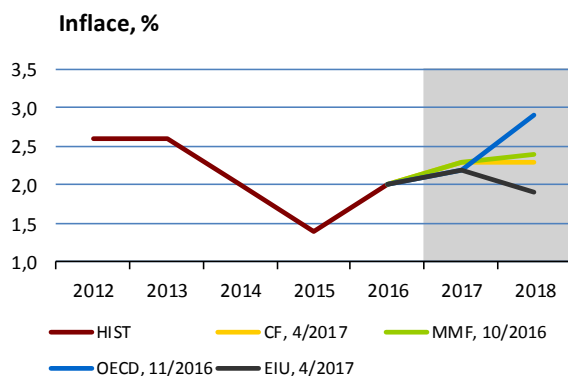


III.1 Čína

Meziroční růst čínské ekonomiky v prvním čtvrtletí dosáhl dle prvního odhadu 6,9 %, což je nejvyšší hodnota od třetího čtvrtletí 2015. Vyšší vládní výdaje na infrastrukturu a pokračující expanze na trhu nemovitostí pomohly zvýšit výkon průmyslového sektoru. Čínská ekonomika je tedy i nadále velmi závislá na podpůrných opatřeních, které však vedou k přehřívání na reálním trhu. Ceny výrobců v březnu zvolnily svůj růst na 7,6 % zejména z titulu nižších cen oceli a uhlí, zatímco spotřebitelská inflace zůstává nízká, pod 1 %. Výhled dubnového CF se oproti minulému měsíci nezměnil, zatímco nová předpověď EIU očekává vyšší růst HDP v roce 2017 i 2018. Inflace byla revidována směrem dolů pro rok 2017 a nahoru pro rok 2018.



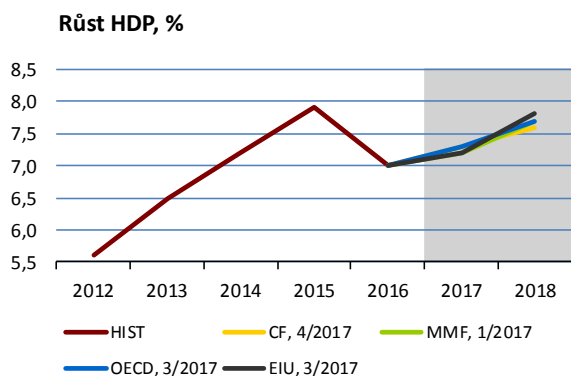
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	6,5 →	6,5	6,5	6,6 ↗
2018	6,2 →	6,0	6,3	4,5 ↗



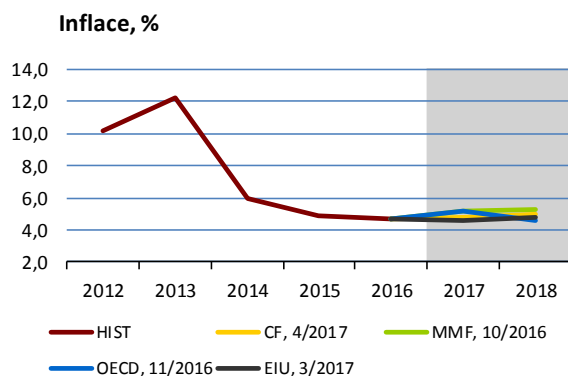
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	2,3 →	2,3	2,2	2,2 ↘
2018	2,3 →	2,4	2,9	1,9 ↗

III.2 Indie

Situace v indickém průmyslovém sektoru je značně nestálá a odráží zejména vývoj ve zpracovatelském průmyslu. V únoru se průmyslová produkce po dvou předchozích měsících růstu propadla o 5,2 % (meziročně o 1,2 %). [Nikkei PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se však v březnu dále zvýšil. Podle nákupních manažerů se příznivě vyvíjí dynamika výstupu, nových objednávek, exportu a zaměstnanosti. Sledované instituce nezměnili výhledy růstu. Inflace v březnu vzrostla na 3,8 %, a to i přesto, že růst cen potravin začal zpomalovat. CF a EIU zvýšili predikce inflace pro fiskální rok 2017/2018, a to o 0,1, resp. 0,2 p. b. EIU pak snížil o 0,3 p. b. výhled inflace pro rok 2018/2019. Rezervní banka Indie hodnotí rizika výhledu jako převážně proinflační. Na svém dubnovém zasedání pak RBI dle očekávání ponechala základní úrokovou sazbu na 6,25 %.



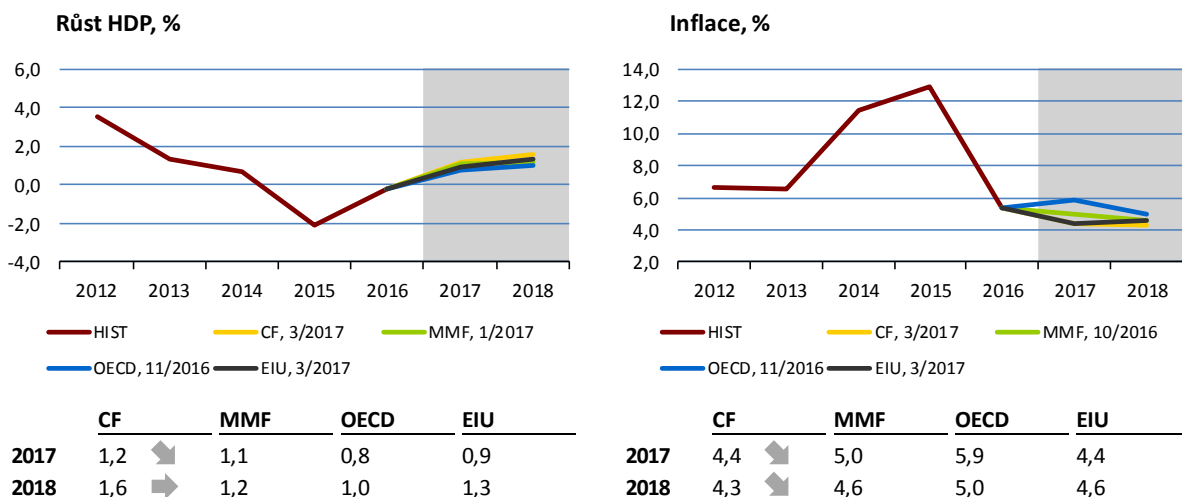
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	7,3 →	7,2	7,3	7,2 →
2018	7,6 ★	7,7	7,7	7,8 →



	CF	MMF	OECD	EIU
2017	4,8 ↗	5,2	5,2	4,6 ↗
2018	5,0 ★	5,3	4,6	4,8 ↗

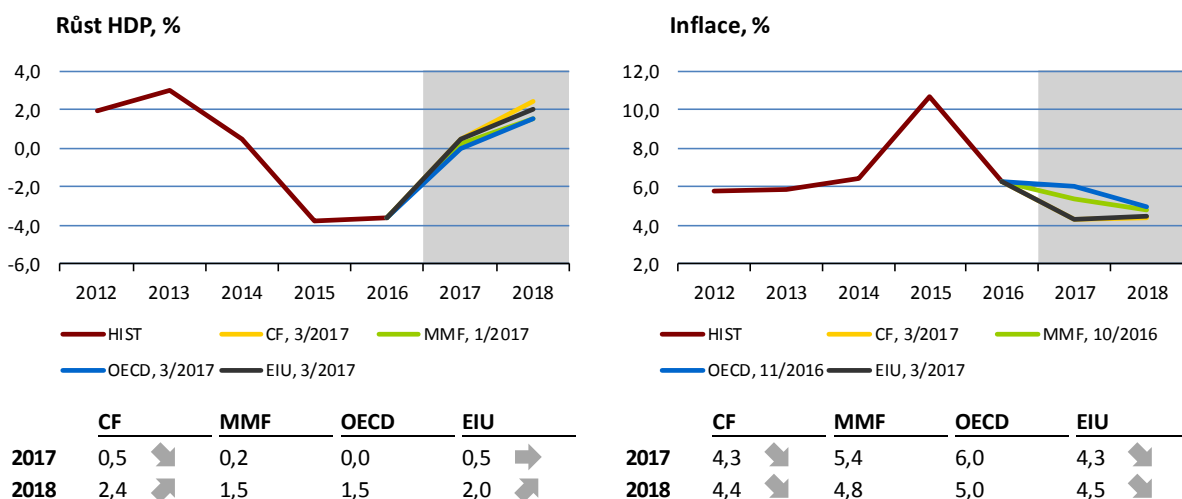
III.3 Rusko

V závěru loňského roku vykázal čtvrtletní HDP Ruska ve stálých cenách poprvé od prosince 2014 kladný růst ve výši 0,3 % meziročně (první odhad). K růstu přispěl především čistý vývoz, přičemž rostly jak vývozy (3,7 %), tak dovozy (0,3 %). Dalším příznivým faktorem byl nejnižší pokles spotřeby domácnosti za poslední dva roky (-3,2 %). Tempo poklesu spotřeby vlády zůstalo již třetí čtvrtletí beze změny na úrovni 0,5 %. Hrubá tvorba fixního kapitálu poklesla o 0,3 %. CF prozatím revidoval své výhledy růstu pro letošní rok směrem dolů, ovšem zřejmě ještě plně nezohledňuje nejnovější data, která byla zveřejněna v samém závěru března. V posledním březnovém týdnu snížila Ruská centrální banka klíčovou sazbu o 0,25 p. b. na 9,75 % a nevyklučuje její další snížení ve druhém čtvrtletí. Dle posledních dostupných výhledů CF a EIU se inflace bude v letošním roce postupně snižovat a k prosinci dosáhne 4,4 %. Pro srovnání v prvním čtvrtletí rostly ceny 4,6% tempem.



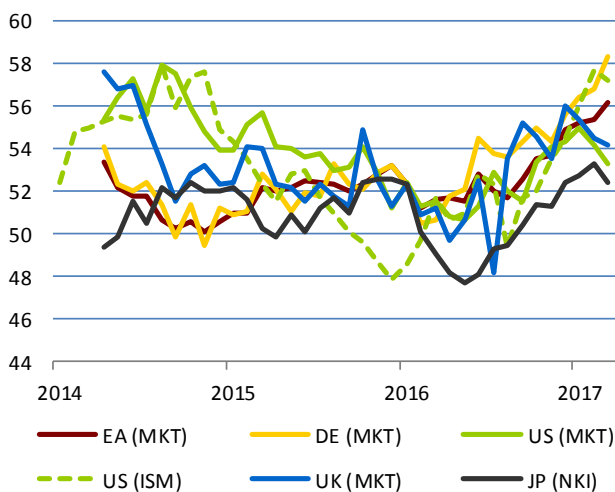
III.4 Brazílie

Propad brazilské ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2016 proti očekávání dále zrychlil. HDP klesl o 0,9 % po předchozím propadu o 0,7 %. Zdá se tak, že Brazílie ven z recese prozatím nemíří. Pokles způsobila především spotřeba domácností, ale také vyšší dynamika dovozu. Nezaměstnanost v únoru dále rostla. Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen se oproti předchozímu měsíci mírně zpomalilo: 4,6 % v březnu oproti 4,8 % v únoru. Přestože inflace zpomaluje, brazilská ekonomika zatím nevykazuje výraznější známky zotavování. Předstihové indikátory podnikatelské důvěry a [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu a ve službách se v březnu zlepšily, poslední dva jmenované indexy však nadále zůstávají v pásmu kontrakce. Brazilská centrální banka v souladu s očekáváním snížila klíčovou úrokovou sazbu SELIC o 1 p. b. na 11,25 %. Dle nejnovějších výhledů by se ekonomická situace měla začít postupně zlepšovat. V roce 2017 jak CF, tak EIU očekávají půlprocentní růst HDP. Výhled inflace pro letošní rok obě instituce snížily na 4,3 %.

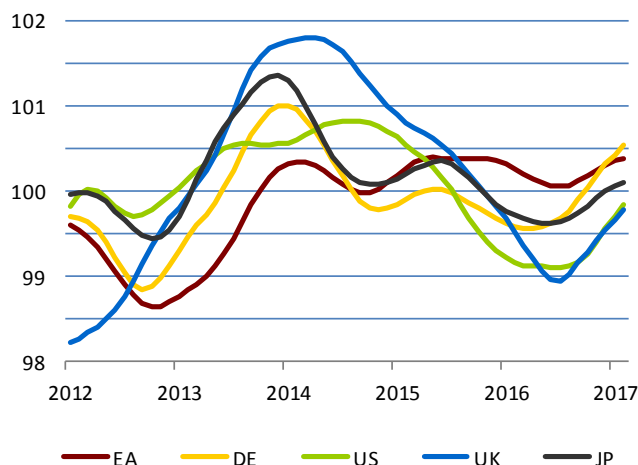


IV.1 Vyspělé země

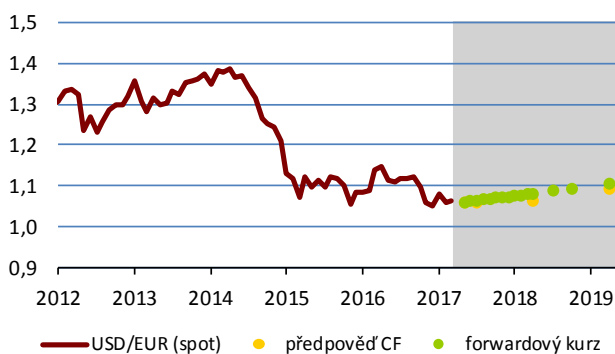
PMI v průmyslu



OECD-CLI

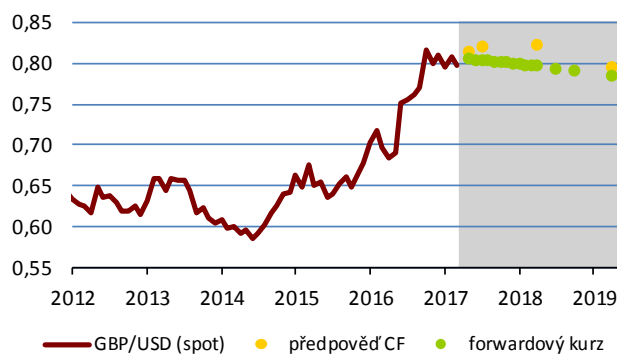


Americký dolar (USD/EUR)



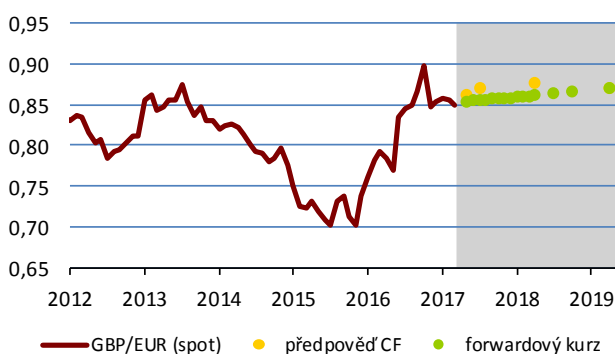
	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	1,060				
předpověď CF		1,060	1,060	1,065	1,094
forwardový kurz		1,061	1,064	1,081	1,107

Britská libra (GBP/USD)



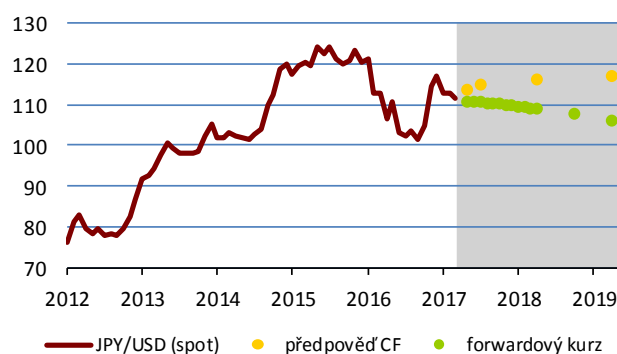
	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	0,805				
předpověď CF		0,813	0,821	0,822	0,795
forwardový kurz		0,805	0,803	0,796	0,785

Britská libra (GBP/EUR)



	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	0,853				
předpověď CF		0,862	0,870	0,876	0,870
forwardový kurz		0,854	0,855	0,861	0,869

Japonský jen (JPY/USD)

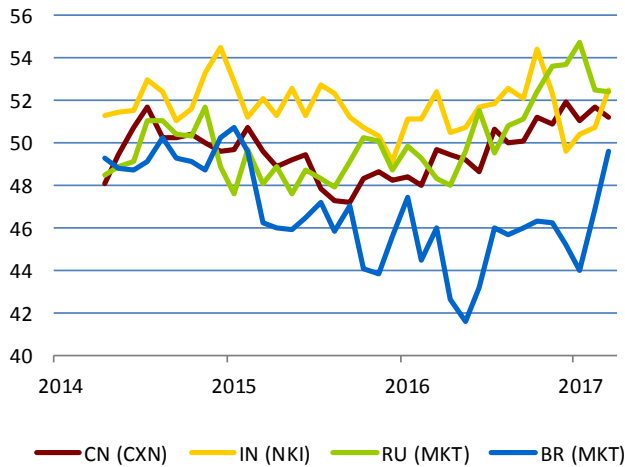


	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	111,1				
předpověď CF		113,5	114,7	115,9	116,9
forwardový kurz		110,8	110,5	108,9	106,2

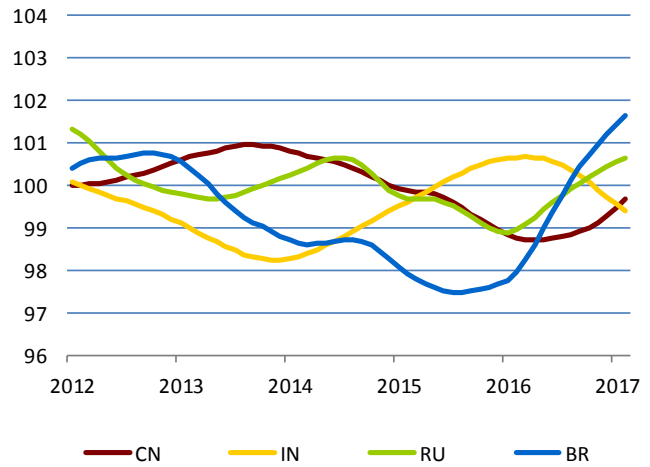
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

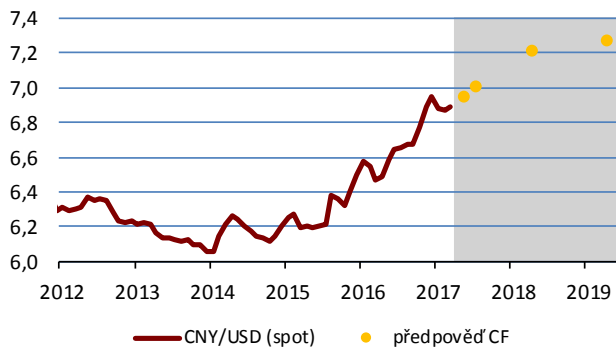
PMI v průmyslu



OECD-CLI

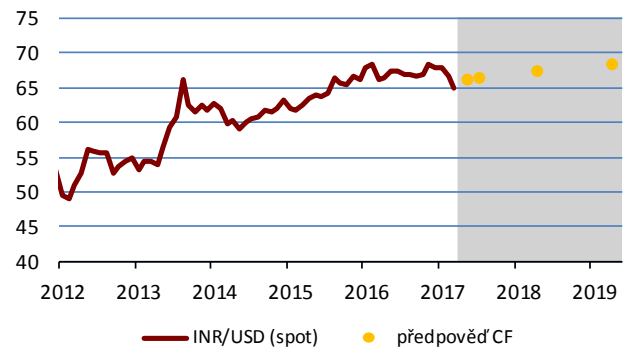


Čínský renminbi (CNY/USD)



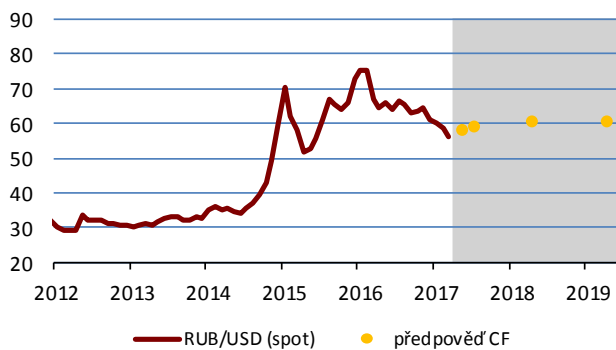
	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	6,905				
předpověď CF		6,948	7,006	7,208	7,276

Indická rupie (INR/USD)



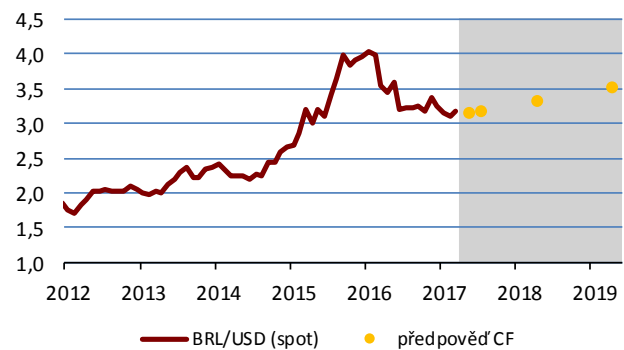
	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	64,55				
předpověď CF		66,07	66,45	67,44	68,27

Ruský rubl (RUB/USD)



	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	57,29				
předpověď CF		57,89	58,9	60,34	60,69

Brazilský real (BRL/USD)



	10/4/17	05/17	07/17	04/18	04/19
spotový kurz	3,147				
předpověď CF		3,146	3,18	3,328	3,515

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

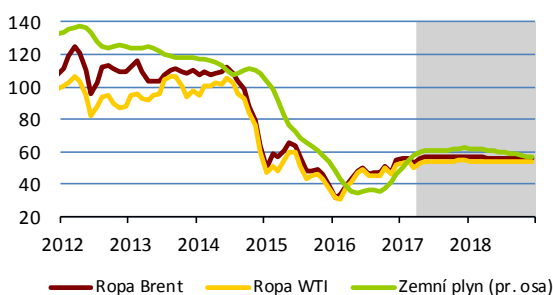
V.1 Ropa a zemní plyn

Po třech měsících, kdy se ceny ropy pohybovaly v úzkém rozmezí 55–57 USD/barel, došlo v první polovině března k rychlému poklesu o cca 5 USD/barel. Cena ropy WTI přitom klesla více, neboť za propadem stály zejména zprávy o růstu vrtné aktivity a těžby ropy v USA, a tedy i další růst tamních zásob ropy na nová historická maxima. Ke konci března se však ceny ropy začaly opět zvyšovat kvůli výpadkům těžby v Libyi a signálům, že by OPEC mohl prodloužit dohodu o omezení produkce i do druhé poloviny roku. K oficiálnímu rozhodnutí by však mělo dojít až na květnovém zasedání kartelu. Do té doby tak bude cena ropy patrně dále kolísat kolem aktuálních hodnot v reakci na zprávy o vývoji amerických a globálních zásob ropy a objemu těžby velkých producentů ropy. Riziko většího pohybu cen pokleslo s tím, jak spekulativní fondy v uplynulých týdnech snížily své čisté dlouhé pozice.

Tržní futures křivka k datu průzkumu dubnového CF se po březnovém poklesu opět vrátila na úroveň z předchozích měsíců. Je prakticky vodorovná a jak pro letošní, tak příští rok implikuje průměrnou cenu ropy Brent 56 USD/barel. Předpověď EIA očekává pro letošní rok nižší cenu (54 USD/barel) a naopak v roce 2018 její mírný růst na 57 USD/barel. Dubnový CF předpovídá v ročním horizontu hodnotu 55,6 USD/barel, což je v souladu s tržní křivkou.

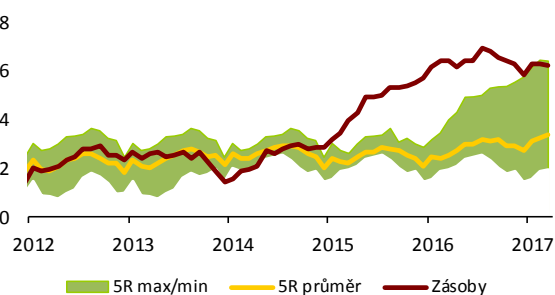
Cena zemního plynu v USA rostla kvůli ochlazení v polovině března, naopak v Evropě spotové ceny plynu silně klesaly díky teplejšímu počasí, zatímco ceny dlouhodobých kontraktů byly relativně stabilní. Ceny uhlí od února klesaly díky vyšší produkci v Číně po zrušení restrikcí na těžbu. Na konci března cena uhlí mírně vzrostla, když byly kvůli hrozícímu cyklónu uzavřeny některé doly v Austrálii.

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

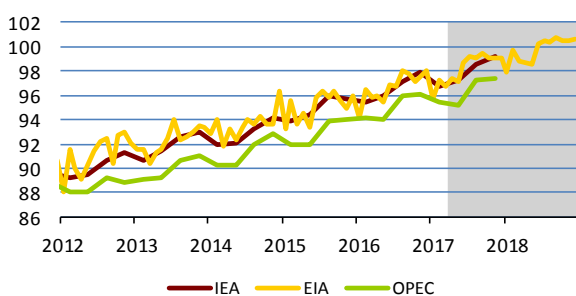


	Brent	WTI	Plyn
2017	56,08 ↗	53,48 ↗	217,78 ↘
2018	56,05 ↗	53,97 ↗	218,84 ↗

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

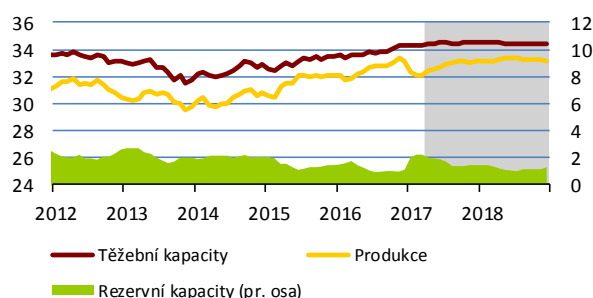


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,96 ↘	98,16 ↗	96,30 ↗
2018		99,79 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,69 ↘	34,44 ↗	1,76 ↗
2018	33,24 ↗	34,44 ↗	1,21 ↗

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

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

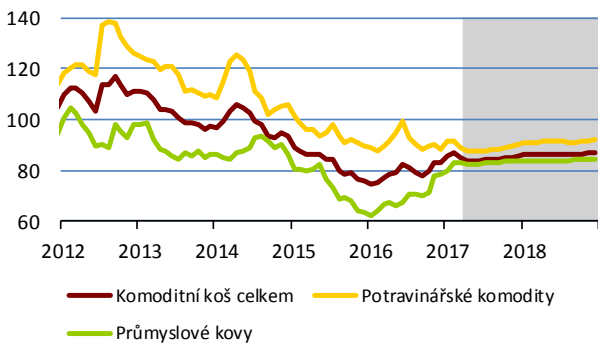
V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v březnu poklesl poprvé po sérii pěti růstů v řadě. V poklesu pokračoval i v první polovině dubna. Dílčí index cen průmyslových kovů vzrostl od ledna 2016 do února 2017 o 34 %, ale v březnu a první polovině dubna se jeho rychlý růst zastavil. Dílčí index cen potravinářských komodit se naopak pohybuje již od září 2015 poblíž mnohaletého minima (s výjimkou krátkého období v květnu až červenci 2016) a v první polovině dubna se dostal na nejnižší hodnotu od června 2010. Na výhledu všechny tři indexy nepatrně rostou.

Ceny základních kovů jsou nadále podporovány příznivým vývojem zpracovatelského průmyslu, když se globální JP Morgan PMI udržuje na 69měsíčním maximu a příznivý vývoj signalizuje i PMI v Číně (i přes březnový pokles z 51,7 na 51,2). Ceny kovů podporoval i další růst cen nemovitostí v Číně. Naopak s problémy nové americké administrativy odezívá optimismus ohledně očekávaného růstu infrastrukturních investic v USA. Růst cen mědi se zastavil poté, co byla ukončena stávka v dolech v Chile, a navíc se během března zvýšily zásoby mědi na LME o 44 %. Zastavil se i růst cen většiny ostatních základních kovů (s výjimkou hliníku), silněji ale poklesla v březnu jen cena niklu, když vláda v Indonésii schválila vyšší vývoz. Na počátku dubna se snížila i cena železné rudy. Předchozí růst částečně korigovala cena kaučuku, která od února silně klesá kvůli rostoucím zásobám v Číně.

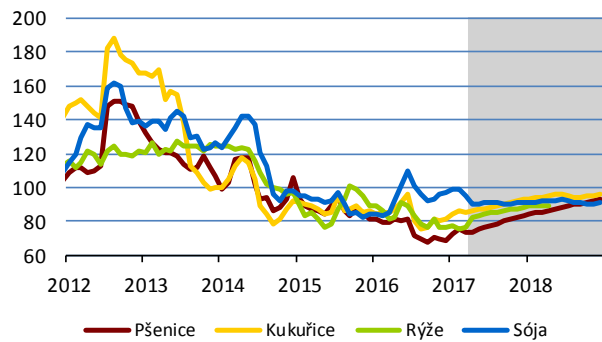
Z potravinářských komodit rostla cena rýže, zatímco silně klesaly ceny sóji a cukru v důsledku očekávaného růstu produkce v Brazílii. Naopak došlo k zastavení předchozího prudkého poklesu cen kakaa. Ceny masa více méně stagnovaly.

Indexy cen neenergetických komodit



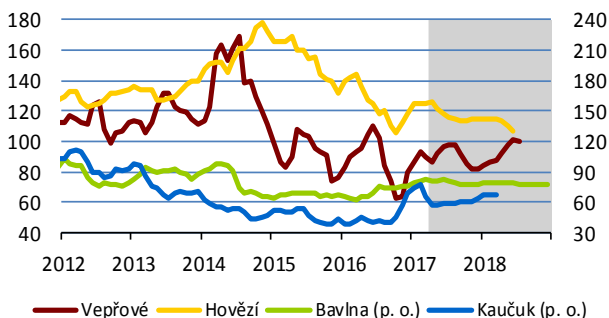
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	84,9	89,1	82,8
2018	86,6	91,4	84,0

Potravinářské komodity



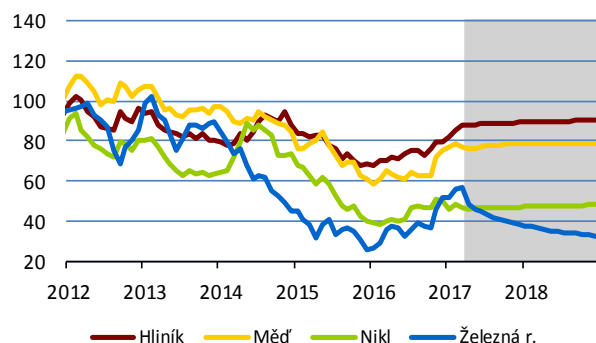
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	77,6	88,5	83,2	92,5
2018	88,6	94,9	89,2	91,6

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	90,1	118,9	79,8	62,7
2018	92,7	112,4	77,9	66,9

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	87,8	77,6	46,9	45,7
2018	89,8	78,7	47,7	34,9

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Rizika globálního ekonomického růstu pro střednědobý horizont¹

V roce 2010 se tempo růstu světové ekonomiky naposledy výrazně zvýšilo a po předchozím poklesu tehdy znovu dosáhlo předkrizové úrovně. Od té doby však celosvětový růst stále zpomaluje. Výrazné oživení se zatím nedá očekávat ani v následujících letech. Současný křehký růst doprovázený poměrně vysokou nejistotou tak přitahuje pozornost analytiků ke zkoumání potenciálních rizik, která by případně mohla situaci ještě zhoršit. Tento článek se zaměřuje na rizika růstu světové ekonomiky, jež jsou významná především ve střednědobém horizontu, tj. období, které je zásadní z hlediska měnověpolitického rozhodování. Stručný přehled nejčastěji uváděných potenciálních překážek ekonomického vývoje ukazuje, že v současnosti ohrožují globální hospodářský růst především rizika, která nejsou svojí podstatou ekonomického charakteru. Ekonomická rizika nicméně i nadále mohou brzdit vývoj světové ekonomiky, jen již v rámci globálních rizik nedominují tak, jako v prvních letech po vypuknutí globální krize.

1 Úvod

Předpověď budoucího vývoje ekonomiky (a rovněž tak čehokoli jiného) je vždy spojena s vysokou mírou nejistoty, která stoupá spolu s prodlužujícím se horizontem prognózy. Přitom se nejedná o pouhou matematickou přesnost výpočtů. Velice důležitým se jeví právě důkladné zohlednění různých faktorů („rizik“), které, pokud by nastaly, by mohly zlepšit („rizika směrem nahoru“ – „*upside risks*“) nebo naopak zhoršit („rizika směrem dolů“ – „*downside risks*“) stávající předpověď. Rizika nadhodnocení světového růstu teď přitom v souhrnu převažují nad riziky jeho podhodnocení. Oživení ve světové ekonomice je stále křehké a vzrůstající politická nejistota, stejně jako přísnější globální finanční podmínky nebo nárůst protekcionismu, mu neprospívá. Naopak za významný faktor, který by růst celosvětového HDP mohl podpořit, lze v současné době považovat fiskální stimuly postupně zaváděné v klíčových ekonomikách, zejména ve Spojených státech. Ty mohou totiž přispět k silnější ekonomické aktivitě, než jakou prozatím očekávají nejnovější výhledy.

Řada důležitých rizik přetrvává dlouhodobě (např. riziko devastace životního prostředí, které odstartovalo svůj prudký vzestup už se začátkem průmyslové revoluce; geopolitická rizika, včetně válek a vojenských konfliktů, která existují již od začátku lidské historie). Nicméně aktuální míra závažnosti, kterou přiřazujeme jejich možnému vlivu na globální ekonomický vývoj, se v čase vyvíjí a stejně tak se stává, že se objeví nějaké nové, dříve nevnímané riziko, případně některé ze stávajících rizik přestane být považováno za hrozbu. Každý rok tak přináší zajímavé změny v tom, jaké jevy identifikujeme jako hlavní nejistoty, jež mohou vychýlit světovou ekonomiku od předpokládané trajektorie. *World Economic Forum* (WEF) letos publikoval ve své výroční tematické zprávě již podvanácté žebříček rizik globálního vývoje v právě probíhajícímu roce. Jednotlivá rizika byla seřazena do pěti skupin (ekonomická, environmentální, geopolitická, sociální a technologická) a následně vyhodnocena z hlediska pravděpodobnosti naplnění, potenciálního vlivu (míry možných následků) a také vzájemné provázanosti.

Obecně lze říci, že všechna rizika jsou mezi sebou (více či méně) provázána – vzájemně svůj vliv na vývoj ekonomiky zesilují (méně časté jsou případy vzájemného oslabování) – a souvisí především s několika dlouhodobými trendy, z nichž nejvýznamnější jsou podle šetření WEF:

- *zvysující se nerovnost v příjmech a bohatství* – dochází ke stálému rozvírání nůžek v rámci socioekonomických rozdílů mezi bohatými a chudými skupinami obyvatel v jednotlivých zemích i mezi regiony;
- *změny klimatu a devastace životního prostředí* – způsobuje je lidská činnost a vedou ke zhoršení kvality ovzduší, půdy a vod, k atmosférickým změnám a k značné proměnlivosti přírodního klimatu²;
- *zvysující se závislost v tzv. kyber prostoru* – jedná se o značný nárůst digitálního propojení lidí, věcí i organizací, s nímž je spojeno také vyšší riziko napadnutelnosti dat nebo jejich zcizení;
- *vzrůstající polarizace společnosti a posilující národnostní smýšlení* – případně i rozdílné hodnotové, politické a náboženské pohledy; aktuální tendence směřují především k uzavírání ekonomik a protekcionistickým politikám, což může vést ke zpomalení růstu mezinárodního obchodu a poklesu investic;
- *stárnutí populace* – důvody jsou snižující se míra porodnosti ve vyspělých zemích³ a stále se zvyšující průměrný věk dožití po celém světě (WEF, 2017).

¹ Autorem je Iveta Polášková, simulace pomocí modelu NiGEM provedl Filip Novotný. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² A to i přes snahy o snižování dopadů lidské činnosti na přírodní zdroje a klimatické podmínky v podobě uzavírání mezinárodních klimatických dohod (celosvětových či regionálních). Častým problémem je totiž nedodržování těchto úmluv. Většina zemí se nicméně snaží environmentální politiku zpřísnovat.

Jak v letošním, tak v příštím roce dominují mezi pěti nejvýznamnějšími environmentální rizika⁴, a to nejen s ohledem na vnímanou pravděpodobnost, že se materializují, tj. globální ekonomiku skutečně ovlivní, kde jsou umístěna na 1. a 3. místě, ale rovněž s ohledem na odhadovaný rozsah jejich případného působení. Dalším významným rizikem je nežádoucí masová migrace, pravděpodobnost přisuzovaná jeho naplnění ovšem oproti přechozímu roku mírně klesla. Jako vysoké (4. místo) bylo pro rok 2017 hodnoceno také riziko rozsáhlých teroristických akcí. Teroristické útoky se zpravidla odrážejí ve spotřebitelské a obchodní náladě⁵ a mají vliv na americké a evropské akciové trhy, čímž mohou vývoj světové ekonomiky významně ovlivnit. Jako poslední z pěti rizik s nejvyšší pravděpodobností naplnění uvádí WEF masivní napadení dat, včetně jejich krádeže. Z hlediska možných následků pro světovou ekonomiku nicméně technologická rizika prozatím mezi ta nejzávažnější nepatří. Dá se ovšem očekávat, že v budoucnu se bude jejich potenciální dopad na globální hospodářský růst zvyšovat. Zároveň se jedná o typ hrozeb s širším přesahem. Rozsáhlý kybernetický útok nebo zneužití dat by totiž nejen způsobil ekonomické škody, ale také zvýšil geopolitické napětí, případně vedl i k celkové ztrátě důvěry v internetovou síť.

Ekonomická rizika ani z hlediska pravděpodobnosti naplnění, ani z hlediska potenciálního vlivu, už dnes na rozdíl od období kolem vypuknutí světové finanční krize a především pak post-krizových let v popředí nestojí.⁶ Žebříček hlavních ekonomických rizik pro rok 2017 shrnuje Tabulka 1. Největší hrozbou ekonomického charakteru, jež má zároveň i poměrně velký potenciál negativního dopadu, je podle WEF nezaměstnanost. Problematická je především dlouhodobá nezaměstnanost a nezaměstnanost žen a mladých lidí. Přestože vysoká míra nezaměstnanosti se vyskytuje zpravidla v rozvíjejících se a rozvojových zemích, i některé z vyspělých zemí jsou stále ještě svazovány nezaměstnaností, jež se pohybuje v dvouciferných hodnotách. Globální ekonomický růst však může zbrzdit rovněž nedostatečné využití produktivních kapacit zaměstnaných osob či nedostatek kvalifikovaných pracovníků (tzv. podzaměstnanost). Druhým nejpravděpodobněji naplnitelným rizikem je potom propuknutí fiskálních krizí v hlavních světových ekonomikách v souvislosti s vysokou zadlužeností. Obě tato ekonomická rizika jsou výrazně spojena s trendy stárnutí obyvatel a zvyšující se nerovností v příjmech a bohatství.

Podle míry dopadu rizika	Z hlediska pravděpodobnosti vzniku rizika
1. nezaměstnanost (příp. podzaměstnanost)	1. ilegální obchod
2. fiskální krize	2. bubliny v cenách aktiv
3. selhání finančního mechanismu nebo institucí	3. nezaměstnanost (příp. podzaměstnanost)
4. bubliny v cenách aktiv	4. fiskální krize
5. šok v cenách energií	5. selhání finančního mechanismu nebo institucí
6. selhání základní infrastruktury	6. šok v cenách energií
7. deflace	7. deflace
8. ilegální obchod	8. selhání základní infrastruktury
9. nekontrolovatelná inflace	9. nekontrolovatelná inflace

Tabulka 1 Žebříček významnosti ekonomických rizik v roce 2017

Zdroj: World Economic Forum (2017)

Významným rizikem pro světovou ekonomiku zůstává také potenciální šok v cenách energií, který by mohl nastat například v případě, že nebude plněna dohoda organizace OPEC o limitech těžby ropy. To by mohlo být zapříčiněno posilujícími geopolitickými riziky nebo negativním přístupem některých států k omezení těžby. Dalšími důležitými ekonomickými riziky současnosti jsou selhání hlavních finančních mechanismů nebo institucí, rozrůstání nelegálního obchodu (nelegální finanční toky, vyhýbání se daním, obchodování s lidmi, organizovaný zločin, padělání, apod.), selhání nebo výpadek stěžejních infrastruktur (zejména v případě zastavení nebo snížení investic do zlepšení a zabezpečení energetické, dopravní a komunikační infrastruktury) a bubliny v cenách aktiv. Posledně jmenované riziko má přitom potenciál způsobit další celosvětovou krizi, především pokud by došlo k výraznému nárůstu v cenách komodit, nemovitostí nebo akcií. Problémem by mohlo být i snížení investic v ropném sektoru, jež by se v budoucnu odrazilo ve výrazném nárůstu cen ropy.⁷

³ Problém s nízkou porodností je patrný zejména ve vyspělých zemích, kde se míra porodnosti nachází ve většině případů pod reprodukční hranicí demografického růstu (2,1), přičemž často dochází k jejímu snižování až k nejnižší možné hodnotě pro udržitelnost populace z dlouhodobého hlediska (1,3).

⁴ Příkladem mohou být problémy s extrémním, často nevyzpytatelným počasím, nedostatek kvalitní vody nebo časté přírodní katastrofy.

⁵ To bylo patrné například po útocích v Bruselu v dubnu loňského roku, které ovlivnily spotřebitelskou a obchodní náladu zejména v Německu a Belgii. Ještě výraznější pokles ve spotřebitelském a obchodním sentimentu pak byl zřejmý ve Francii, ale i v dalších zemích EU, po útocích v Paříži v listopadu 2015.

⁶ Což potvrzuje nejen publikace (WEF, 2017), ale také např. (EIU, 2017b) a (IMF, 2017).

⁷ Toto riziko je nicméně s ohledem na vývoj v daném odvětví považováno za velmi nízké, i když s potenciálně vysokým dopadem na světovou ekonomiku.

Jako méně pravděpodobné už se v současnosti jeví ekonomické riziko v podobě dlouhodobé deflace, které bylo sníženo díky realizovaným nekonvenčním politikám. Ty by však v budoucnu mohly zvýšit opačné ekonomické riziko, jež má nyní velmi nízkou pravděpodobnost naplnění, a to nekontrolovatelnou inflaci (EIU, 2017b; WEF, 2017). Toto riziko je však pro letošní rok hodnoceno jako nejméně nebezpečné a nemělo by tak dynamiku světové ekonomiky nijak zvlášť ohrozit.

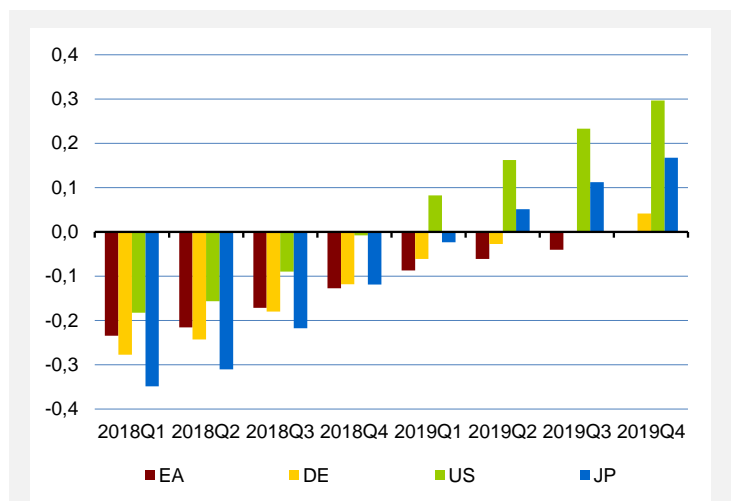
Dále se zaměříme na stručný přehled jednotlivých rizik pocházejících z vybraných klíčových ekonomik, který doplníme o kvantifikaci případných dopadů na základě simulací z modelu NiGEM.

2 Výrazné zpomalení čínské ekonomiky

V letech 2000–2007 patřila čínská ekonomika k těm nejrychleji rostoucím (její růst dosahoval v průměru 10,5 %). Vzhledem k rostoucímu podílu na světovém HDP se tak Čína rychle zařadila mezi významné tahouny celosvětového růstu a zároveň se významně podílela na růstu mezinárodního obchodu. Přestože i teď čínská ekonomika vykazuje solidní výkon v porovnání s vyspělými ekonomikami, prudkou akceleraci vystřídal pozvolné zpomalování. Riziko dalšího zpomalení čínské ekonomiky je nadále hodnoceno jako vysoké a s potencionálně velkým dopadem na celý svět.

Důvodem snižování tempa hospodářského růstu Číny jsou pokračující strukturální změny směrem k tržně-orientované ekonomice a „rebalancing“, čímž se rozumí např. přesun od investičně a exportně tažené ekonomiky (položky HDP s vysokým tempem růstu, zejména vývoz) k ekonomice založené na spotřebě (s tradičně nižším tempem růstu), nebo změna zaměření od průmyslového národohospodářství k ekonomice orientované na služby. V současné době je hlavním rizikem pro růst čínského HDP zpomalení růstu tamních investic, které je navíc zesíleno pokračujícím odlivem kapitálu a podstatným nárůstem zadluženosti, zejména domácností. Čínská vláda nicméně pokračuje v podpoře ekonomického růstu prostřednictvím fiskálních stimulů, především v podobě investic do infrastruktury a snižování daňového zatížení firem, čímž se snaží zpomalování ekonomiky mírnit. Podle některých odhadů by mohl růst čínské ekonomiky přesto v průběhu roku 2018 prudce zpomalit až na 4,2 % (EIU, 2017b).

Možný dopad zpomalení růstu čínské ekonomiky na ostatní země lze kvantifikovat pomocí modelu NiGEM. V simulaci předpokládáme, že růst čínského HDP bude v roce 2018 o 2 p. b. nižší, než odhaduje současná predikce CF (bude tedy dosahovat jen 4,3 %), v důsledku snížení soukromých i vládních investic.⁸ Graf 1 ukazuje, jaký vliv by mělo takto výrazné zpomalení Číny na růst HDP hlavních světových ekonomik, a to pomocí odchylek od základního scénáře. Hospodářský růst eurozóny i Německa by se v obou případech snížil v roce 2018 v průměru o 0,2 p. b. (tj. na 1,3 % v eurozóně a 1,4 % v Německu). Ekonomika Spojených států by pak zpomalila přibližně o 0,1 p. b. na 2,3 %. Největší dopad by zpomalení čínské ekonomiky mělo na vývoj japonského HDP, jehož růst by se snížil o 0,25 p. b. na 0,75 %. Vliv prudkého zpomalení čínské ekonomiky na růst světové ekonomiky by pak vyrchal na počátku roku 2019, HDP Číny by však rostl pomaleji i nadále.



Graf 1 Simulace dopadu výraznějšího zpomalení čínské ekonomiky na růst HDP vybraných ekonomik

Zdroj: výpočet na základě simulací v modelu NiGEM

Pozn.: zpomalení čínské ekonomiky v roce 2018 o 2 p. b. více než předpokládá CF, odchylky růstu HDP od základního scénáře, v p.b.

Kromě změn ve struktuře ekonomiky by mohla výrazně zpomalit čínský ekonomický růst i případná expanze Číny v Jihočínském moři. Jedná se sice o mírné riziko, avšak s potenciálně velkým dopadem na světovou ekonomiku. Situace v této oblasti se v posledních letech vyostřuje a aktuální zhoršení geopolitických podmínek by mohlo narušit již tak křehkou rovnováhu. Čína by se pak mohla agresivněji domáhat svých historických práv v této oblasti, což by ovlivnilo nejen život na místních ostrovech, ale mohlo by vést až k bezletové zóně nad tímto územím anebo dokonce až k válečnému konfliktu. Situace není příznivá ani v oblasti Jižní Koreje a Japonska, kde si Čína rovněž nárokuje některá území (EIU, 2017b; IMF, 2017; World Bank, 2017).

⁸ Pro letošní rok neuvažujeme žádnou změnu oproti základnímu scénáři, jelikož sledované instituce se ve výhledu růstu čínské ekonomiky pro tento rok výrazněji neliší.

3 Evropská krize

Chod světové ekonomiky by mohl výrazně ovlivnit také nepříznivý vývoj v Evropě. Nejedná se přitom pouze o brexit a situaci kolem Řecka. K nim se v poslední době přidávají další nejistoty, např. krize bankovního sektoru v Itálii, riziko odchodu zemí z eurozóny nebo samotné budoucí směřování celé Evropské unie, jež by mohlo vést k jejímu rozštěpení na menší frakce.

V posledních měsících se do popředí politického a samozřejmě i ekonomického zájmu opět dostává problém Řecka, jehož státní zadlužení se snižuje jen velice pomalu. Zemi stále trápí vysoká nezaměstnanost⁹ a růst chudoby. Zavedená opatření se navíc mívají účinkem. MMF a představitelé eurozóny se v únoru dohodli na tom, že MMF bude v Řecku vystupovat jako neoficiální poradce. Nyní probíhají rozhovory s řeckými představiteli o dalších škrtech a reformách, aby bylo v červenci možné zemi poskytnout další finance ze záchranného programu. Nicméně samotný návrat řecké krize na stránky novin, a to i kdyby konečný výsledek vyjednávání s řeckými představiteli byl kladný, může ovlivnit nadcházející volby v zemích EU, a tím i další směřování i ekonomickou prosperitu tohoto uskupení.

Nárůst vlivu populistických stran by mohl zvýšit nejistoty ohledně budoucího vývoje eurozóny i celé Evropské unie. V případě úspěchu těchto stran v letošních volbách by mohla proběhnout referenda o vystoupení některých zemí z eurozóny, např. Itálie nebo Francie. Itálie navíc v současnosti řeší krizi svého bankovního sektoru. Tamní banky se potýkají s problémem nezajištěných úvěrů a do řešení této situace se již musela zapojit italská vláda. Francouzská krajní pravice pak navrhuje návrat k národním měnám a systému, kde vedle sebe fungují národní měny a společná zúčtovací měnová jednotka¹⁰. Dalším návrhem na reformu eurozóny je možnost vytvoření tzv. dvoustupňového eura. Jednalo by se o rozdělení na silné severní euro a slabší jižní euro, jejichž směnné kurzy by však byly na sebe navázány.

Posilovat by také mohly vnitřní a vnější tlaky, jež by vedly k rozdělení Evropské unie na frakce. Toto riziko sílí vlivem vzrůstajícího nacionalismu, který se začal stupňovat s migrační vlnou¹¹. Pokud by byly znovuobnoveny hranice a hraniční kontroly, omezily by se obchodní toky a snížila by se ekonomická kooperace, což by mohlo vést až k dezintegraci Evropské unie. Mohlo by také dojít k dalším referendům o vystoupení z EU po vzoru Velké Británie. Problémy mohou vyvstat rovněž ze stálých snah některých španělských autonomních oblastí či belgických regionů o získání nezávislosti. Uvedená rizika odchodu některých zemí z eurozóny či dělení EU na frakce jsou sice celkově hodnocena jako mírná, ale jejich dopad na hospodářský růst eurozóny a Evropské unie, potažmo i světové ekonomiky by byl velmi výrazný.

Evropská komise se proto při příležitosti 60. výročí podpisu Římských smluv rozhodla na sílící volání po reformě Evropské unie odpovědět vydáním tzv. Bílé knihy, která obsahuje návrh pěti možných scénářů, kudy by se mohla EU vydat, aby do budoucna předešla riziku svého rozpadu. Tyto scénáře navíc ještě v průběhu roku doplní o další podklady pro diskusi o budoucnosti EU, jež se budou týkat například využití potenciálu globalizace nebo možností prohlubování hospodářské a měnové unie.

Prvním z pěti scénářů budoucího směřování EU je *pokračování v dosavadní praxi*. Jednalo by se o udržení statusu quo, kdy by se unie zaměřila pouze na splnění již dříve stanoveného reformního programu. Ten obsahuje např. posílení jednotného trhu, postupné zlepšování fungování eurozóny nebo lepší koordinaci vnitřní i vnější bezpečnosti. Vzhledem k míře nespokojenosti jednotlivých členských států s dosavadním fungováním EU se však tento nejméně ambiciózní scénář (ve smyslu reformy EU) nezdá být řešením. Druhý scénář spočívá v postupném přeorientování EU *pouze na jednotný trh*, který by byl posílen v oblastech zboží a kapitálu. Naopak volný pohyb služeb a osob by byl omezen, stejně jako spolupráce v rámci eurozóny, čímž by se zvýšila její zranitelnost. Třetí variantou je prohloubení tzv. *vícerychlostní unie*. Jedná se vlastně o první scénář, přičemž by však státy, které by měly zájem o užší spolupráci v určitých oblastech (např. daní, sociálních standardů, justiční politiky, vojenské koordinace), mnohem častěji vytvářely „ostrůvky“ hlubší integrace. Ve čtvrtém scénáři je nastíněna možnost *zeštíhlení agendy*, kdy se pozornost soustřeďuje na efektivnější spolupráci ve vybraných prioritních oblastech politiky (např. obchodu, inovacích, bezpečnosti, správě hranic, azylové politice, boji proti terorismu, obraně či zahraniční politice), zatímco v ostatních oblastech je méně aktivní. Nalézt shodu mezi členskými státy ohledně konkrétních priorit by však bylo velmi obtížné. Posledním scénářem je pak *posílení spolupráce ve všech oblastech*, přičemž členské státy by v nich sdílely více kompetencí, zdrojů i rozhodovacích pravomocí. To, kterým směrem se Evropská unie vydá, bude jasnější až v dalších měsících, zatím se však zdá, že nejvíce šancí mají scénáře tři¹² a čtyři (EIU, 2017b; European Commission, 2017; IMF, 2017).

⁹ Ta se dlouhodobě pohybuje nad 20 %. V posledním zveřejněném období, tj. v prosinci 2016, dosahovala 23,1 %. Nicméně od vrcholu z července 2013 se postupně, byť lehce, snižuje. Problémem je však stále vysoká míra nezaměstnanosti mladých osob.

¹⁰ Podobně jako tomu bylo v Evropském měnovém mechanismu v letech 1979–1999, v době existence Evropské měnové jednotky (ECU).

¹¹ Masivní nucená migrace by navíc mohla v tomto roce dále pokračovat, dle pravděpodobnosti uskutečnění se toto riziko řadí na druhé místo a je tak potenciální hrozbou pro růst světové ekonomiky (WEF, 2017).

¹² Představitelé čtyř největších ekonomik Evropské unie – Německa, Francie, Itálie a Španělska – podporují zavedení vícerychlostní unie (viz Reuters: <http://www.reuters.com/article/us-france-summit-idUSKBN16D2LW>).

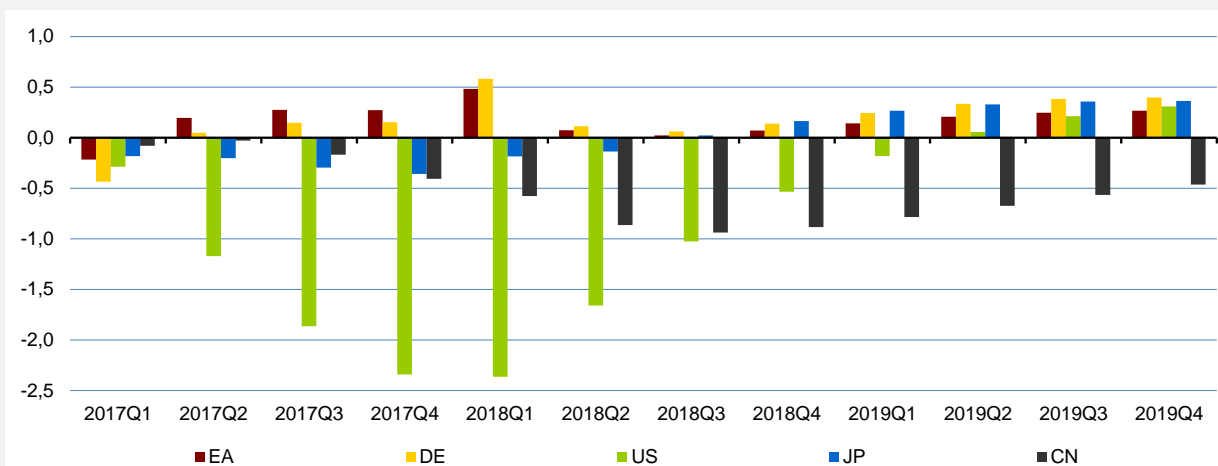
4 Budoucí směřování a hospodářská politika Spojených států

Nejčerstvějším fenoménem mezi riziky pro světový ekonomický růst je pak nejistota ohledně budoucího směřování Spojených států a jejich hospodářské politiky.¹³ Kroky a vyjádření současného amerického prezidenta tyto nejistoty ještě prohlubují a ovlivňují chod celé světové ekonomiky. Odstoupení Spojených států od Transpacifické dohody, stejně tak jako pravděpodobné nedokončení jednání o Transatlantické dohodě ovlivňují negativně světový obchod. Ten spolu se světovými investicemi může svazovat i zavádění dalších protekcionistických opatření, jež lze s ohledem na současné nastavení americké zahraniční politiky¹⁴ očekávat. Zároveň se předpokládá snížení mezinárodních závazků ze strany USA, což by však mohlo být vyváženo posílením postavení jiných zemí ve světové ekonomice, kupř. Číny nebo Ruska. Změny by se měly týkat taktéž imigrační politiky¹⁵, energetické politiky či zdravotnictví. Pozitivně by se naopak měly na globálním ekonomickém růstu projevit zamýšlené fiskální stimuly (např. snížení daní či zvýšení investic do infrastruktury).

Dalším rizikem pro růst světové ekonomiky je rychlost normalizace měnové politiky Spojených států, a to především pro svůj vliv na rozvíjející se ekonomiky. Vyšší americké úrokové sazby vedou k odlivu kapitálu z těchto ekonomik, depreciaci jejich měn a zároveň skrze růst výpůjčních nákladů zvyšují riziko propuknutí dluhové krize. Ta by mohla odstartovat paniku na světových kapitálových trzích. Volatilita na globálních finančních trzích nebo nižší potenciální růst by navíc narušily schopnost rozvíjejících se a rozvojových ekonomik absorbovat negativní šoky, mezi které se řadí taktéž dopad nižšího než očekávaného růstu v hlavních vyspělých ekonomikách. Klesající růst potenciálního výstupu pak snižuje i dostupný fiskální prostor, což může být v rozvíjejících se a rozvojových zemích vzhledem k jejich již tak omezenému reakčnímu prostoru destruktivní.¹⁶ Přesto by mělo zvyšování světových úrokových měr, obejde-li se bez spuštění výše uvedeného dominového efektu, mít ve výsledku pozitivní dopad na světový růst.

Obdobný efekt, jako zvyšování amerických úrokových sazeb, má na vývoj světové ekonomiky také zhodnocení amerického dolaru. Ten by přitom měl v případě zavedení tarifních opatření, vyplývajících z plánů nového amerického prezidenta, dále posilovat. Silný americký dolar sice působí stimulačním účinkem na exportně-orientované ekonomiky a zmírňuje dopady zpomalení čínského růstu na globální růst, na druhou stranu však vede ke zvyšování nákladů na obsluhu dluhu denominovaného v amerických dolarech a zvyšuje tak finanční nestabilitu, zejména v rozvíjejících se ekonomikách.

V Grafu 2 jsou znázorněny výsledky modelové simulace posílení amerického dolaru o téměř 20 % vlivem zpřísnění měnové politiky amerického Fedu, podpořeného zaváděním tarifních opatření ze strany Spojených států. Americká ekonomika by vlivem apreciac zpomalila v letech 2017–2018 oproti aktuálním výhledům CF o 1,4 p. b. (na 0,8 %, resp. 1 %). Japonský růst HDP by v důsledku silnějšího dolaru v letošním roce



Graf 2 Simulace dopadu posílení amerického dolaru o téměř 20 % na růst HDP vybraných ekonomik

Zdroj: výpočet na základě simulací v modelu NIGEM

Pozn.: odchylky růstu HDP od základního scénáře, v p.b.

¹³ Vážnost tohoto rizika je dána pozicí USA ve světové ekonomice. Z pohledu světového HDP jsou Spojené státy největší ekonomikou světa a americký dolar je stále hlavní rezervní měnou. Podíl USA na globálním růstu a obchodu je nezanedbatelný. Jejich vliv na světovou ekonomiku je značný, ať už se jedná o růst HDP, finanční trhy nebo měnovou či fiskální politiku.

¹⁴ Jejich název – America First – jasně nastiňuje, že na prvním místě jsou zájmy Spojených států, nikoliv dalších ekonomik nebo světové ekonomiky. Zároveň by mělo dojít i k přepracování dohody o volném obchodu NAFTA (viz The White House: <https://www.whitehouse.gov/america-first-foreign-policy>).

¹⁵ Nejvíce by se nová americká imigrační politika měla dotknout Mexika a zemí střední Ameriky.

¹⁶ Velikosti reakčního prostoru v zemích OECD se věnoval Globální ekonomický výhled z března 2017 (viz Komárek, 2017).

zpomalil o 0,3 p. b. (na 1 %). Vliv na čínskou ekonomiku by byl z větší části nepřímý, což vychází z úzké návaznosti na americkou ekonomiku, a souvisel by zejména s odlivem kapitálu ze země. Nejsilněji by se tak projevil až v roce 2018, a to zpomalením o 0,8 p. b., což by znamenalo růst čínského HDP ve výši 5,4 %.

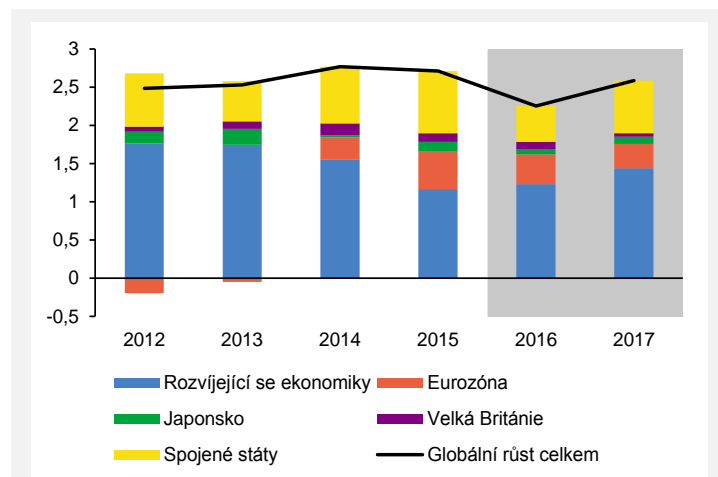
Zhodnocení amerického dolaru by na druhou stranu mělo pozitivní dopad na růst v eurozóně a Německu. Růst HDP v eurozóně by tak v letech 2017 a 2018 posílil na 1,7, resp. 1,8 %, což by bylo o 0,1 p. b. v roce 2017 a 0,2 p. b. v roce 2018 více oproti současné predikci CF. V Německu by pak aprece dolaru ovlivnila růst HDP hlavně v roce 2018, kdy by byl růst o 0,2 p. b. vyšší (tedy 1,8 %).

5 Závěr

V roce 2017 opět převažují rizika globálního růstu směrem dolů, avšak oproti roku 2016 se celkově negativní vyznění rizik zmírnilo, jelikož se nově objevila i nezanedbatelná rizika směrem nahoru. Světovou ekonomiku by mohlo značně ovlivnit např. výraznější zpomalení čínského růstu, možné opuštění eurozóny některou z členských zemí, dezintegrace v Evropské unii či extrémní změny počasí. Potenciální hrozbou by ale mohla být také některá z celosvětových ekonomických rizik, kupř. nezaměstnanost nebo bubliny v cenách aktiv. Naopak podpořit globální ekonomiku by mohlo zavádění fiskálních stimulů nebo zintenzivnění světového obchodu a zvýšení investic podporujících celosvětové oživení růstu. Naděje na naplnění těchto tzv. pozitivních rizik nicméně sráží vzrůstající populismus a nacionalismus, a s ním související zavádění protekcionistických opatření.

Nehledě na uvedená rizika, která mají potenciál působit na globální hospodářský vývoj převážně negativně, by měla světová ekonomika v letošním roce růst solidním tempem. Mezinárodní měnový fond predikuje, že vzroste o 3,4 % (IMF, 2017). Dle předpovědi OECD bude globální růst dosahovat 3,3 % (OECD, 2017). Světová banka a EIU pak předpokládají pro rok 2017 dynamiku globální ekonomiky ve výši 2,7 %, resp. 2,5 % (World Bank, 2017; EIU, 2017a). Tyto výhledy potvrzuje i Graf 3, který globální růst aproximuje váženým průměrem hospodářského růstu (a jeho výhledů) osmi nejvýznamnějších světových ekonomik, pravidelně sledovaných v GEVU.

V závěru je rovněž nutné zopakovat, že všechna rizika jsou mezi sebou navzájem propojena a často souvisí s několika konkrétními dlouhodobými trendy, jež globální rizika zesilují a zvyšují tak jejich potenciální vliv na dynamiku světové ekonomiky. Skupina několika projevených rizik, která by sama o sobě měla poměrně nezávažné dopady, tak může, je-li podpořena některým ze zásadních dlouhodobých trendů, způsobit globální ekonomice ve výsledku výrazně větší problémy, než jaké by odpovídaly prostému součtu očekávaných vlivů jednotlivých rizik.



Graf 3 Vývoj příspěvků hlavních světových ekonomik ke globálnímu růstu

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: Globální růst je aproximován na základě růstu 8 největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; rozvíjející se ekonomiky zahrnují země skupiny BRIC.

Zdroje

EIU (2017a): *Economic Forecast: World – Key Changes since January 17th*. The Economist Intelligence Unit. <http://gfs.eiu.com/Article.aspx?articleType=gef&articleId=155119999>

EIU (2017b): *World Risk: Alert – Global Risk Scenarios*. The Economist Intelligence Unit. http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKArticleVW3&article_id=85053592&country_id=1510000351&refm=rkCtry&page_title=Latest%20alerts%22

European Commission (2017): *White Paper on the Future of Europe: Reflections and Scenarios for the EU27 by 2025*. European Commission. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/white_paper_on_the_future_of_europe_en.pdf

IMF (2017): *World Economic Outlook Update – January 2017*. International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/update/01/>

Komárek, L. (2017): Velikost reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD. Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, březen 2017, s. 13–19.

OECD (2017): *Modest Pick-Up in Global Growth but Risks and Vulnerabilities Could Derail Recovery*. OECD. <http://www.oecd.org/economy/modest-pick-up-in-global-growth-but-risks-and-vulnerabilities-could-derail-recovery.htm>

World Economic Forum (2017): *The Global Risks Report 2017, 12th Edition*. Geneva: World Economic Forum. ISBN 978-1-944835-07-1.

World Bank (2017): *Global Economic Prospects*. Washington: World Bank Group. ISBN 978-1-4648-1017-6.

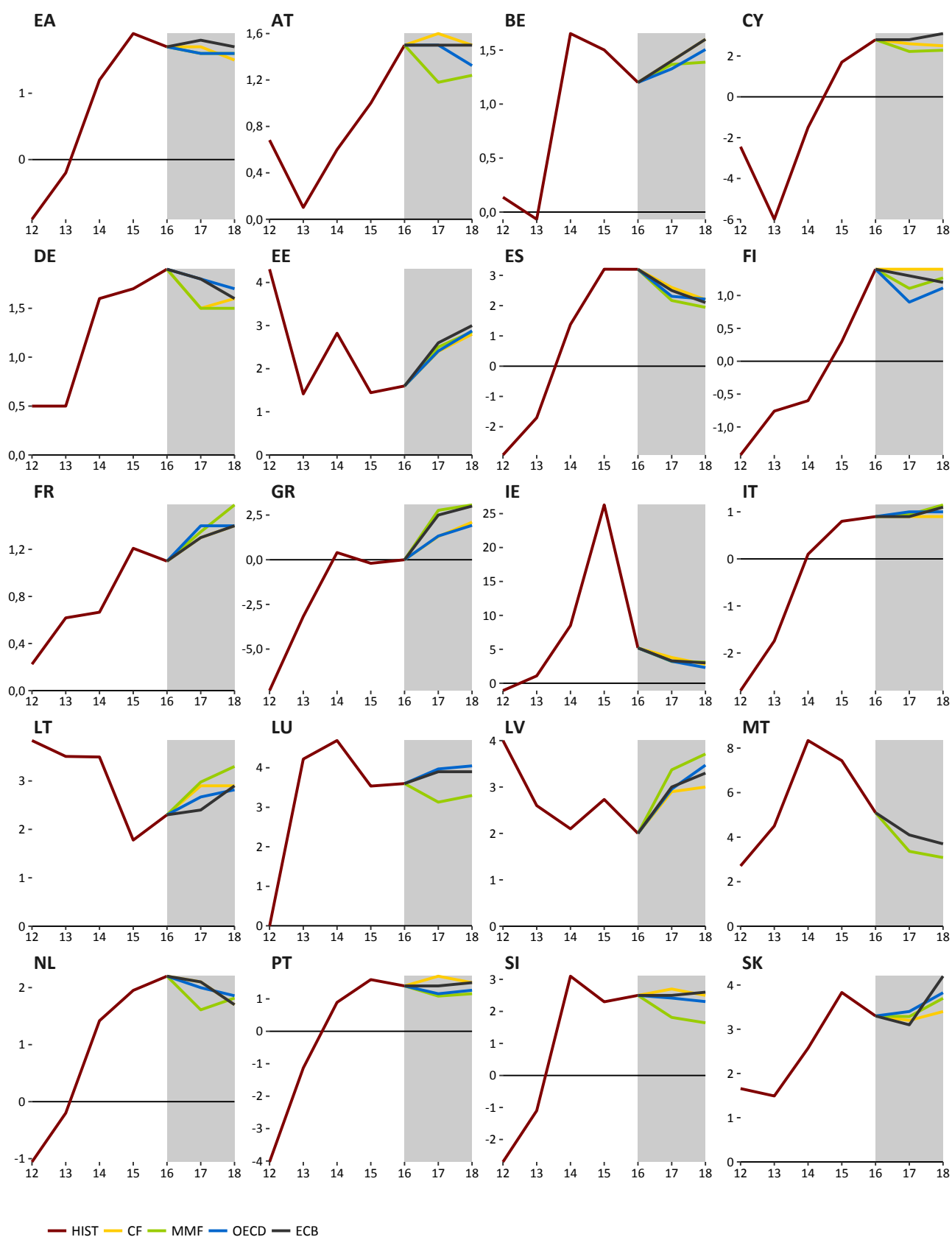
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

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

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

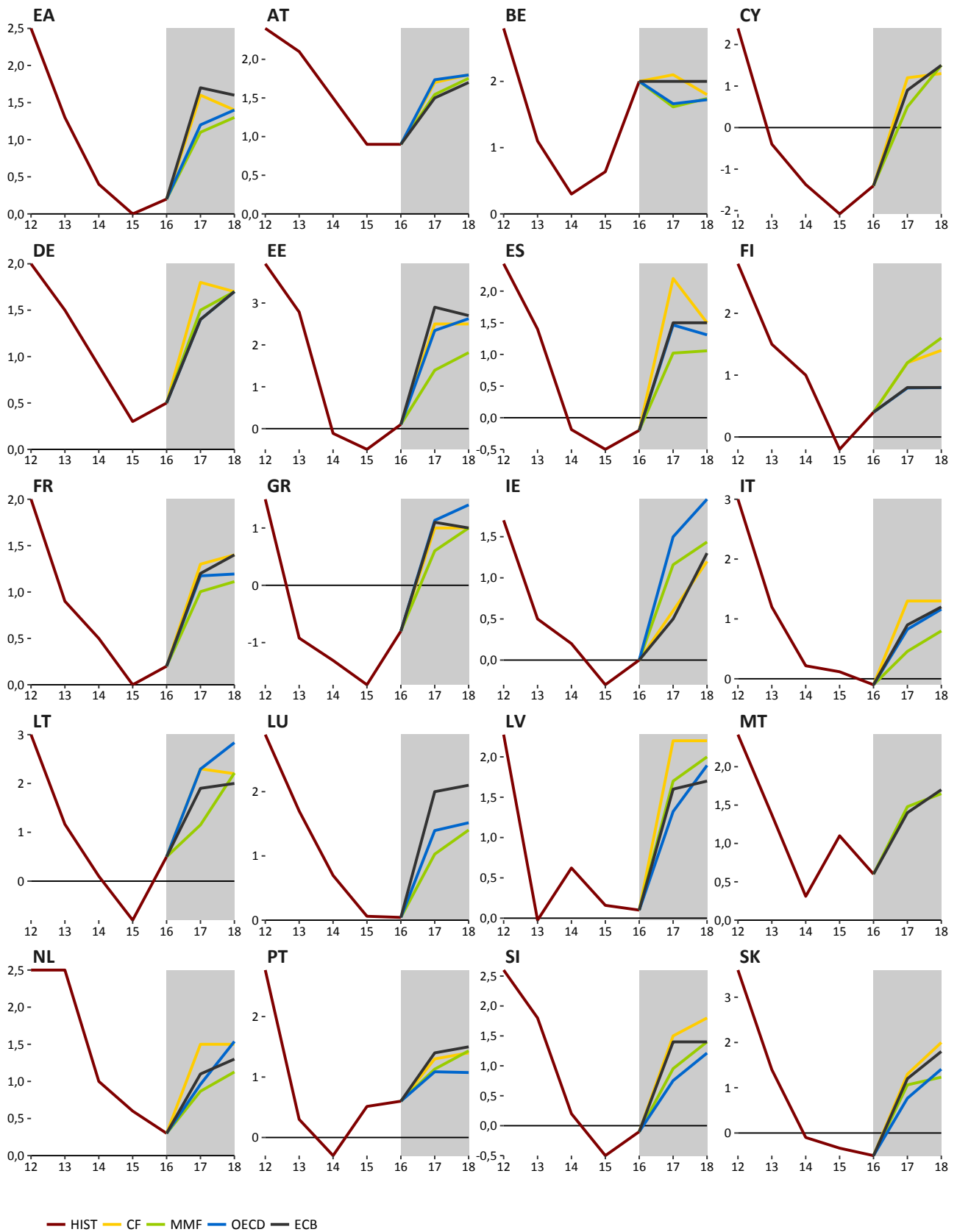
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	-0,1	2017/4	0	2016/10	0	2016/11	+0,4	2017/3
		2017/3		2016/4		2016/6		2016/12
DE	0	2017/4	+0,1	2016/10	-0,1	2016/11	-0,1	2016/12
		2017/3		2016/4		2016/6		2016/6
US	0	2017/4	+0,8	2016/10	-0,1	2016/11	0	2017/3
		2017/3		2016/4		2016/6		2016/12
UK	0	2017/4	+0,6	2016/10	+0,8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

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

