

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – PROSINEC

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>16</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015</b>	<b>16</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015</b>	<b>16</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>17</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>18</b>

**Datum uzávěrky dat**

11. prosince 2015

**Sběr dat CF**

7. prosince 2015

**Datum publikace GEVu**

18. prosince 2015

**Poznámky ke grafům**

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVu) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok.

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

**Tým zpracovatelů**

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz Garant Shrnutí	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka, Zaostřeno na ... III.1 Čína III.3 Rusko	<b>Pavla Břízová</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		

Poslední letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na analýzu čínské ekonomiky a její roli v mezinárodním obchodě. V jejím rámci jsou zkoumány příčiny významného poklesu dovozu do Číny, který lze pozorovat již téměř rok, a možné dopady tohoto poklesu na mezinárodní obchod.

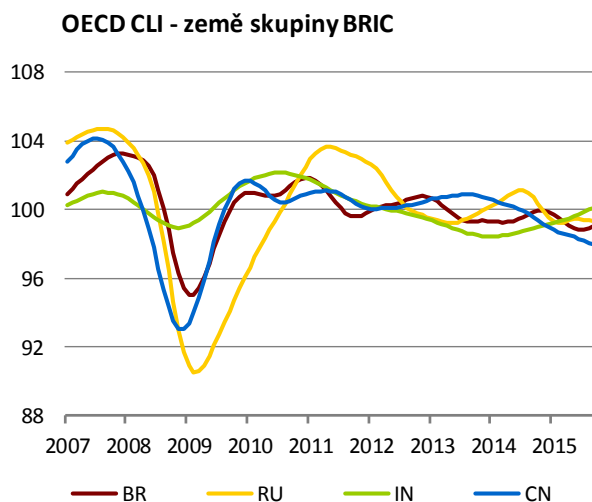
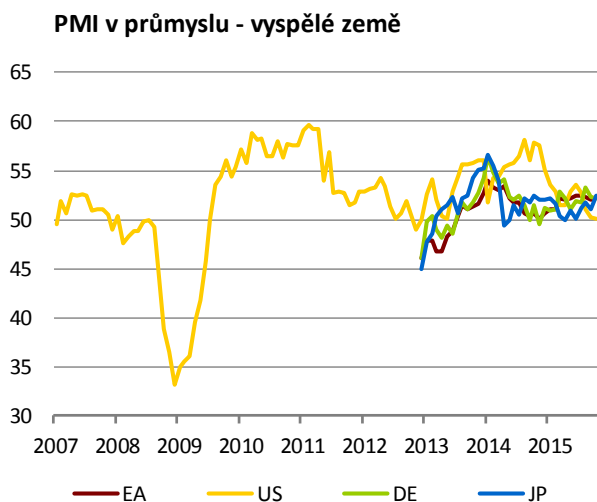
Rok 2015 byl pro vyspělé ekonomiky, co se týče výkonu jejich hospodářství, příznivější než rok minulý. Navíc v současnosti existuje vysoká pravděpodobnost, že tento výkon bude v roce 2016 udržen, resp. velmi mírně překonán. Zda tomu tak skutečně bude, závisí i na zvládnutí probíhající migrační krize v Evropě. Letošní rok opět ukázal, že ekonomika Spojených států je jedním z motorů (zejména mezi vyspělými zeměmi) světového hospodářského oživení. Solidní perspektivy hospodářského růstu skupiny zemí G7 v tomto a příštím roce by měla po „zaváhání“ v letošním roce podpořit i Kanada; Velká Británie by svůj dosavadní růst v příštím roce měla téměř udržet. Aktuální výsledky japonské ekonomiky doznaly oproti loňskému roku zlepšení a obdobná míra zlepšení se očekává i na rok 2016. Nicméně rok 2015 nelze z makroekonomického pohledu vnímat ryze pozitivně, neboť vyspělým zemím se prozatím nedaří směřovat růst cen k 2% hranici, která je obecně vnímána jako hladina stabilního cenového vývoje. Průměrná inflace v zemích západní Evropy, bude zřejmě pouhých 0,1 %, což shodně odpovídá i průměru za země EU a eurozóny. Situace není lepší ani ve Spojených Státech, které byť v roli premianta (z pohledu vykazované ekonomické dynamiky) dosáhnou průměrného tempa růstu spotřebitelských cen jen o 0,1 p. b. vyššího ve srovnání s průměrným vývojem v evropském teritoriu. Výhledy pro rok 2016 nicméně přinášejí naději, že se vyjma Japonska spotřebitelská inflace ve vyspělých ekonomikách přehoupne alespoň přes pomyslnou laťku ve výši 1 %.

Výhledy růstu HDP pro rozvíjející se země skupiny BRIC jsou stále velmi diferencované. Na jedné straně Čína a zejména Indie vykazují silnou ekonomickou dynamiku, která však u čínské ekonomiky v čase slábne, na rozdíl od té zesilující v Indii. Tento vývoj lze očekávat i v roce 2016, který by měl být doprovázen v případě Číny velmi mírným nárůstem spotřebitelských cen na 2 % úroveň; pro indickou ekonomiku by měla dynamika cen být stabilizována kolem 5% úrovně, což odpovídá tamnímu silnému hospodářskému růstu. Ostatní dvě ekonomiky skupiny BRIC, tj. Rusko a Brazílie, jsou na tom a budou o poznání hůře. Na rozdíl od Indie a Číny budou ekonomiky Brazílie a velmi pravděpodobně i Ruska jak v letošním, tak v příštím roce v recesi. Obě země budou navíc čelit vysoké inflaci (viděno optikou dosahovaného hospodářského růstu), která by letos měla dosáhnout dvouciferných hodnot. Příští rok by měla inflace poklesnout na cca 8 % v případě Ruska, resp. na 6 % v Brazílii.

Výhled úrokových sazeb v eurozóně setrvává v ročním horizontu pro kratší splatnosti v záporných hodnotách, a to i vlivem reakce na avizované a očekávané uvolnění měnové politiky ECB. V případě Fedu lze předpokládat zvýšení úrokových sazeb v nejbližší době, tj. s velkou pravděpodobností již na jeho prosincovém zasedání. V ročním horizontu by měl americký dolar dle CF posílit s menší či větší intenzitou vůči všem námi sledovaným měnám vyjma ruského rublu, kde lze očekávat zhruba stabilitu.

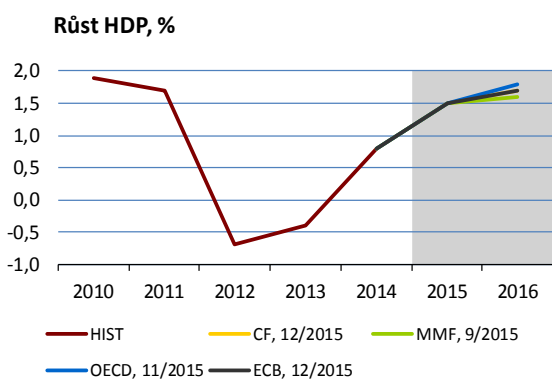
Výhled cen ropy zůstává v ročním horizontu velmi mírně rostoucí, nicméně jeho trajektorie se oproti minulému měsíci posunula opět dolů. Ke konci roku 2016 by cena ropy neměla převýšit hranici 55 USD/b. Ceny plynu na základě dlouhodobých kontraktů standardně následují ceny ropy se zpožděním, a proto se očekává v nejbližších měsících pokračování jejich poklesu, přičemž v současné době na ně začíná působit i teplejší začátek zimy a vyšší zásoby. Index cen neenergetických surovin oproti minulému měsíci rovněž mírně poklesl, v ročním horizontu lze předpokládat jen velmi slabý jeho nárůst, což je dáno vývojem jak subindexu potravinářských komodit, tak i průmyslových kovů.

## Předstihové ukazatele pro sledované země

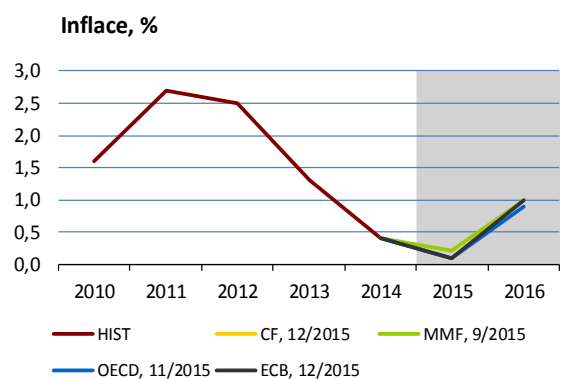


### II.1 Eurozóna

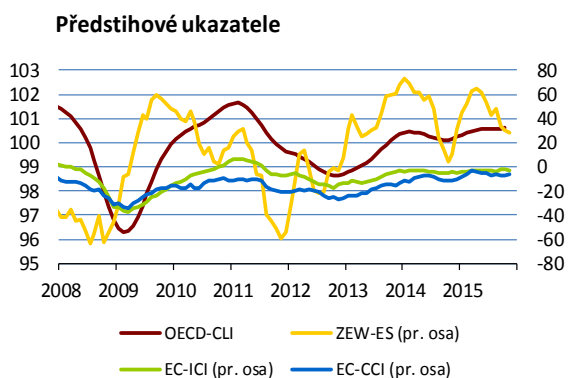
Ekonomický růst v eurozóně v letošním roce pravděpodobně dosáhne 1,5 %. V příštím roce je očekáváno jeho mírné zrychlení. Ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl meziroční růst HDP 1,6 % a oproti předchozímu čtvrtletí HDP vzrostlo o 0,3 %. K celkovému růstu opět nejvíce přispěla spotřeba domácností. Rostly však i investice a spotřeba vlády. Průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí rostla meziročně i mezičtvrtletně pouze mírným tempem. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu ale v listopadu oproti předchozímu měsíci mírně vzrostl na 52,8 bodu, což naznačuje zlepšení situace v blízké budoucnosti. Meziroční růst maloobchodních tržeb dosáhl ve třetím čtvrtletí 2,7 %, přičemž oproti předchozímu čtvrtletí tržby vzrostly o 0,6 %. To společně s pokračujícím poklesem míry nezaměstnanosti dává předpoklad pro další zvyšování spotřeby domácností. Je již víceméně jasné, že v letošním roce průměrná cenová hladina v eurozóně prakticky stagnovala. Pro rok 2016 je očekáván její růst, který se však bude stále nacházet výrazně pod cílem ECB. Ta proto na svém prosincovém zasedání přistoupila k dalšímu, předem avizovanému a trhy očekávanému, uvolnění měnové politiky. Stávající program nákupu dluhopisů byl prodloužen nejméně do března 2017. Nedošlo nicméně ke zvýšení celkového měsíčního objemu nákupů, což bylo společně s jen mírným snížením depozitní sazby na -0,3 % pro trhy zklamáním. Novinkou bylo dále oznámení, že ECB bude reinvestovat prostředky z maturujících dluhopisů a že začne nakupovat také municipální dluhopisy. HICP inflace v eurozóně v listopadu stagnovala na 0,1 %. K celkově jen nepatrnému meziročnímu růstu cenové hladiny přispěly zejména vyšší ceny potravin a služeb, naopak ceny energií podobně jako v předchozím měsíci výrazně meziročně poklesly. Inflace bez cen energií a potravin v listopadu dosáhla 0,9 %. 3M Euribor pokračoval ve svém poklesu a překonal již hladinu -0,1 %. Jeho výhled v ročním horizontu je ještě nepatrně nižší. Očekávání ohledně výnosu německého desetiletého vládního dluhopisu v ročním horizontu se nezměnila.



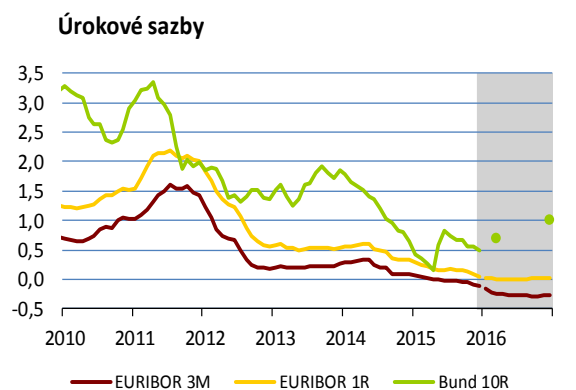
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,5	1,5	1,5	1,5
2016	1,7	1,6	1,8	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	0,1	0,2	0,1	0,1
2016	1,0	1,0	0,9	1,0



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
9/15	100,6	-2,3	-7,0	33,3
10/15	100,6	-2,0	-7,5	30,1
11/15		-3,2	-5,9	28,3

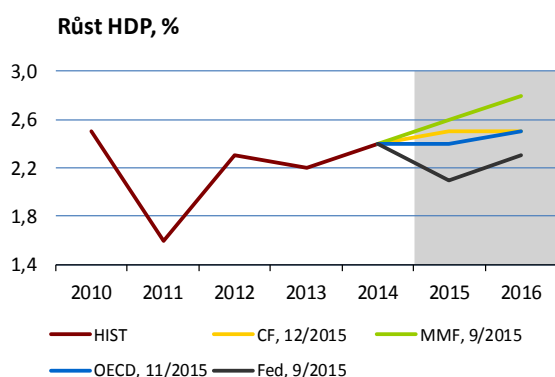


	11/15	12/15	03/16	12/16
3M EURIBOR	-0,09	-0,11	-0,26	-0,28
1Y EURIBOR	0,08	0,05	0,00	0,03
10Y Bund	0,55	0,50	0,70	1,00

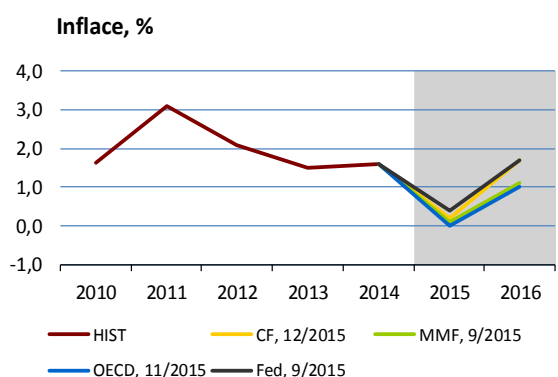
## II.2 Spojené státy

Ekonomika Spojených států rostla ve třetím čtvrtletí 2015 podle druhého odhadu solidním tempem 2,1 % (první odhad 1,5 %). Domácí poptávka si udržela 3% růst (mezičtvrtletně, v anualizovaném vyjádření), zatímco pokles zásob byl oproti předchozímu odhadu nižší. Na druhé straně zisky firem dále poklesly pod vlivem silného dolaru a nižší zahraniční poptávky. Také průmyslová produkce v září a říjnu v meziročním srovnání výrazně zvolnila. Zejména energetické firmy čelí problémům v souvislosti s nižšími cenami komodit. PMI ve zpracovatelském průmyslu v listopadu klesl pod úroveň 50 a dosáhl nejnižší hodnoty od června 2009 (48,6). Nejvýraznější snížení zaznamenala složka nových objednávek. Trh práce naopak doznal podstatného zlepšení. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru se v listopadu zvýšil o 211 tis. (odhad 200 tis.), přičemž hodnoty za předchozí dva měsíce byly revidovány o 35 tisíc směrem nahoru. Nezaměstnanost v září a říjnu stagnovala na úrovni 5,0 %, zatímco míra participace v listopadu nepatrně vzrostla. Důvěra spotřebitelů i maloobchodní prodeje dále poklesly.

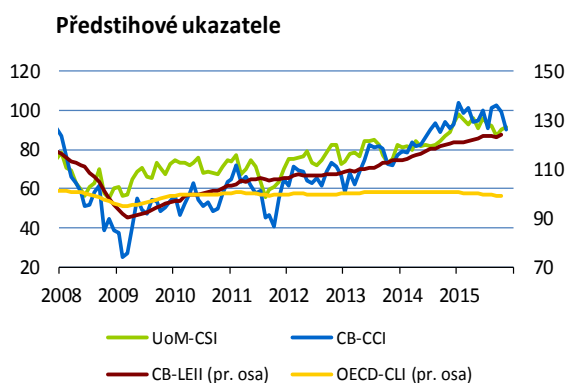
V říjnu přešla meziroční inflace spotřebitelských cen zpět do kladných hodnot (0,1 %), zatímco jádrová inflace dosáhla stejné hodnoty jako v září (1,9 %). Výrazně pozitivní vývoj na trhu práce stejně jako solidní růst HDP zvyšují spekulace, že Fed v prosinci poprvé od roku 2004 zvýší sazby. 87 % panelistů CF je přesvědčeno, že k tomuto kroku dojde. Pod vlivem nových údajů se posunula směrem nahoru i trajektorie očekávaných úrokových sazeb. Prosincový CF zvýšil o 0,1 p.b. výhled růstu HDP i inflace v roce 2015. Zatímco předpověď inflace pro rok 2016 změn nedoznala, predikce růstu HDP se snížila o 0,1 p.b.



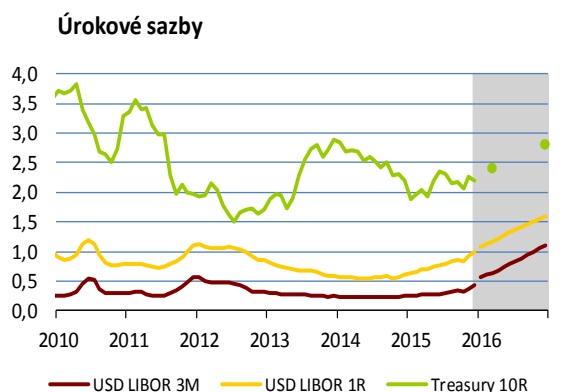
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	2,5	2,6	2,4	2,1
2016	2,5	2,8	2,5	2,3



	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,2	0,1	0,0	0,4
2016	1,7	1,1	1,0	1,7



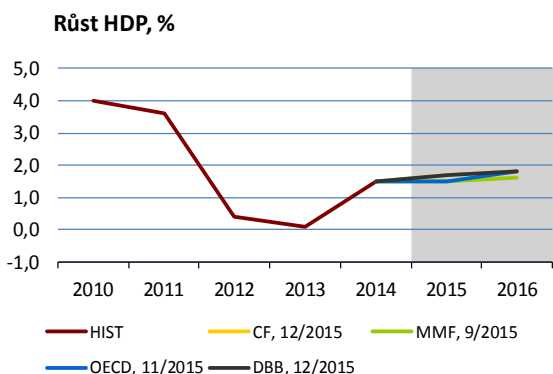
	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
9/15	123,3	99,3	87,2	102,6
10/15	124,1	99,2	90,0	99,1
11/15			91,3	90,4



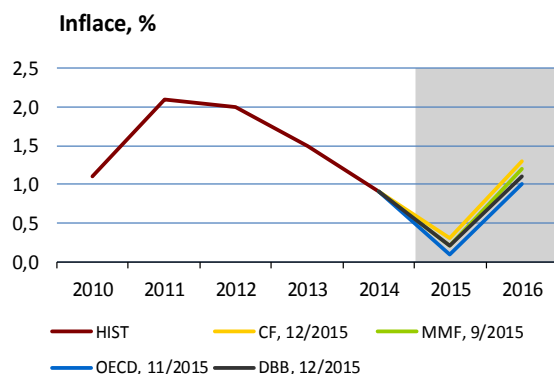
	11/15	12/15	03/16	12/16
USD LIBOR 3M	0,37	0,42	0,62	1,10
USD LIBOR 1R	0,93	0,93	1,17	1,60
Treasury 10R	2,27	2,19	2,40	2,80

### II.3 Německo

Tempo růstu německé ekonomiky se ve třetím čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletně snížilo o 0,1 procentního bodu na 0,3 % a meziročně se o stejnou hodnotu zvýšilo na 1,7 %. Výhled do konce letošního roku se v posledních měsících poněkud zhoršil. Snížily se průmyslové zakázky a většina předstihových ukazatelů zhruba stagnovala nebo se jen mírně zvýšila. Prosincový CF odhaduje růst HDP za celý letošní rok na úrovni 1,7 %. Obdobná očekávání vykazují i další instituce (německá vláda, EK). Bundesbanka však svou předpověď snížila na 1,5 %. V příštím roce by měl podle CF růst produktu dosáhnout 1,8 %. V listopadu se německá inflace zvýšila o 0,1 procentního bodu na 0,4 %. Její růst způsobily ceny ropy, které začaly výrazně klesat ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku, a tento efekt nyní postupně odeznívá. Za celý letošní rok by průměrná inflace měla dosáhnout 0,3 % a v příštím roce akcelarovat na 1,4 %.



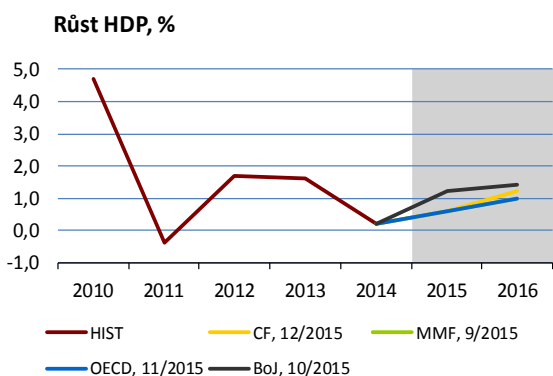
	CF	MMF	OECD	DBB
2015	1,7 →	1,5 →	1,5 →	1,7 →
2016	1,8 →	1,6 →	1,8 →	1,8 →



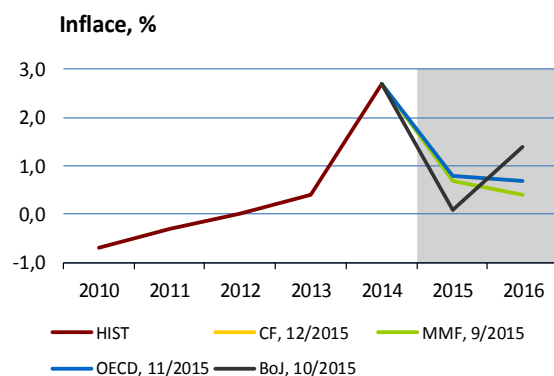
	CF	MMF	OECD	DBB
2015	0,3 →	0,2 →	0,1 →	0,2 →
2016	1,3 →	1,2 →	1,0 →	1,1 →

### II.4 Japonsko

Japonská ekonomika se ve třetím čtvrtletí vyhnula recesi, když mezičtvrtletní růst hrubého domácího produktu v celoročním přepočtu dosáhl jednoho procenta. Oproti prvnímu odhadu z listopadu (-0,8 %) došlo tedy k podstatnému posunu – revidovány byly především údaje o zásobách, jejichž pokles byl nižší, než se původně předpokládalo. Také kapitálové výdaje se ve třetím čtvrtletí zvýšily (o 0,6 %), místo původně ohlášeného propadu (-1,3 %). Pokračující expanzi v průmyslovém sektoru potvrzuje i předstihový indikátor PMI, který v listopadu dosáhl nejvyšší hodnoty za posledních 20 měsíců. Spotřebitelská poptávka však zůstává utlumená, a to i přes rekordně nízkou nezaměstnanost (3,1 %). A právě na poptávku bude zaměřen i další prorůstový balíček premiéra Abeho. Nová opatření mají za cíl podpořit zemědělské regiony, ohrožené smlouvou TTP o volném obchodu, a přes hotovostní výplaty také zvýšit poptávku nízkopříjmových skupin obyvatelstva. Celková meziroční inflace v říjnu poprvé od března 2015 stoupla na 0,3 %, zatímco jádrová inflace bez cen potravin se již čtvrtý měsíc drží na úrovni -0,1 %. Podle prosincového CF ani v následujícím roce nelze očekávat nárůst inflačních tlaků. Výhled inflace CF pro rok 2016 se dokonce oproti minulému měsíci snížil. Stejně revize doznal i výhled růstu HDP v roce 2016, zatímco předpovědi pro rok 2015 zůstaly stejné jak v případě inflace tak ekonomického růstu.



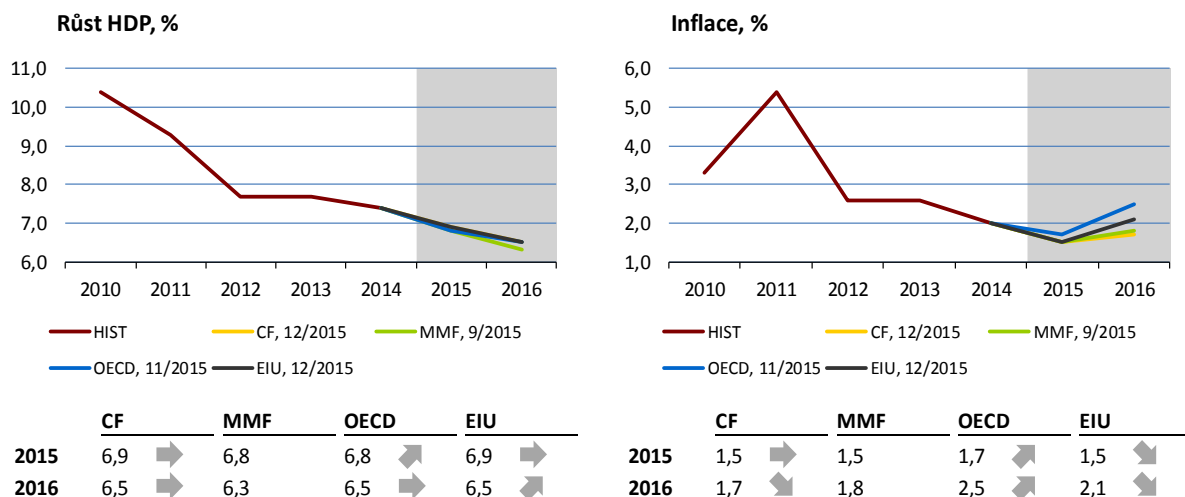
	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	0,6 →	0,6 →	0,6 →	1,2 →
2016	1,2 →	1,0 →	1,0 →	1,4 →



	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	0,8 →	0,7 →	0,8 →	0,1 →
2016	0,7 →	0,4 →	0,7 →	1,4 →

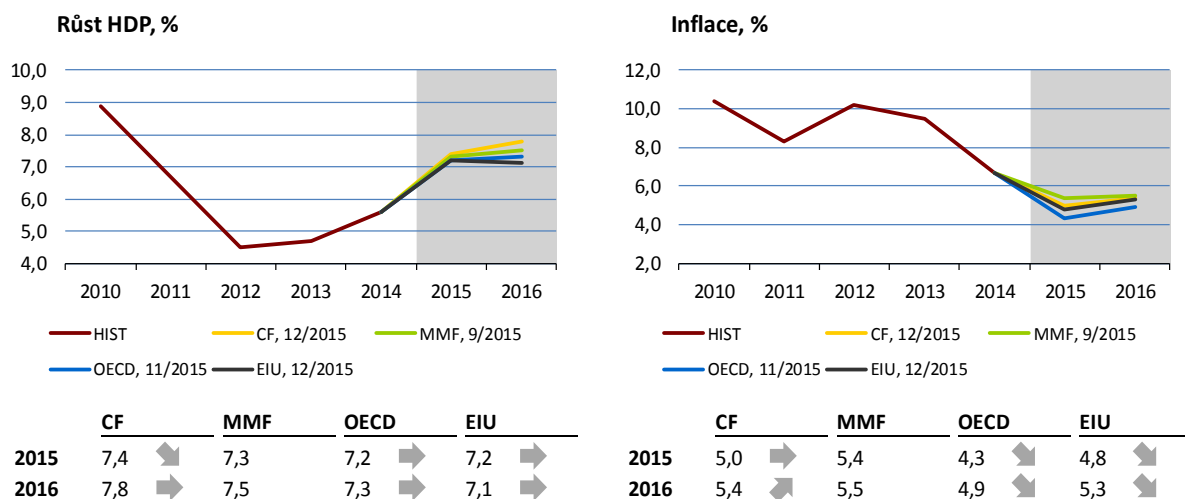
## III.1 Čína

Vývoj krátkodobých ukazatelů v říjnu a v listopadu byl smíšený. Zatímco průmyslová produkce zpomalila tempo růstu o 0,1 p.b. na 5,6 % a PMI nových zakázek ve zpracovatelském průmyslu se posunul pod 50bodovou hranici, celkový PMI ve zpracovatelském průmyslu naopak mírně posílil (na 48,6 bodů). Ceny nových domů obnovily v říjnu meziroční růst po 13 měsících nepřetržitého poklesu. MMF v souladu s očekáváním na konci listopadu zařadil renminbi do koše SDR s účinností od 1. října 2016. Renminbi bude mít třetí největší podíl v koši (10,92 %). Na prvním místě bude i nadále americký dolar (41,73 %) a druhou nejvýznamnější měnou zůstane euro, jehož podíl se ovšem výrazně sníží na necelých 31 % (do jaké míry splňuje renminbi podmínky pro zařazení do koše SDR viz Zaostřeno na... v srpnovém vydání GEVU). Nové výhledy růstu HDP (CF, EIU, OECD) většinou zůstaly beze změny. Růst HDP v letošním roce nepřesáhne 6,9 % a pro příští rok se očekává jeho další zpomalení na 6,5 %. Inflace mírně zrychlí z letos očekávaných 1,5 - 1,7 % na 1,7 - 2,5 % v příštím roce.



## III.2 Indie

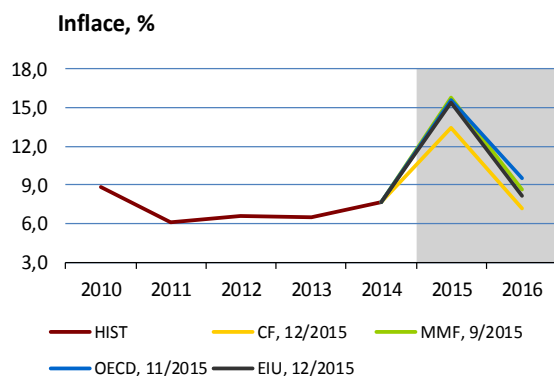
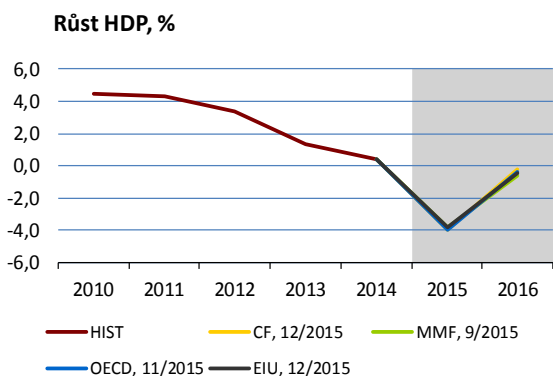
Indie je nejrychleji rostoucí ekonomikou světa. Nejvíce k jejímu růstu přispívá domácí poptávka, která bude jejím tahounem i v příštím období. Díky vzrůstajícímu optimismu ohledně ekonomického výhledu země roste také důvěra spotřebitelů. Průmyslová výroba se v říjnu po zářijovém propadu opět zvýšila, a to výrazně i oproti očekáváním, o 9,8 %, především díky těžarství a produkci elektřiny. PMI zpracovatelského průmyslu však již čtvrtý měsíc v řadě poklesl. S listopadovou hodnotou 50,3 bodů je již blízko pásma kontrakce. EIU své predikce růstu HDP nezměnil. CF mírně snížil výhled pro toto období o 0,1 p.b. Listopadová inflace dosáhla dle očekávání 5,4 % a nadále ji ovlivňují rostoucí ceny potravin. Indická centrální banka stanovila inflační cíl pro březen 2017, kdy má být inflace pod 5 %. Výhledy inflace EIU se snížily pro obě období a to o 0,8, resp. 0,6 p.b. CF naopak zvýšil predikci pro příští období o 0,1 p.b.





### III.3 Rusko

Propad HDP Ruska ve 3. čtvrtletí byl oproti předchozímu čtvrtletí menší a dosáhl „pouze“ 4,1 %. Ovšem hned začátek prosince přinesl dvě nepříznivé zprávy pro budoucí ekonomický vývoj země. Rusko zavádí řadu sankcí proti Turecku jako reakci na sestřelení ruského vojenského letadla tureckou armádou. Mimo jiné se jedná o embargo na vybrané potraviny (Turecko je důležitý obchodní partner Ruska), omezení cestovního ruchu a letecké dopravy, a rovněž se uvažuje o pozastavení rusko-tureckých investičních projektů. Další negativní zprávou byl pokles ceny ropy Brent pod 40 USD/b. Rubl v reakci na vývoj cen ropy oslabil a jen nepatrně korigoval poté, co CBR ponechala klíčovou sazbu beze změny. Nové výhledy růstu ruské ekonomiky se nadále snižují jak pro letošní tak příští rok. Dle výhledů CF, EIU a OECD dosáhne letošní propad HDP 3,8 – 4,0 %. Příští rok by měl HDP klesat jen nepatrně. Nové výhledy inflace se nacházejí v rozmezí 13,4 - 15,4 % pro letošní rok a 7,2 - 8,2 % pro rok 2016.

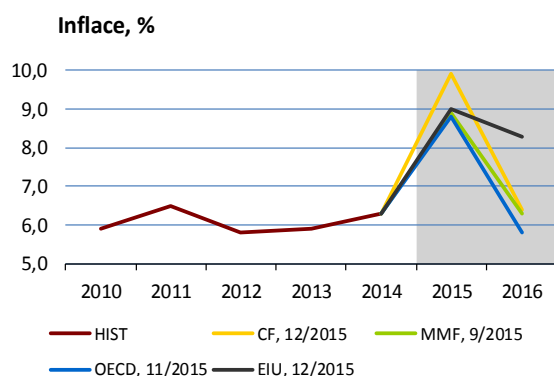
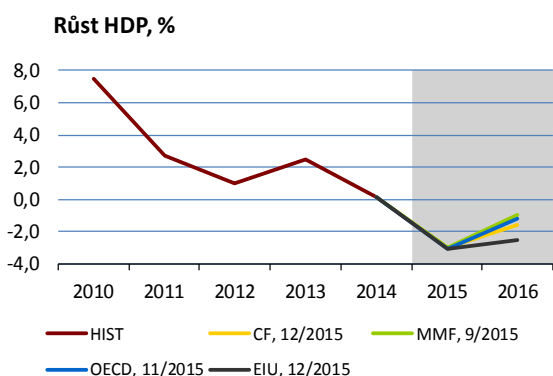


	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	-4,0	-3,8	-4,0	-3,8
<b>2016</b>	-0,2	-0,6	-0,4	-0,5

	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	13,4	15,8	15,6	15,4
<b>2016</b>	7,2	8,6	9,5	8,2

### III.4 Brazílie

Brazílie se nachází v nejhorší recesi za poslední dekády. Ve třetím čtvrtletí poklesla ekonomika o 4,5 %. Agentura Moody's díky pokračující ekonomické a politické krizi přezkoumává rating země a může tak dojít k jeho snížení na rizikový. Průmyslová produkce se v říjnu na rozdíl od očekávání propadla. Nezaměstnanost v říjnu po dvou měsících stagnace vzrostla na 7,9 %. PMI ve zpracovatelském průmyslu v listopadu opět poklesl a již desátý měsíc se nachází v kontrakčním pásmu. EIU snížil výhledy růstu HDP v tomto roce o 0,3 p.b., v příštím pak ještě mnohem více o 1,8 p.b. CF upravil své predikce také směrem dolů o 0,2, resp. 0,6 p.b. Listopadová inflace se oproti minulému měsíci zvýšila o 0,6 p.b. na 10,5 %. Nejvíce rostly ceny paliv, potravin a bydlení. Navzdory růstu inflace ponechala centrální banka znovu základní úrokovou sazbu beze změny, aby dále nepoškozovala již tak ochromenou ekonomiku. Výhledy inflace pro rok 2015 ze strany CF i EIU se zvýšily o 0,2 p.b. V roce 2016 pak CF zvýšil predikci o 0,3 p.b. a EIU o 1,7 p.b.

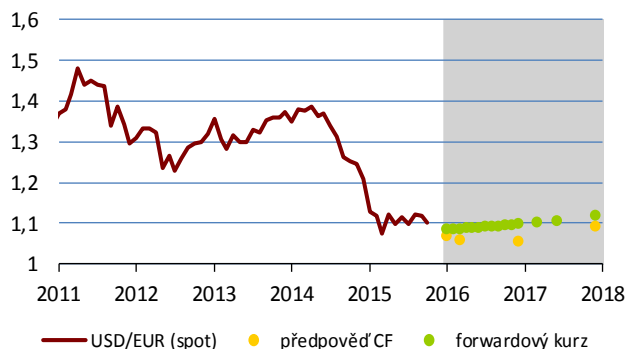


	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1
<b>2016</b>	-1,6	-1,0	-1,2	-2,5

	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	9,9	8,9	8,8	9,0
<b>2016</b>	6,4	6,3	5,8	8,3

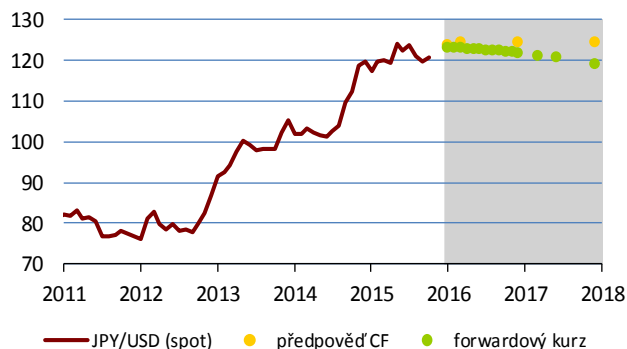
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## Euro



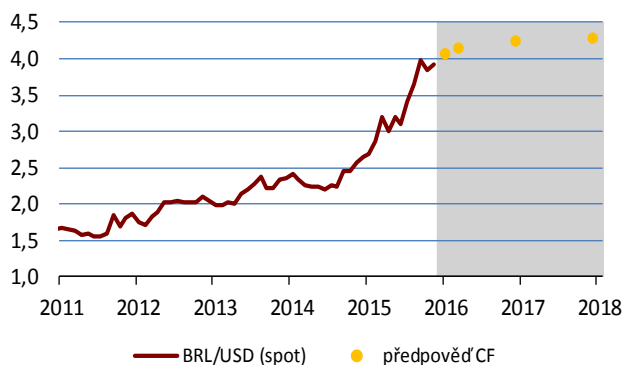
	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	1,085				
předpověď CF		1,067	1,059	1,053	1,090
forwardový kurz		1,085	1,086	1,097	1,118

## Japonský jen



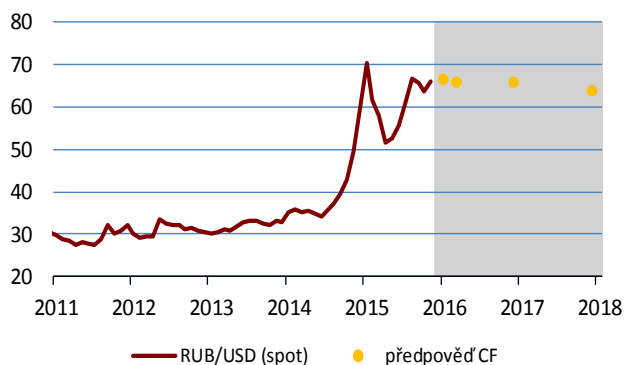
	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	123,3				
předpověď CF		123,7	124,5	124,4	124,6
forwardový kurz		123,2	123,1	121,8	119,2

## Brazilský real



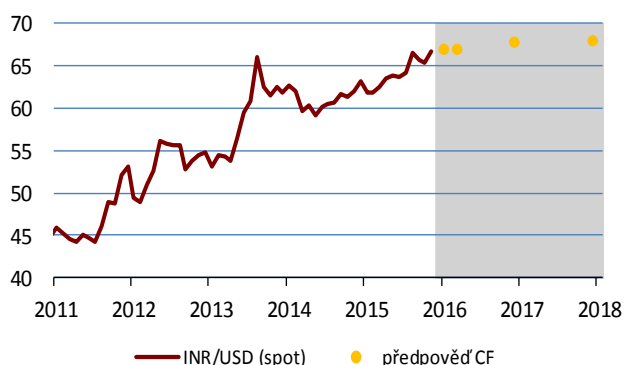
	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	3,773				
předpověď CF		4,067	4,132	4,241	4,271

## Ruský rubl



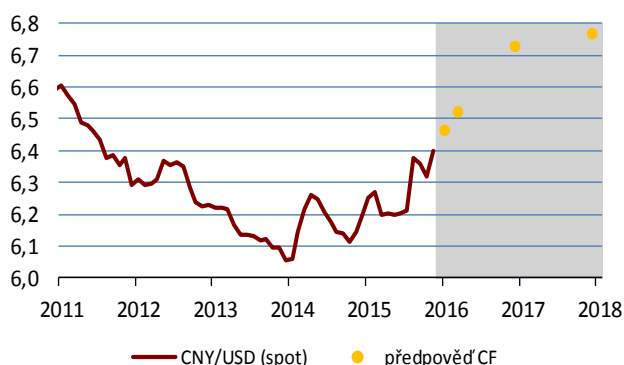
	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	68,92				
předpověď CF		66,26	65,69	65,83	63,58

## Indická rupie



	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	66,73				
předpověď CF		66,85	66,89	67,79	67,94

## Čínský renminbi



	7/12/15	01/16	03/16	12/16	12/17
spotový kurz	6,408				
předpověď CF		6,462	6,520	6,724	6,767

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

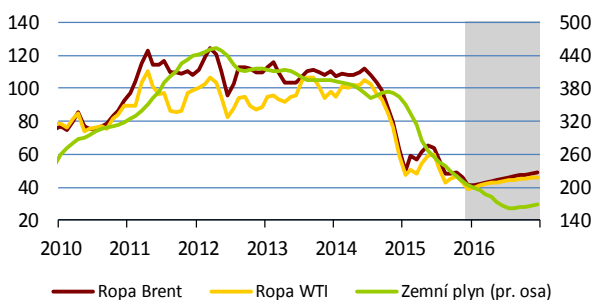
## V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent ve druhém listopadovém týdnu poklesla o více než 8 % a ve zbytku měsíce se až na ojedinělé výjimky držela pod hranicí 45 USD/barel, když na trhu opět převládly obavy z převisu nabídky po zprávách o pokračujícím růstu zásob ropy a v očekávání dalšího růstu zásob ropných produktů. K tlaku na pokles cen ropy (a ostatních komodit) přispívalo od poloviny října rovněž silné zhodnocování amerického dolaru. K dalšímu propadu ceny (až k hranici 40 USD/barel) došlo ve druhém prosincovém týdnu po zasedání kartelu OPEC, který nenaznačil ochotu podpořit cenu ropy a naopak poprvé za několik desetiletí nestanovil žádné produkční kvóty.

Tržní předpověď cen ropy na základě futures křivky ze 7. prosince se opět posunula směrem dolů a nadále předpokládá jen pozvolný růst ceny ropy Brent, a to na cca 49 resp. 54 USD/barel na konci roku 2016 resp. 2017. EIA je se svou prosincovou předpovědí průměrné ceny 56 USD/barel pro rok 2016 výrazně výše (o více než 10 USD/barel), podobně jako listopadový CF. Rizika předpovědi existují na obě strany. Pokud by pokračoval masivní růst zásob ropy a ropných produktů a jejich objem se přiblížil dostupné skladovací kapacitě, mohlo by dojít k dalšímu výraznému poklesu ceny ropy. Většina odhadů se však shoduje v tom, že již koncem roku 2016 nebo v roce 2017 by se měl trh s ropou přiblížit rovnováze, a to jak zásluhou stabilně, byť pomaleji rostoucí poptávky, tak v důsledku zpomalení růstu nabídky ropy či dokonce jejího dočasného poklesu.

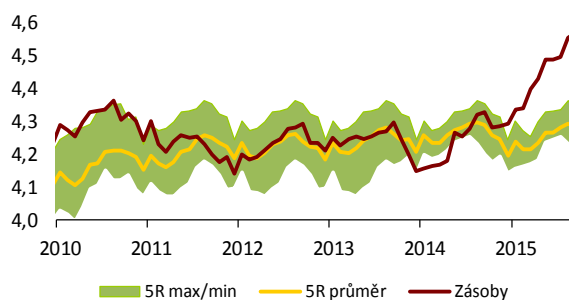
Ceny zemního plynu klesaly v listopadu jak v Evropě, tak zejména v USA díky vysokým zásobám a nadprůměrně teplému počasí.

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

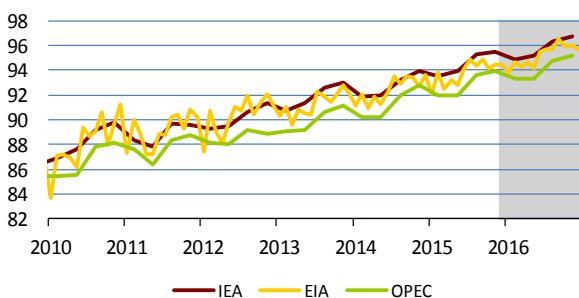


	Brent	WTI	Plyn
2015	53,83 ↗	48,91 ↗	263,08 ↗
2016	45,33 ↘	43,50 ↘	174,10 ↘

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

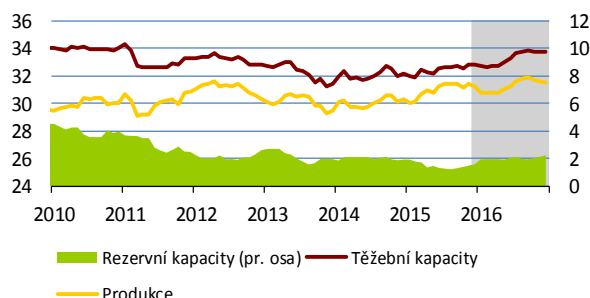


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	94,57 ↗	93,82 ↘	92,88 ↗
2016	95,78 ↗	95,22 ↘	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	30,98 ↗	32,46 ↗	1,48 ↘
2016	31,29 ↗	33,30 ↗	2,01 ↗

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 mln. 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.

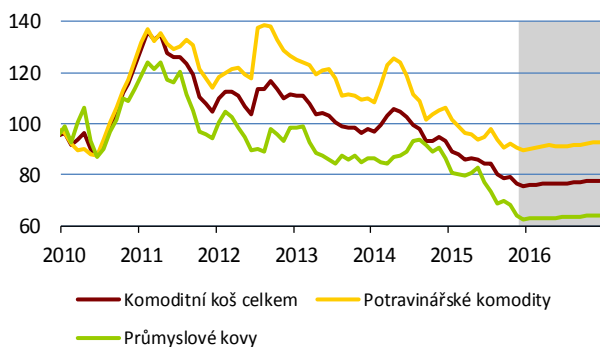
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit se po mírném růstu v říjnu vrátil v listopadu na svoji klesající trajektorii a v poklesu pokračoval i na počátku prosince. Obdobný byl vývoj subindexu cen potravinářských komodit i subindexu cen průmyslových kovů, který však přechodně rostl již v září. Výhled všech tří indexů je slabě rostoucí, i když u kovů jen nepatrně.

Ve skupině průmyslových kovů byl pokles cen prakticky plošný kvůli nadále slabému výhledu čínského průmyslu (PMI ve zpracovatelském průmyslu vzrostl v listopadu jen nepatrně ze 48,3 na 48,6). Navíc došlo ke zhoršení výhledu amerického průmyslu (PMI se dostal v listopadu s hodnotou 48,6 poprvé za tři roky pod hranici 50 bodů), a ceny byly pod tlakem i z důvodu posilujícího dolaru. Nejmenší pokles zaznamenala cena hliníku, když Alcoa oznámila omezení produkce. Naopak k dalšímu propadu došlo u ceny železné rudy, neboť velcí producenti pokračují v navyšování produkce, zatímco výroba oceli klesá jak v Číně, tak globálně. Silně klesaly i ceny mědi a niklu.

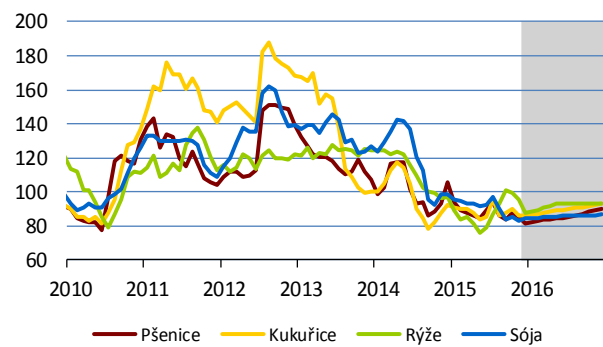
I ceny zemědělských komodit byly pod tlakem posilujícího dolaru, ale jejich vývoj nebyl tak jednoznačný. USDA v listopadu zvýšila odhad globálních zásob kukuřice po letošní sklizni (zejména díky vyšším zásobám v Číně a USA), což spolu s klesající cenou pohonných hmot tlačilo cenu kukuřice dolů. Klesala i cena pšenice a rýže. V důsledku rekordní úrody v USA se zvýšil i odhad zásob sóji, jejíž cena tak stagnovala poblíž osmiletého minima. Naopak cena cukru pokračovala v růstu, když produkce v Brazílii byla mezitím nižší z důvodu využití vyššího podílu třtiny k výrobě bio etanolu. Cena kaučuku po několika měsících mírně vzrostla z mnohaletého minima.

### Indexy cen neenergetických komodit



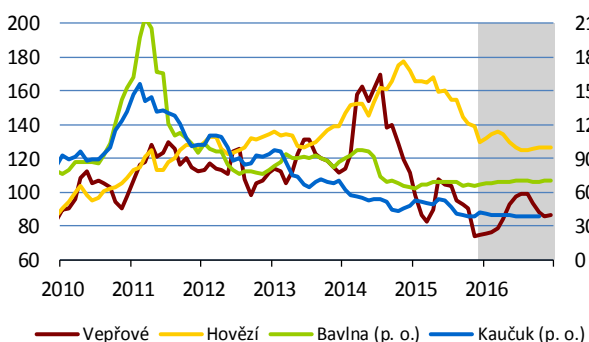
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	82,8 ↘	94,7 ↘	73,9 ↘
2016	76,9 ↘	91,6 ↗	63,4 ↘

### Potravinářské komodity



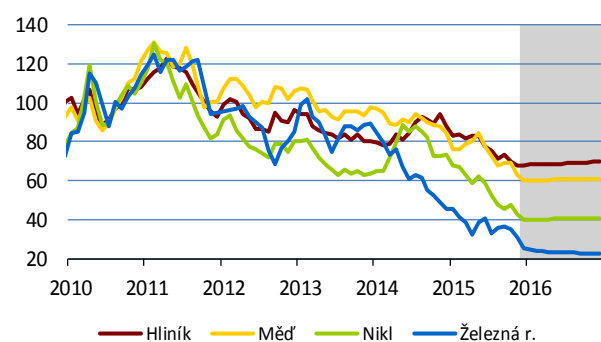
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	87,3 ↘	88,1 ↘	88,2 ↘	90,3 ↗
2016	85,6 ↘	89,6 ↘	92,0 ↘	85,6 ↗

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91,7 ↗	154,1 ↘	67,5 ↗	46,6 ↗
2016	87,9 ↗	129,1 ↘	69,5 ↗	

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	76,6 ↘	72,9 ↘	54,4 ↘	36,0 ↘
2016	68,9 ↘	60,6 ↘	40,4 ↘	23,2 ↘

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

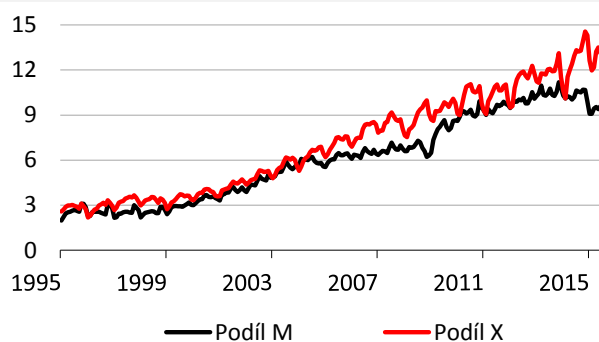
Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu <sup>1</sup>

*Ekonomický význam Číny prudce vzrostl v průběhu posledních dvou desetiletí. Změny v ekonomickém vývoji Číny proto čím dál tím více ovlivňují celosvětový vývoj. Tento článek zkoumá příčiny významného poklesu dovozu do Číny, pozorovaného již téměř rok, a analyzuje jeho dopady na mezinárodní obchod. Jak ukazuje tato analýza, uvedený pokles lze vysvětlit nejen vývojem na světových komoditních trzích a globálním zpomalením, ale zároveň transformací čínské ekonomiky, zejména růstem podílu výrobků s vyšší přidanou hodnotou a s ním spojené snížení dovozní náročnosti vývozu. Významnou roli rovněž hraje zpomalení v sektoru nemovitostí pro bydlení. Do budoucna lze očekávat opětovné oživení dynamiky zahraničního obchodu, ovšem jeho tempa růstu budou výrazně nižší v porovnání s předkrizovými lety.*

### 1 Obchodní integrace Číny

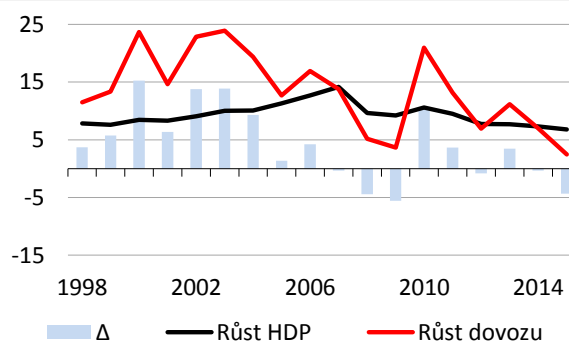
Mezinárodní obchod je významným kanálem přenosu vnějších šoků. Zatímco objem vývozu je převážně určován zahraniční poptávkou, objem dovozu se řídí dle domácí poptávky, tedy poptávkou domácností po spotřebě, poptávkou firem po investicích i poptávkou vládního sektoru. Navíc jak vývoz, tak dovoz jsou ovlivněny domácím a zahraničním cenovým vývojem, měnovým kurzem, volbou fakturační měny (*currency invoicing*) nebo měny transakce, a dokonce i stupněm finanční integrace země.<sup>2</sup> Pokles zahraniční poptávky nebo výpadek produkce určené na vývoz negativně ovlivňují vývoj HDP a cen v domácí ekonomice. Čím vyšší je stupeň otevřenosti ekonomiky, tím více je tato ekonomika vystavená externím šokům. To se týká i re-exportu zboží (dovoz části komponent pro výrobu finálního produktu a jeho následný vývoz), kdy promítnutí externího šoku do dovozu následně ovlivní i vývoz z dané země.



Graf 1: Podíl Číny na globálním vývozu a dovozu, v %

Pozn.: Podíl X je podíl Číny na celosvětovém vývozu a podíl M je podíl Číny na celosvětovém dovozu zboží v běžných cenách, CIF, tříměsíční klouzavý průměr. Poslední pozorování: září 2015.

Zdroj: IMF-DOTS (DataStream), výpočet autorky



Graf 2: Dynamika dovozu a růst HDP Číny, mزر. v %

Pozn.: růst HDP je meziroční tempo růstu čínského HDP v %, růst dovozu je meziroční tempo růstu celkového dovozu do Číny v % ve stálých cenách. Sloupkový graf (symbol Δ) znázorňuje rozdíl mezi tempem růstu dovozu a tempem růstu HDP v p.b. Roční data, údaje za rok 2015 vycházejí z říjnového odhadu IMF-WEO.

Zdroj: IMF-WEO October 2015, výpočet autorky

V posledních dvou desetiletích význam Číny v mezinárodním obchodu prudce narůstal. V polovině 90. let minulého století podíl Číny na celosvětovém dovozu zboží a surovin činil pouhých 2,5 %. Podíl vývozu byl jen nepatrně vyšší (graf 1). V roce 2014 dovoz Číny přesáhl 10 % celosvětového dovozu, což je čtyřnásobek hodnoty před 20 lety. Podíl vývozu za stejné období vzrostl ještě více (na téměř 13 %). V absolutním vyjádření celkový obrat mezinárodního obchodu Číny dosáhl v daném roce 4,3 trilionů USD<sup>3</sup>, a Čína tak zaujímá z tohoto pohledu první místo na světě<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Autorkou je Oxana Babecká Kucharčuková (Oxana.Babecka-Kucharcukova@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> O roli čínské měny v mezinárodních transakcích viz Benecká (2013). Komárek (2010) zkoumá nadhodnocení nebo podhodnocení (tzv. „nesladěnost“) renminbi vzhledem ke třem světovým rezervním měnám: USD, JPY a EUR. Integraci čínského akciového trhu se světem se věnují Babecký a kol. (2011).

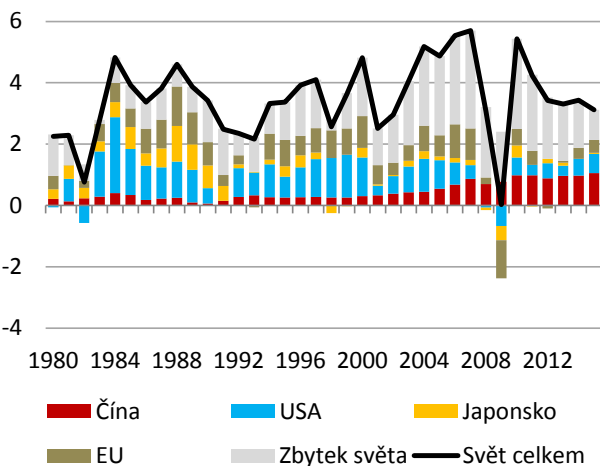
<sup>3</sup> HKTDC Research (2015).

<sup>4</sup> Například podíl Číny na celosvětovém vývozu výpočetní techniky je 56 % a na vývozu plastových hraček dokonce 65 %. Navíc podíl Číny na celosvětovém vývozu dosahuje přinejmenším 10 % v jedné třetině všech

Tempo růstu čínského vývozu však již několik let zpomaluje, mimo jiné i kvůli globálnímu zpomalení, které oslabuje zahraniční poptávku po čínském zboží.<sup>5</sup> V roce 2015 dynamika vývozu dokonce přešla z růstu do poklesu. Největší změnu ovšem můžeme pozorovat u čínského dovozu. Za prvních deset měsíců letošního roku se dovoz zboží do Číny v USD nominálně meziročně snížil o 15,5 %. K poklesu dynamiky dovozu nepravidelně docházelo již od března loňského roku, avšak od listopadu 2014 dovoz klesá nepřetržitě, přičemž trend poklesu zesiluje a to následně ovlivňuje makroekonomický vývoj v zemích hlavních obchodních partnerů, a to nejen skrze klesající dynamiku reálných vývozu, ale i cen.

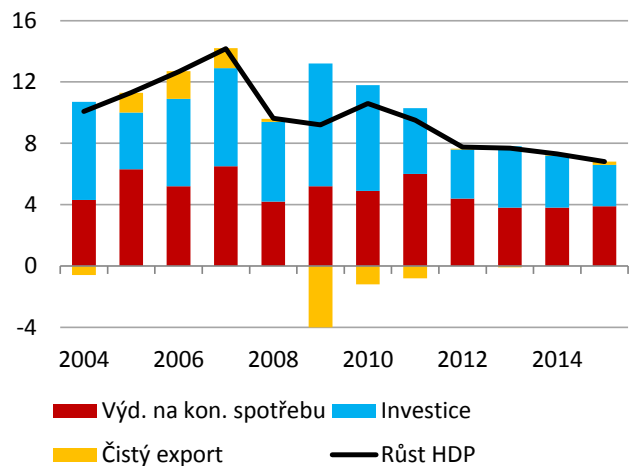
## 2 Dovoz a strukturální změny čínské ekonomiky

Významnou položku v čínském dovozu tvoří energetické komodity a průmyslové kovy. Spotřeba kovů a energií se v Číně v letech 2000 – 2014 ztrojnásobila<sup>6</sup>. Pokles nominálního dovozu tak ve velké míře odráží (ale zároveň sám ovlivňuje – viz dále) cenový vývoj na komoditních trzích, zejména pokles světových cen ropy. Surová ropa byla v hodnotovém vyjádření v roce 2014 největší položkou v čínském dovozu. Poptávka Číny je přitom zároveň sledována jako jeden z faktorů ovlivňujících dynamiku světových cen ropy. Vzhledem k tomu, že spotřeba v Číně činí 11 % celosvětové spotřeby ropy, není její podíl na globální poptávce zdaleka dominantní. Nicméně růst spotřeby v Číně má nadále největší podíl na celosvětovém zvyšování spotřeby ropy, což její vliv na cenový vývoj umocňuje. Díky navyšování strategických rezerv, které se zrychluje v období poklesu cen ropy, Čína navíc přispívá ke snižování nerovnováhy na trhu s ropou. Mnohem citlivější na vývoj Čínské ekonomiky je však trh s průmyslovými kovy a uhlím. Čínská spotřeba těchto komodit v současné době dosahuje 50 % světové spotřeby<sup>7</sup>, což má významný vliv na jejich ceny. Není proto překvapivé, že pokles čínské poptávky po dovozu železné rudy vedl k výraznému propadu její ceny na světových trzích.



Graf 3: Příspěvek Číny k celosvětovému růstu HDP, meziroční změna v %, příspěvky v procentních bodech.

Zdroj: IMF (2015)



Graf 4: Rozklad růstu čínského HDP, meziroční změna v %, příspěvky v procentních bodech.

Zdroj: IMF (2015)

V reálném vyjádření tempo růstu čínského dovozu rovněž výrazně zpomalilo, avšak zůstává v kladných hodnotách a podle odhadu říjnové publikace MMF (World Economic Outlook, WEO) se v letošním roce pohybuje kolem 2 %. Pro srovnání, v minulosti tempo růstu dovozu opakovaně přesahovalo 20 %, naposledy v roce 2010. Porovnání meziročního tempa růstu HDP a tempa růstu dovozu ukazuje na jejich zcela odlišnou dynamiku (korelace jen 0,34), z čehož vyplývá, že elasticita dovozu vůči HDP se mění v čase. Zajímavé je i to, že od roku 1998 byla jen dvě období, kdy tempo růstu dovozu bylo výrazně nižší než celkové tempo růstu ekonomiky. Bylo to v letech 2008-2009, kdy eskalující globální finanční a hospodářská krize nejvýznamněji dopadala na mezinárodní obchod, a poté v letošním roce (graf 2). Výrazné letošní zpomalení dynamiky dovozu v porovnání s celkovým vývojem ekonomiky ukazuje nejen na vliv snížené

kategorií sledovaných v UN Comtrade databázi (zdroj: IMF - People's Republic of China : Staff Report for the 2015 Article IV Consultation, July 2015.).

<sup>5</sup> I když globální zpomalení je rovněž zčásti důsledkem zvolnění v Číně.

<sup>6</sup> European Commission (2015).

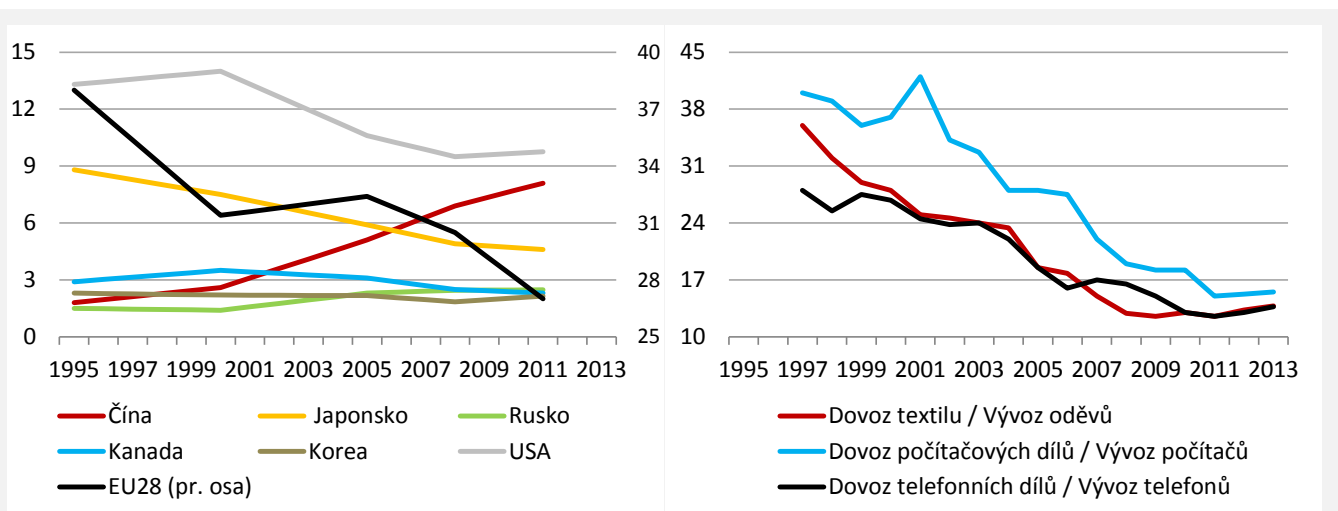
<sup>7</sup> European Commission (2015).



domácí poptávky v důsledku globálního zpomalení<sup>8</sup>, ale i na strukturální změny probíhající v čínské ekonomice s důrazem na vyšší podíl služeb.<sup>9</sup>

Jedním z důležitých faktorů z hlediska ekonomického růstu a obchodu v Číně je sektor nemovitostí pro bydlení (residential real estate sector). Ten byl v posledních 10 letech hlavním zdrojem rychlého růstu čínské ekonomiky<sup>10</sup> a byl podporován prudkým růstem investic (ze 4 % v roce 1997 na 15 % HDP v roce 2014). Bankovní úvěry do sektoru nemovitostí v současné době dosahují 20 % všech poskytnutých úvěrů. Růst investic v bytové výstavbě vyvrcholil v roce 2013, když dosáhl 10,4 % HDP (pro srovnání ve Španělsku vrcholily investice do bytové výstavby v roce 2006 na hodnotě 12,5 % HDP). Realitní sektor je těsně propojený s množstvím navazujících odvětví. Když od roku 2014 začal sektor nemovitostí zpomalovat (kvůli nesouladu mezi nadměrnou nabídkou a omezenou poptávkou), mělo to negativní dopad i na čínský dovoz zboží a komodit pro využití ve stavebnictví (např. již zmíněný pokles dovozu železné rudy). Zahraniční vývozců komodit jsou v takovém případě vystaveni dvojitému šoku (jak pokles poptávky, tak pokles ceny), naopak pro země dovážející komodity je takový šok pozitivní.

Přestože současný hospodářský růst Číny nedosahuje ani polovičního tempa z posledního předkrizového roku, zůstává nadále nejvýznamnějším přispěvatelem ke globálnímu růstu (graf 3). Od roku 2010 ekonomický růst v Číně vykazuje klesající trend a zároveň dochází i k viditelným změnám struktury HDP. Vzrostl mj. podíl služeb na celkové přidané hodnotě. Došlo i k poklesu míry úspor, přičemž tempo růstu investic i přes své zpomalení zůstává na vysoké úrovni. Příspěvky investic a konečné spotřeby k růstu HDP jsou v posledních letech přibližně srovnatelné (graf 4). V letošním roce se očekává mírné snížení podílu investic (především v sektoru nemovitostí) na celkovém růstu HDP. Čistý vývoz byl výrazným zdrojem hospodářského růstu Číny v období 2005-2007, ale v období 2009-2011 byl jeho příspěvek naopak záporný a následně zůstává nevýznamný. I když letos v porovnání s loňským rokem lze očekávat poněkud větší vliv čistého exportu ve stálých cenách na růst HDP, je jeho kladný příspěvek spíše důsledkem rychleji se zhoršující dynamiky dovozu než vývozu. Nominální dovoz klesá mnohem rychleji v důsledku již téměř rok klesajícího dovozu zboží, zatímco dovoz služeb (především cestovní ruch) vykazuje příznivou dynamiku. Avšak i přes významný nárůst zůstává podíl služeb v porovnání s vyspělými zeměmi na celkovém zahraničním obchodu malý.



Graf 5: Podíl přidané hodnoty vybraných zemí na celosvětové přidané hodnotě, v %.

Zdroj: IMF (2015).

Graf 6: Dovošní náročnost vývozu vybraných skupin zboží, v %.

Zdroj: IMF (2015).

Jednotlivé složky HDP mají odlišnou dovošní náročnost. Lze například předpokládat, že vývoz a investice jsou více náročné na dovoz, než spotřeba domácností nebo vlády. V důsledku změny podílů jednotlivých složek na HDP (např. zpomalení tempa růstu investic a vývozu v porovnání s tempem růstu spotřeby domácností) se mění elasticita mezi dovozem a HDP. V obdobích recese nebo krize dochází k prudkému

<sup>8</sup> Domácí poptávka postupně zpomaluje od roku 2010. Podle odhadu EIU růst domácí poptávky v roce 2014 klesl na 7,2 % a letos by měl dosáhnout svého dna 4,2%. V následujících letech by měl nepatrně zrychlit.

<sup>9</sup> Za poslední 4 dekády se podíl služeb na přidané hodnotě (s výjimkou stavebnictví) téměř zdvojnásobil a v roce 2013 předběhl podíl zpracovatelského průmyslu. Nicméně, ve srovnání s průměrem zemí OECD, sektor služeb v Číně zůstává relativně malý (OECD, 2015).

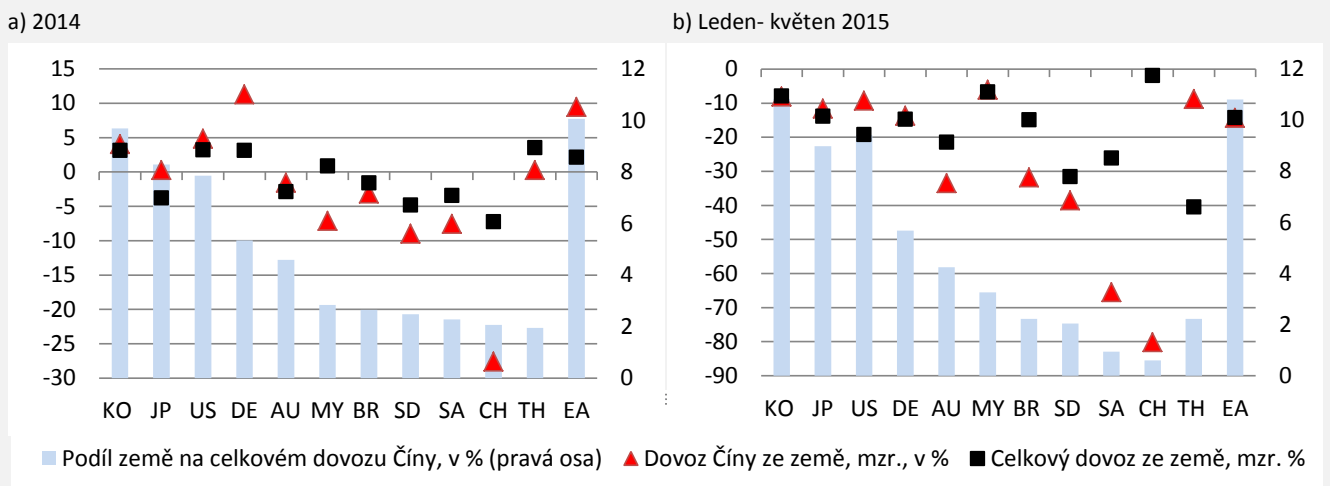
<sup>10</sup> Chivakul a kol. (2015)

poklesu složek HDP náročných na dovoz, v důsledku čehož mezinárodní odchod klesá mnohem více než samotný HDP.<sup>11</sup>

V průběhu posledního desetiletí se čínský vývoz měnil nejen z hlediska množství, ale také z hlediska kvality, a to ve prospěch výrobků s vyšší přidanou hodnotou a méně náročných na pracovní sílu. Přidaná hodnota Číny rychle rostla a její podíl na světové přidané hodnotě se přiblížil 10 % (graf 5). Zlepšení kvality a růst přidané hodnoty umožnily Číně vyrábět větší část produkce vlastními silami, což vedlo ke snížení dovozní náročnosti vývozu. Zpracovaný vývoz s velkým podílem dovozu se snížil z 56 % v roce 2005 na současných cca 35 %. I když z hlediska cenové konkurenceschopnosti si Čína pohoršila, z pohledu mezinárodního obchodu to dalo větší prostor zemím Asie a Afriky, aby díky nižším nákladům na pracovní sílu uspěly na trhu, byť s výrobky nižší kvality.

### 3 Dopad na obchodní partnery

Podíly pěti zemí s největším vývozem na čínský trh (Jižní Korea, Japonsko, USA, Německo a Austrálie) se pohybovaly v roce 2014 mezi 5 % - 10 % celkového čínského dovozu (graf 7a). V roce 2015 došlo v Číně k prohloubení poklesu nominálního dovozu, přičemž pokles vývozu do Číny byl v mnoha zemích významnější, než pokles jejich celkového vývozu (graf 7b). Za období leden-září 2015 byl nejmenší pokles dovozu do Číny (-7%) z USA; nejvíce naopak propadl dovoz z Austrálie (o 26%) v důsledku poklesu dovozu železné rudy. Očekává se, že zpomalení dovozu do Číny bude nadále zasahovat především exportéry komodit. V zemích EU nejvíce s Čínou obchoduje Německo. Podle velikosti zahraničního obchodu je Čína pro Německo čtvrtý největší obchodní partner. Podíl vývozu do Číny na celkovém německém vývozu dosahuje 6,5 %. Čínský dovoz z Německa klesl za období leden-září o 15% (do značné míry v důsledku poklesu dovozu automobilů). Dopad na německou ekonomiku by proto rovněž měl být nezanedbatelný.



Graf 7: Dynamika a teritoriální struktura čínského dovozu dle hlavních obchodních partnerů

Pozn.: KO – Korea, JP – Japonsko, US – USA, DE – Německo, AU – Austrálie, MY – Malajsie, BR – Brazílie, SD – Saudská Arábie, SA – Jižní Afrika, CH – Švýcarsko, TH – Thajsko, EA – Euro zóna. Pokud se červené body nacházejí pod černými body, pokles vývozu jednotlivých zemí do Číny je větší, než pokles jejich celkového vývozu.

Zdroj: IMF-DOTS, výpočet autorky

Lze tedy shrnout, že dovoz Číny v nominálním vyjádření v roce 2015 výrazně propadl a dovoz ve stálých cenách významně zpomalil. Dynamiku obchodu Číny ovlivnilo nejen zpomalení ekonomické aktivity v celém světě, ale zároveň strukturální změny v čínské ekonomice. Pokles poptávky Číny po komoditách se projevil nejen poklesem objemů dovážených komodit, ale v některých případech se podílel i na poklesu jejich cen. Exportéři komodit jsou a i nadále budou zasaženi negativním šokem zhoršení čínského obchodu mnohem více než dovozci komodit (např. většina zemí EU). Přímý dopad na vývoj ekonomiky EU by však měl být méně významný.

Za předpokladu pokračování strukturálních změn podporujících ekonomický růst a konvergenci Číny k vyspělým ekonomikám lze v dlouhodobém horizontu očekávat mírné zrychlení tempa růstu zahraničního obchodu Číny, ovšem na výrazně nižší hodnoty než před krizí. Například podle výhledu EIU se tempo růstu vývozu v letech 2017 – 2020 bude nacházet v rozpětí 3,9 % – 4,9 % a tempo růstu dovozu dosáhne 3,3 % – 4,5 %. Zároveň dojde k podstatnému snížení přebytku běžného účtu v důsledku výrazného prohloubení schodku bilance služeb a také snížení přebytku bilance zboží. EIU předpokládá i nadále zpomalení čínské ekonomiky. Růst HDP se sníží na 4,7 % v roce 2020 z letos očekávaných 6,9 %. Oproti tomu, říjnový výhled MMF prognózuje stabilizaci růstu na úrovni 6,3 %. Pokud se uskuteční tento scénář, lze očekávat i větší

<sup>11</sup> Bussière a kol. (2013). Pro analýzu elasticity mezinárodního obchodu z hlediska složení poptávky používají autoři tzv. *input-output tables* 18 zemí OECD.



tempa růstu zahraničního obchodu Číny. Avšak je nutné pamatovat na větší míru nejistoty u dlouhodobých výhledů oproti krátkodobým.

## Zdroje

Babecký J., Komárek L., Komárková Z. (2011): „Integrace čínského akciového trhu se světem“, *Globální ekonomický výhled*, leden, s.12-17.

Benecká S. (2013): „Internacionalizace renminbi“, *Globální ekonomický výhled*, listopad, s.12-17.

Bussière M., Callegari G., Ghironi F., Sestieri G., Yamano N. (2013): „Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009“, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), pp. 118-151.

Chivakul M., Lam R., Liu X., Maliszewski W., Schipke A. (2015): „Understanding Residential Real Estate in China“, IMF Working Paper No. 15/84.

European Commission (2015): European Economic Forecast, Autumn 2015.

HKTDC Research (2015): Economic and Trade Information on China, 19 October 2015.

IMF (2015): People's Republic of China : Staff Report for the 2015 Article IV Consultation, July 2015.

Komárek L. (2010): Jak velká je nesladěnost čínského renminbi? *Globální ekonomický výhled*, červenec, s.8-12.

OECD (2015): OECD Economic Surveys. China, March 2015.

## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

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

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

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

### A3. Seznam zkratk používaných v GEVU

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

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2015

	<b>č. GEVu</b>
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

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

### 2013

	<b>č. GEVu</b>
Financionalizace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12

	č. GEVu
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

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
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

	Č. GEVu
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