

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – PROSINEC

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
Postavení dividend z přímých investic v platebních bilancích zemí Evropské unie	13
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	19
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	19
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	22

Datum uzávěrky dat

8. prosince 2017

Sběr dat CF

4. prosince 2017

Datum publikace GEVU

15. prosince 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 Břizová	Tomáš Adam	Filip Novotný	Soňa Benecká
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna	II.2 Německo	II.3 Spojené státy III.1 Čína
II.5 Japonsko III.2 Indie	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity	VI. Zaostřeno na...	

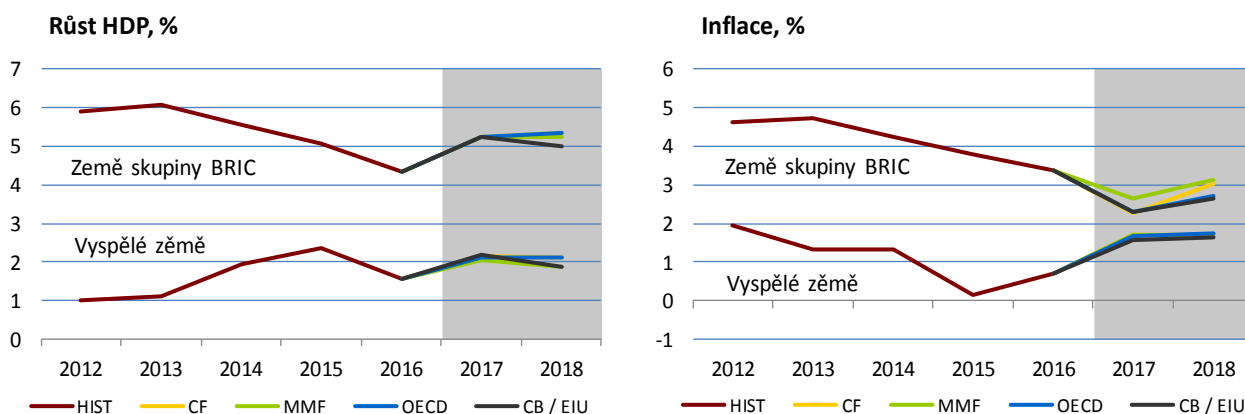
Poslední letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší opět pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na problematiku dividend z přímých investic, a to optikou platebních bilancí zemí Evropské unie. Vedle souhrnného pohledu na saldo je zde zkoumána i strana výdajů s důrazem na odliv dividend z přímých zahraničních investic.

Letošní rok byl pro námi sledované vyspělé země, zejména pak pro Spojené státy, eurozónu a Německo, příznivější než rok minulý. Hodnoty hospodářského růstu byly vyšší a vývoj inflace se podařilo postupně přibližovat pomyslnému 2% ideálu. Výjimkou byl vývoj ve Spojeném království, kde hospodářská výkonnost postupně slábla a inflace se pohybovala viditelně nad inflačním cílem Bank of England. Výhledy pro rok 2018 ukazují, že ekonomika Spojených států bude pokračovat v robustním hospodářském růstu (2,5 %), solidního růstu dosáhne i eurozóna (2,1 %), byť dvě její velké ekonomiky – Francie a Itálie – se umístí na pomyslném konci žebříčku hospodářské výkonnosti zemí eurozóny. Vedle toho zůstane cenový vývoj v eurozóně v roce 2018 utlumený a inflace i přes prodloužení kvantitativního uvolňování ECB dosáhne pouhých 1,4 %. I zde výhledy inflace ve Francii a Itálii zůstávají pod průměrem eurozóny. Tradičně nejnižší bude inflace v Japonsku, kde se bude zezdola přibližovat 1% hranici.

Tento rok rovněž přinesl pozitivní vývoj v nejvýznamnějších rozvíjejících se ekonomikách, který bude pokračovat i do budoucna. Na jedné straně Čína a zejména Indie vykazují stále robustní ekonomický růst, který však u čínské ekonomiky již několik let postupně slábne. Obdobně tomu bylo i u indické ekonomiky, kde se však očekává v roce 2018 zvyšování hospodářské výkonnosti opět až k 7,5 %. Obě ekonomiky by měly dosahovat stabilizovaného růstu cen, který bude v případě čínské ekonomiky na 2 %, v případě indické ekonomiky pak vyšší (okolo 4,5 %), což je však v souladu s dosahovaným vysokým hospodářským růstem. Ostatní dvě ekonomiky skupiny BRIC, tj. Rusko a Brazílie, na tom byly letos o poznání lépe. Obě ekonomiky se vymanily z recese, která je, byť z rozdílných důvodů, sužovala. V roce 2018 je očekáván jejich obdobný ekonomický výkon poblíž 2 % (v případě Ruska) nebo mírně převyšující tuto hodnotu (v případě Brazílie) při inflaci shodně se pohybující kolem 4% úrovně.

Výhledy krátkodobých úrokových sazeb v eurozóně se mírně snížily v návaznosti na nedávné rozhodnutí ECB o dalším uvolnění měnové politiky. V případě Spojených států lze očekávat zvýšení úrokových sazeb na nadcházejícím prosincovém jednání Fedu. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu oslabit vůči euru a v menším rozsahu i vůči jenu, rupii a libře. Na páru s rublem, realem a renminbi by měl naopak mírně posílit. Výhled průměrné ceny ropy Brent pro rok 2018 se zvýšil na cca 58 dolarů za barel a je mírně klesající. Ceny neenergetických surovin by se měly v následujících 12 měsících naopak mírně zvyšovat, zejména vlivem očekávaného růstu cen některých potravinářských komodit (pšenice, kukuřice, káva a vepřové maso).

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

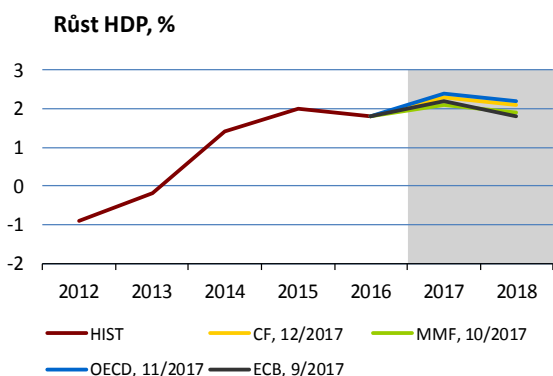


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

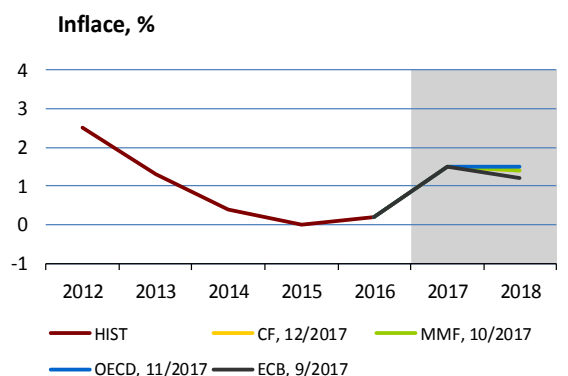
II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny pokračovala ve třetím čtvrtletí letošního roku v robustním oživení, které bylo patrné napříč zeměmi a sektory. Růst HDP v mezičtvrtletním vyjádření nepatrně zpomalil na 0,6 %, přičemž byl opět tažen především domácí poptávkou. V meziročním vyjádření růst naopak zrychlil, a to na 2,6 %. Dostupné údaje z ekonomiky naznačují pokračování solidního tempa růstu i v závěru roku. Například listopadový PMI (60,1) ve zpracovatelském průmyslu vzrostl na nejvyšší hodnotu od dubna 2000 a odrážel rostoucí produkci i počet nových zakázek, které podporují tvorbu nových pracovních míst. Míra nezaměstnanosti v říjnu poklesla na 8,8 %, nicméně oživení na trhu práce zatím nevedlo k výraznějšímu růstu mezd, který ve třetím čtvrtletí stagnoval v meziročním vyjádření na 2 %. Sledované výhledy očekávají za celý letošní rok růst HDP v intervalu 2,1 - 2,4 %, což je nejvyšší pokrízová hodnota. V příštím roce by měl růst zpomalit zhruba na 2 %.

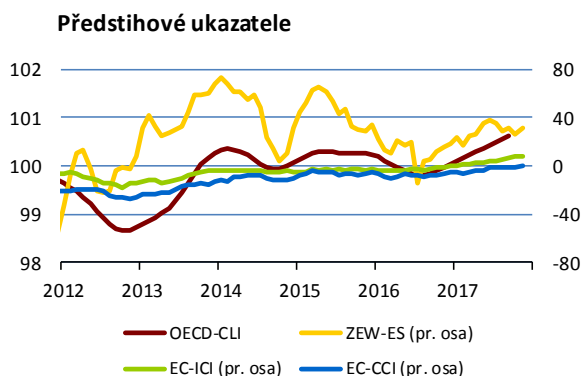
Cenový vývoj v eurozóně zůstává i přes solidní tempo oživení utlumený. Celková HICP inflace v listopadu mírně zrychlila na 1,5 % z důvodu říjnového a listopadového nárůstu cen pohonných hmot. Jádrová inflace se ale nadále drží pod 1 % a její složky zatím nenaznačují existenci výraznějších inflačních tlaků z reálné ekonomiky. Ani vývoj jednotlivých složek cen výrobců tyto tlaky nenaznačuje – např. ceny spotřebního zboží s výjimkou potravin vzrostly v říjnu pouze o 0,2 %. Celkově se v letošním roce očekává inflace na hodnotě 1,5 % a v příštím roce by měla poklesnout kvůli nižšímu očekávanému příspěvku cen energií. Měnová politika ECB tedy kvůli nízkému výhledu inflace zůstane výrazně uvolněná – nákupy aktiv by měly dle říjnového prohlášení ECB pokračovat do září příštího roku (při snížených měsíčních objemech 30 mld. EUR) a sazby setrvat na stávající úrovni ještě výrazně déle. První nárůst měnověpolitických sazeb trhy očekávají až v polovině roku 2019. Výnosy 10letého německého dluhopisu oproti minulému vydání GEVU mírně poklesly a také jejich výhled je nepatrně nižší.



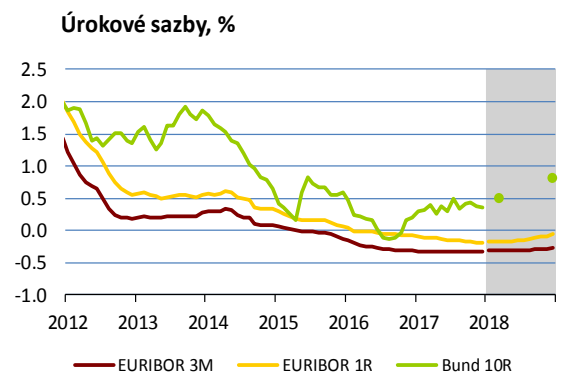
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	2.3 ↗	2.1	2.4 ↗	2.2
2018	2.1 ↗	1.9	2.2 ↗	1.8



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1.5 ↗	1.5	1.5 ↗	1.5
2018	1.4 ↗	1.4	1.5 ↗	1.2



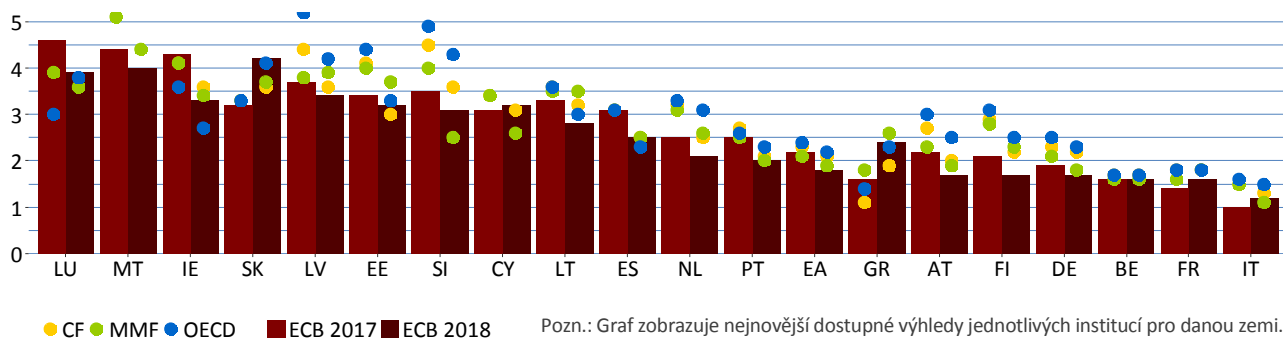
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
9/17	100,6	31,7	6,7	-1,2
10/17		26,7	8,0	-1,1
11/17		30,9	8,2	0,1



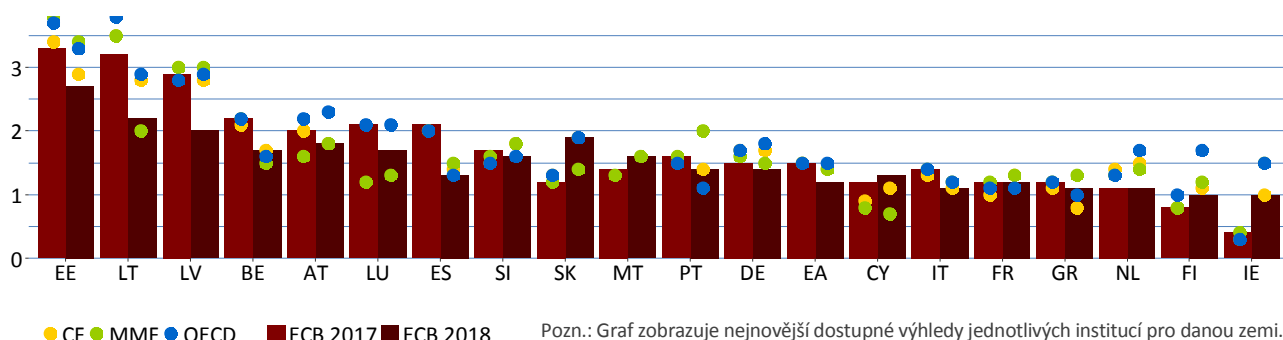
	11/17	12/17	03/18	12/18
3M EURIBOR	-0.33	-0.33	-0.31	-0.27
1Y EURIBOR	-0.19	-0.19	-0.18	-0.06
10Y Bund	0.37	0.36	0.50	0.80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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



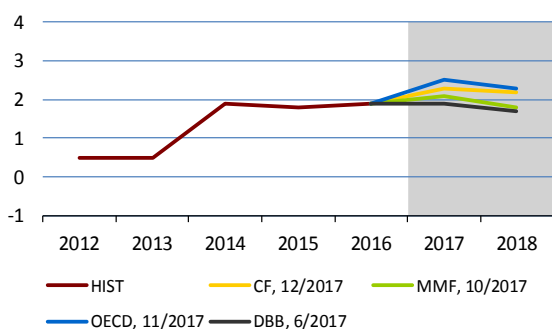
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

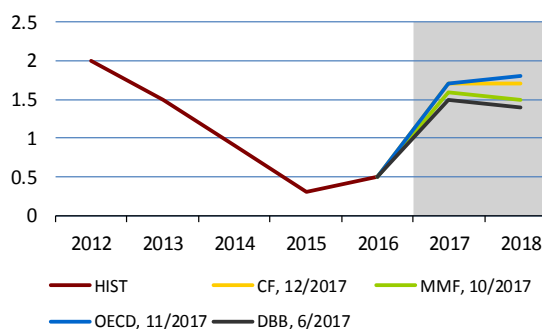
Silný růst německé ekonomiky ve třetím čtvrtletí (2,8 % mzr., 0,8 % mzč.), který byl tažen zejména vývozy a investicemi, vedl ke zvýšení výhledů ekonomického růstu pro letošní i příští rok (CF, OECD). Očekává se, že růst ve čtvrtém čtvrtletí ještě mírně zrychlí. Předstihový ukazatel [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se v listopadu udržel na vysoké úrovni a také ostatní předstihové ukazatele se nadále vyvíjejí příznivě. Míra nezaměstnanosti v listopadu dále mírně poklesla na 5,3 %. V kontrastu s tímto vývojem je pozorován velmi utlumený mzdový vývoj. Hodinové náklady práce vzrostly ve třetím čtvrtletí meziročně pouze o 2,2 % a nenaznačují zatím výraznější růst nákladových tlaků z trhu práce. Meziroční inflace spotřebitelských cen dosáhla v listopadu podle předběžného odhadu 1,8 %, což je mírně vyšší hodnota oproti předchozímu měsíci. Sledované instituce nadále očekávají pouze mírný růst cen.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	2.3 ↗	2.1	2.5 ↗	1.9
2018	2.2 ↗	1.8	2.3 ↗	1.7

Inflace, %



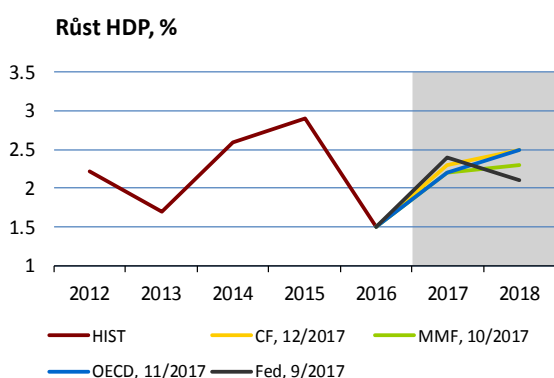
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1.7 →	1.6	1.7 ↘	1.5
2018	1.7 ↘	1.5	1.8 ↘	1.4

II.3 Spojené státy

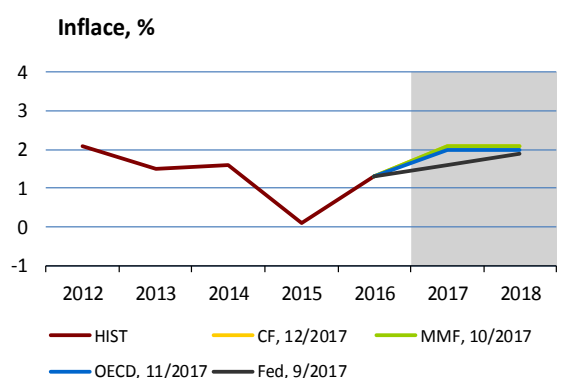
Americká ekonomika roste již druhé čtvrtletí v řadě více než 3% tempem, když podle druhého odhadu dosáhl ve třetím čtvrtletí 2017 mezičtvrtletní anualizovaný růst HDP 3,3 %. Nejvyšší hodnoty za poslední tři roky dosáhl i přes negativní vliv hurikánů. Nižší růst spotřeby domácností (2,3 %) vyvážila revize směrem nahoru u zásob či výdajů firem na zařízení, přičemž celkové investice firem rostly tempem 4,7 % (mezičtvrtletně, anualizované). Pozitivní vliv investiční aktivity v USA by měl podle krátkodobé předpovědi newyorského Fedu přetrvávat i ve čtvrtém čtvrtletí, kdy je očekáván rovněž více než 3% růst ekonomiky.

Pokračující expanze v průmyslovém sektoru vytváří tlak na růst průmyslových cen, který v říjnu dále zrychlil meziročně na 2,8 %, při rostoucím využití kapacit (77 %). Omezení na straně kapacit pak podle panelistů přispělo k mírnému poklesu předstihových indikátorů **PMI** (Markit i ISM) v listopadu. Pozitivně však byly hodnoceny nové objednávky, domácí i zahraniční, zatímco pokračuje růst cen ve všech segmentech produkce. Podmínky na trhu práce jsou stále příznivé, když nezaměstnanost v listopadu se udržela na velmi nízké úrovni 4,1 %. V nezemědělském sektoru nově přibýlo 228 tis. pracovních míst (oproti očekávanému nárůstu o 195 tis.). Meziroční nárůst hodinové mzdy (2,5 %) však stále zaostává a nelze tedy očekávat ani výraznější zvýšení inflačních tlaků. V říjnu se poprvé od začátku roku zvýšila jádrová inflace (na 1,7 %), když cenový nárůst zasáhl většinu položek. Celková meziroční inflace naopak kvůli poklesu cen energií zaznamenala zpomalení.

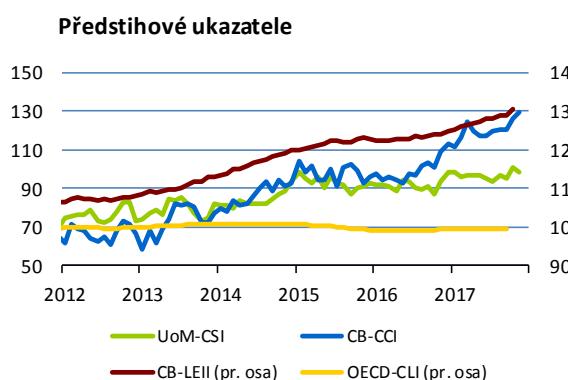
Pozitivní vývoj na trhu práce se pak příznivě projevil na sentimentu spotřebitelů, který se podle šetření Conference Board v listopadu dále zlepšil. Zvýšila se zejména jistota spotřebitelů ohledně zaměstnanosti a inflace. Prosincový CF revidoval směrem nahoru pouze výhled růstu v tomto roce, zatímco OECD očekává vyšší růst a nižší inflaci v obou letech. Novým rizikem výhledu jsou pak nejasné dopady daňové reformy, kterou na začátku prosince prosadil v Senátu prezident Trump. Její definitivní formu ještě ovlivní vyjednávání obou komor Kongresu, ale lze očekávat výrazné snížení daňové zátěže firem a zjednodušení systému daní pro jednotlivce.



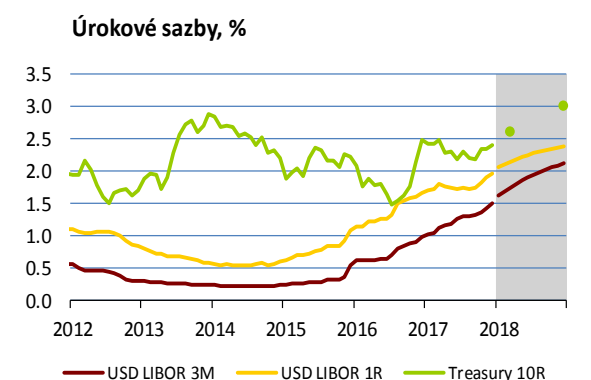
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2.3	2.2	2.2	2.4
2018	2.5	2.3	2.5	2.1



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2.1	2.1	2.0	1.6
2018	2.1	2.1	2.0	1.9



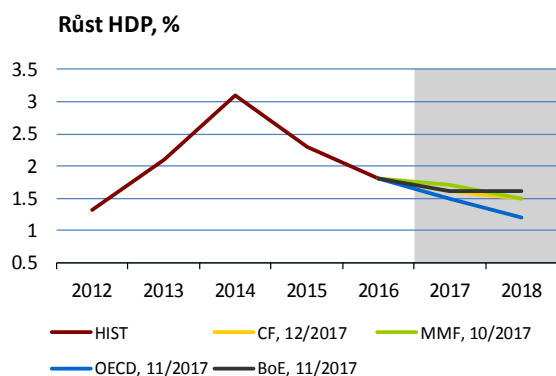
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
9/17	95,1	120,6	128,9	99,8
10/17	100,7	126,2	130,4	
11/17	98,5	129,5		



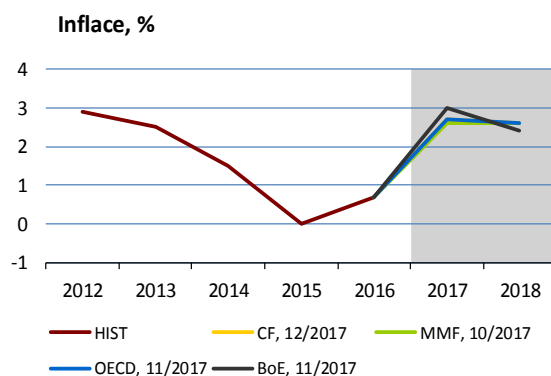
	11/17	12/17	03/18	12/18
USD LIBOR 3M	1.43	1.51	1.74	2.12
USD LIBOR 1R	1.90	1.90	2.15	2.38
Treasury 10R	2.36	2.40	2.60	3.00

II.4 Spojené království

Dynamika hospodářského vývoje Spojeného království nadále zaostává za většinou ostatních vyspělých ekonomik. Druhý odhad růstu HDP ve třetím čtvrtletí potvrdil předběžná čísla. Britská ekonomika roste v meziročním vyjádření nejpomaleji za posledních čtyři a půl roku, a to zejména v důsledku utlumeného růstu investic. Naproti tomu meziroční růst průmyslové produkce i výstup stavebnictví se od dubna zvyšoval. Říjnová meziměsíční data sice ukazují na zastavení tohoto trendu, předstihový ukazatel **PMI** obou zmiňovaných odvětví se však v listopadu zvýšil. Zpomalení tak bude zřejmě jen dočasné. Pro vývoj britského HDP je nicméně podstatnější sektor služeb, jehož PMI se snížil. Důvěra spotřebitelů zůstává velmi nízká. Zadluženost domácností je značná a jejich příjmy v důsledku zvýšené inflace nadále reálně klesají, navzdory velmi nízké nezaměstnanosti. V závěru roku je tak očekáván zhruba podobný výkon ekonomiky jako ve třetím čtvrtletí, případně jen mírně vyšší. CF v důsledku toho ještě lehce revidoval své výhledy.



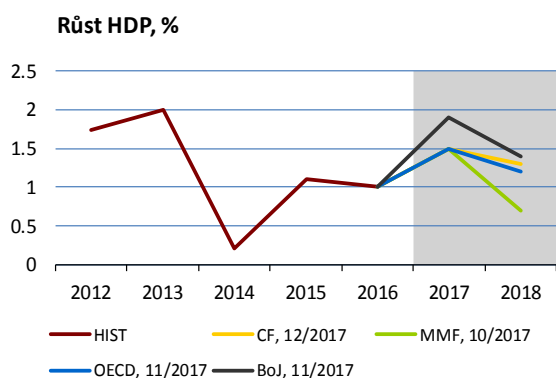
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	1.6	1.7	1.5	1.6
2018	1.5	1.5	1.2	1.6



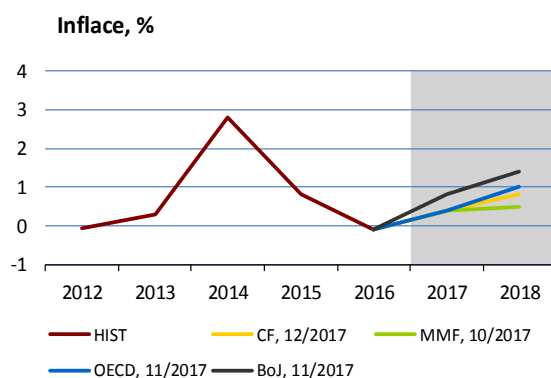
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	2.7	2.6	2.7	3.0
2018	2.6	2.6	2.6	2.4

II.5 Japonsko

Japonská ekonomika rostla ve třetím čtvrtletí o 2,5 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tedy stejným tempem jako v předchozím kvartále. Růst hospodářství byl podporován čistým exportem a investicemi, naopak negativní příspěvek k růstu měla soukromá spotřeba. CF a OECD očekávají, že japonská ekonomika v letošním roce poroste o 1,5 % a v následujícím roce její růst mírně zpomalí. Dynamika průmyslové produkce se v říjnu meziročně zvýšila na 5,9 %, zejména díky nárůstu těžby a výroby nástrojů a nábytku. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v listopadu zvýšil na 53,6 bodů. Důvodem byl dle nákupních manažerů rychlejší růst všech sledovaných složek. Meziroční inflace v říjnu klesla na 0,2 %, a to kvůli stagnaci růstu cen dopravy, pokračujícímu poklesu cen bydlení a poklesu cen potravin, zejména čerstvých. Predikce pak dále naznačují, že inflace setrvá pod 1 % i v roce 2018, avšak oproti roku 2017 se lehce zvýší.



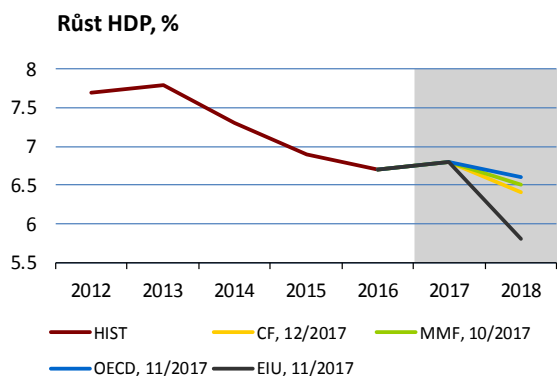
	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	1.5	1.5	1.5	1.9
2018	1.3	0.7	1.2	1.4



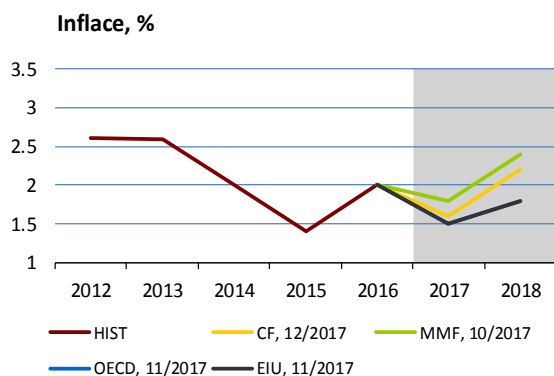
	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	0.4	0.4	0.4	0.8
2018	0.8	0.5	1.0	1.4

III.1 Čína

Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 by čínská ekonomika mohla v meziročním vyjádření dále zvolnit, když pokračuje snaha vlády uzavřít málo výkonné továrny a doly, snížit přebytečnou kapacitu a omezit znečištění ve velkých městech. Tyto kroky se projevily na snížení dynamiky průmyslové produkce, když těžba v meziročním vyjádření v říjnu dokonce poklesla. Předstihový indikátor PMI se v listopadu opět snížil, zejména z titulu nižších objednávek a horší důvěry podniků. V říjnu také dále zpomalil růst maloobchodních prodejů, zatímco meziroční růst spotřebitelských cen dále zrychlil na 1,9 %. Nové předpovědi CF a OECD nepřinesly revizi výhledu růstu HDP, změn však doznala předpověď inflace. CF nově očekává vyšší inflaci v roce 2018, zatímco OECD revidovala výhled směrem dolů.



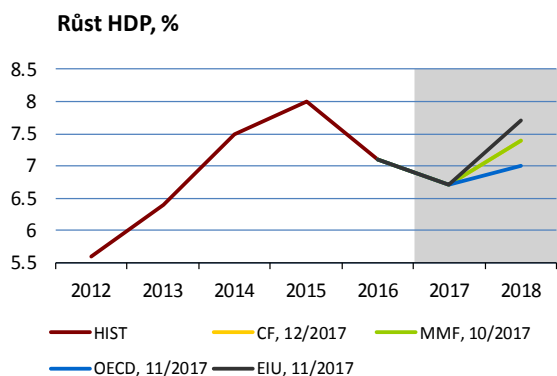
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	6.8 →	6.8 →	6.8 →	6.8
2018	6.4 →	6.5 →	6.6 →	5.8



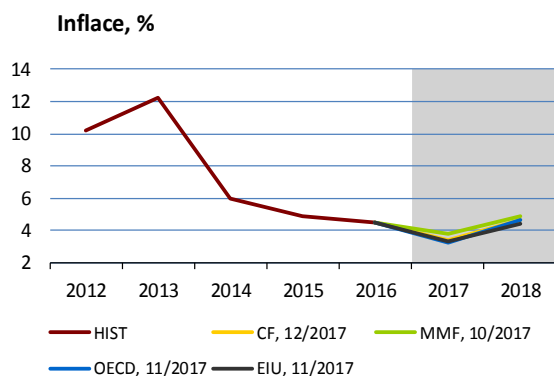
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	1.6 →	1.8 →	1.5 →	1.5
2018	2.2 →	2.4 →	1.8 →	1.8

III.2 Indie

Ve druhém čtvrtletí fiskálního roku 2017/2018 rostla indická ekonomika o 6,3 % a oproti předchozímu čtvrtletí tak zrychlila o 0,6 p. b. Důvodem byl vyšší růst investic a zásob. Naopak spotřeba domácností dále zpomalila a navíc se výrazně snížilo tempo růstu vládních výdajů. Sledované instituce předpokládají, že v letošním fiskálním roce poroste indické hospodářství o 6,7 % a v příštím růst zrychlí nad 7 %. Mezinárodní ratingová agentura Moody's zvýšila po téměř 14 letech indický rating. Důvodem zlepšení hodnocení o jeden stupeň (na Baa2) se stabilním výhledem jsou implementované hospodářské a institucionální reformy podporující růstový potenciál země. Inflace se v říjnu zvýšila na 3,6 %, když ji podporoval stále rychlejší růst cen potravin a paliv. RBI ponechala na svém prosincovém zasedání základní úrokovou sazbu na 6 % a očekává stejně jako ostatní instituce, že se bude inflace dále pohybovat v cílovém pásmu.



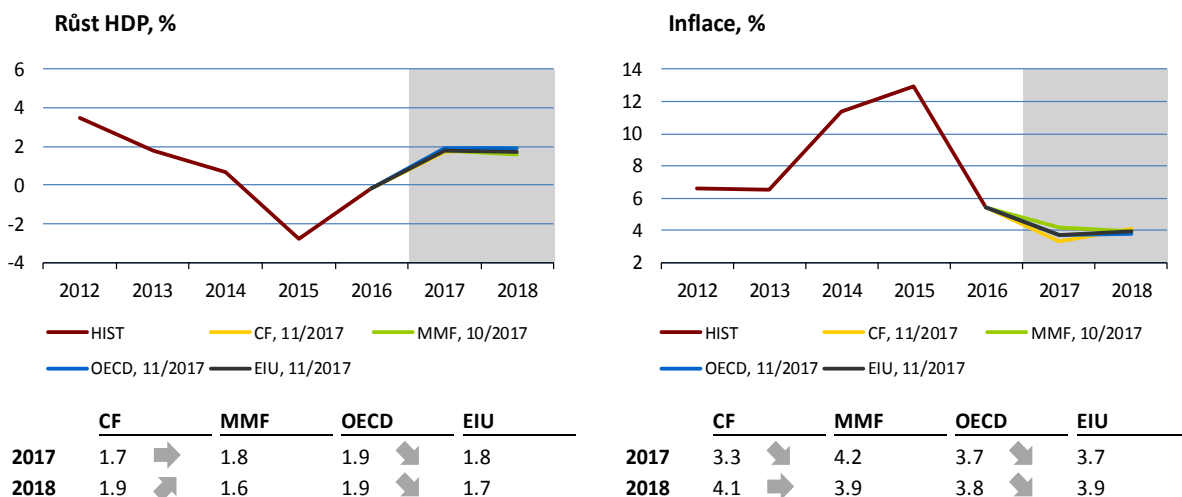
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	6.7 →	6.7 →	6.7 →	6.7
2018	7.4 →	7.4 →	7.0 →	7.7



	CF	MMF	OECD	EIU
2017	3.4 →	3.8 →	3.2 →	3.3
2018	4.6 →	4.9 →	4.6 →	4.4

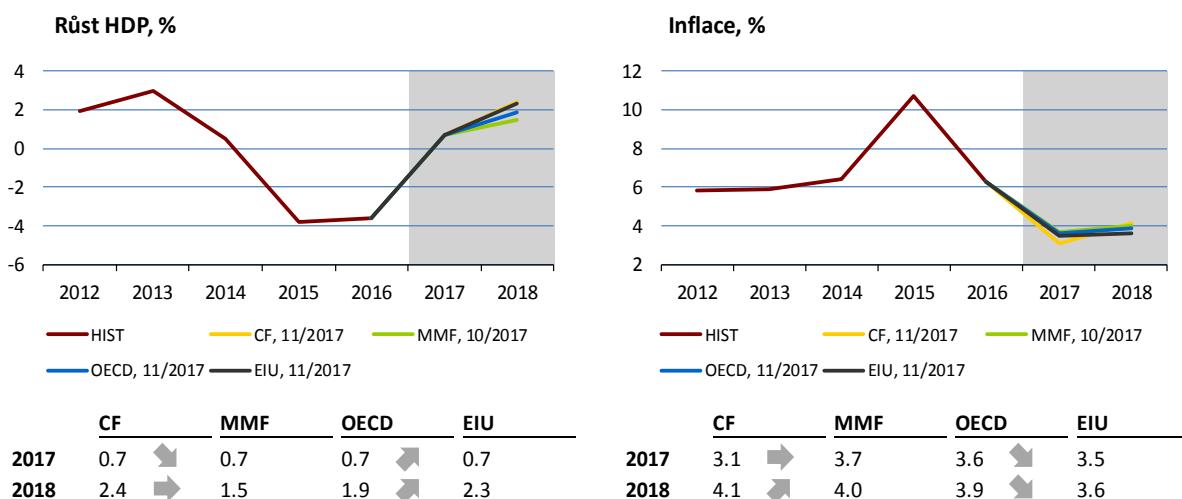
III.3 Rusko

Tempo růstu HDP ve třetím čtvrtletí meziročně zpomalilo z předhozích 2,5 % na 1,8 % a nejnovější krátkodobé indikátory makroekonomického vývoje v Rusku přinesly tentokrát smíšené zprávy. Říjnová průmyslová produkce meziměsíčně rostla 5,7% tempem, ovšem v meziročním vyjádření vykázala nulový růst. Silnější hodnoty meziměsíční dynamiky výstupu se pak promítly do listopadového PMI ve zpracovatelském průmyslu a přispěly k jeho celkovému růstu (na hodnotu 51,5) navzdory rostoucím nákladům a zvyšující se inflaci. PMI ve službách dosáhl 9měsíčního maxima (57,4). Na druhou stranu, nezaměstnanost v říjnu mírně stoupla. Tempo růstu mezd sice nepatrně zpomalilo, ale výrazně překročilo očekávání (i vlivem dalšího zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen), reálný disponibilní důchod ovšem klesal. Dle nových výhledů celkový růst ekonomiky v příštím roce zůstane pod 2% hladinou, zároveň zhruba 4% tempem budou růst spotřebitelské ceny.



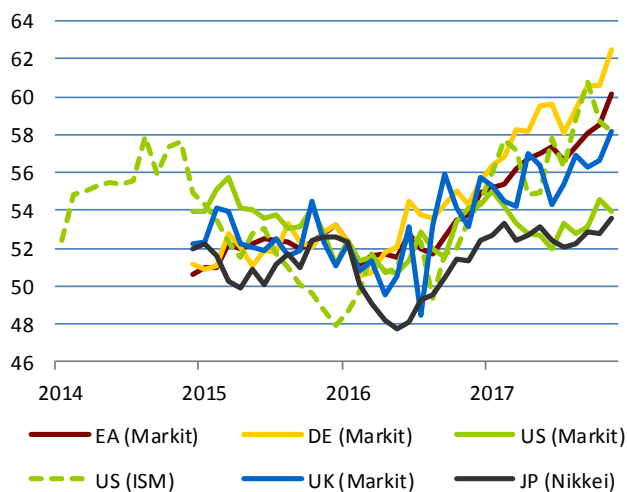
III.4 Brazílie

Tempo růstu brazilské ekonomiky již druhé čtvrtletí významně zpomaluje. Meziroční růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl pouhých 0,1 %. Zpomalení navíc zvýraznila revize růstu HDP ve druhém čtvrtletí z původních 0,4 % na 0,7 %. Zároveň by se inflace měla vrátit k rostoucímu trendu, ale zrychlení je zatím jen mírné - v listopadu zaznamenala inflace hodnotu 2,8 % a mírně tak zaostala za očekáváním. V první prosincové dekádě brazilská centrální banka v souladu s očekáváním znovu snížila základní úrokovou sazbu, a to na 7 %, což je historicky nejnižší hodnota. I přes aktuálně slabou dynamiku počítají nové výhledy se zrychlením tempa růstu ekonomiky v příštím roce na 1,9 – 2,4 %. Inflace by se měla pochybovat kolem 4 %.

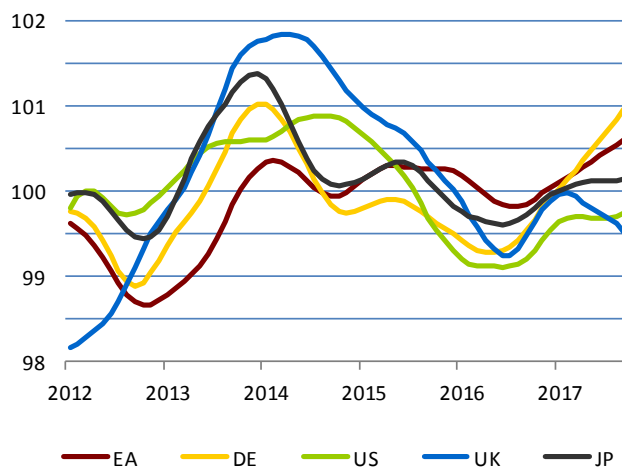


IV.1 Vyspělé země

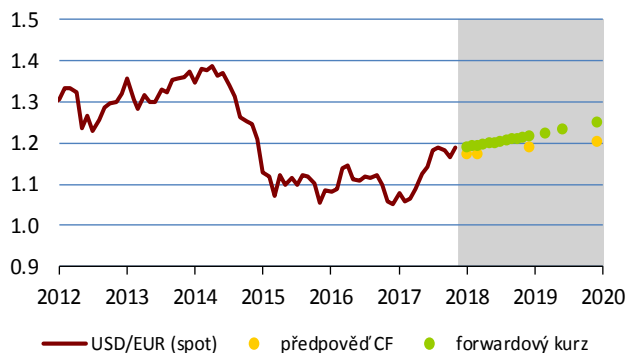
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

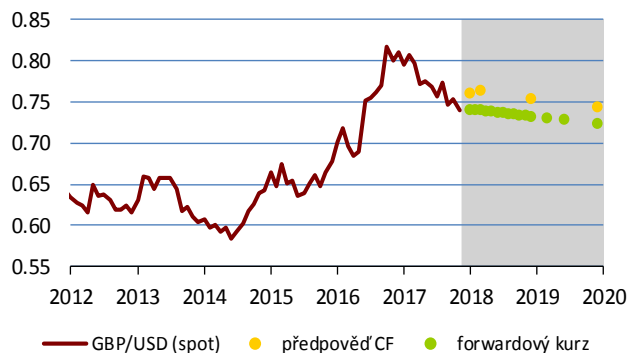


Americký dolar (USD/EUR)



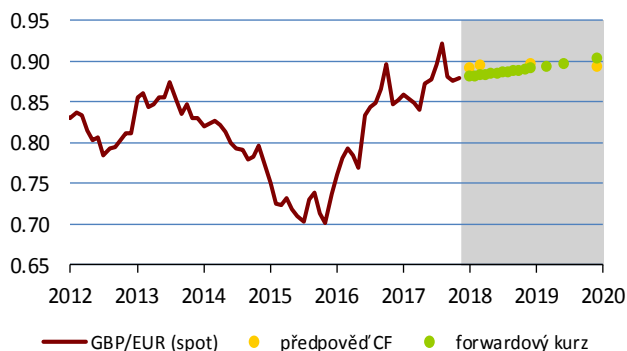
	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	1.185				
předpověď CF		1.173	1.172	1.190	1.202
forwardový kurz		1.190	1.194	1.216	1.250

Britská libra (GBP/USD)



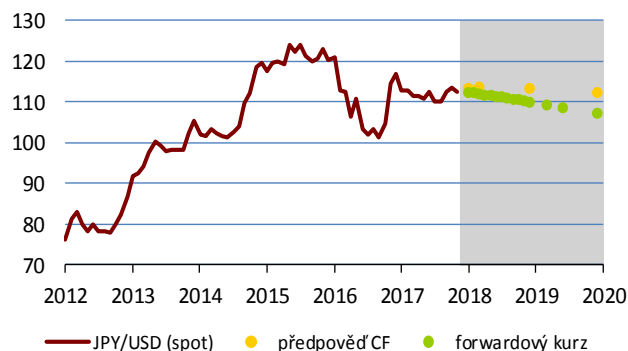
	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	0.742				
předpověď CF		0.760	0.764	0.754	0.743
forwardový kurz		0.741	0.739	0.732	0.723

Britská libra (GBP/EUR)



	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	0.879				
předpověď CF		0.891	0.895	0.897	0.893
forwardový kurz		0.881	0.883	0.891	0.903

Japonský jen (JPY/USD)

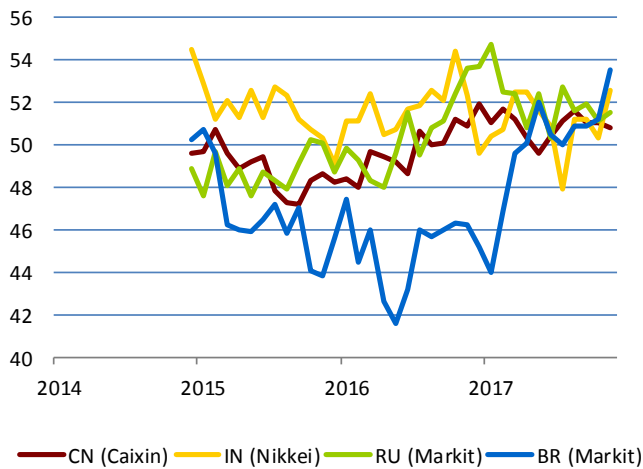


	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	112.7				
předpověď CF		113.1	113.5	113.2	112.1
forwardový kurz		112.2	111.8	109.9	107.0

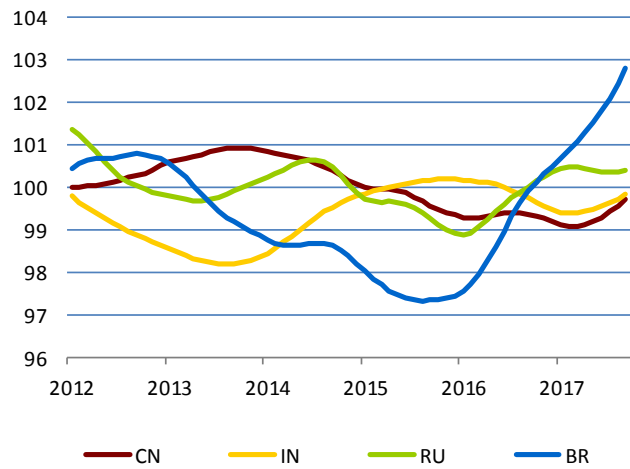
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

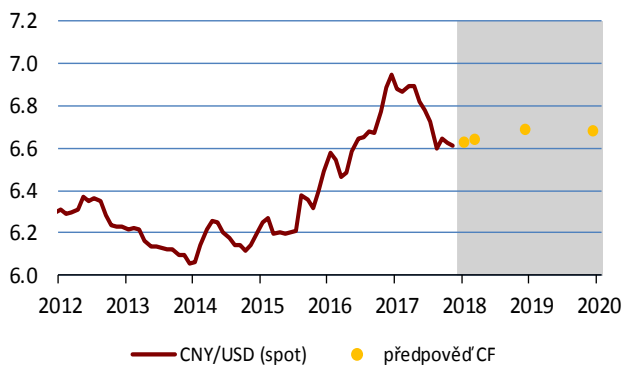
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

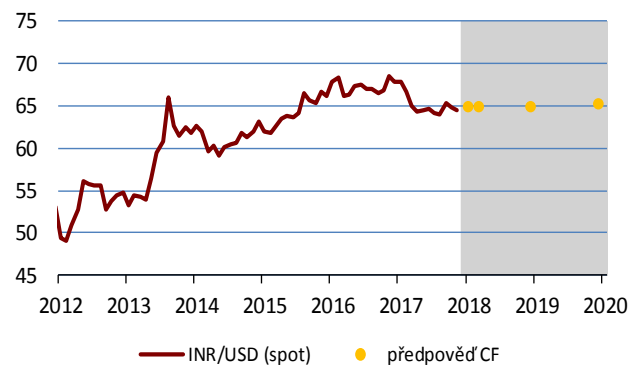


Čínský renminbi (CNY/USD)



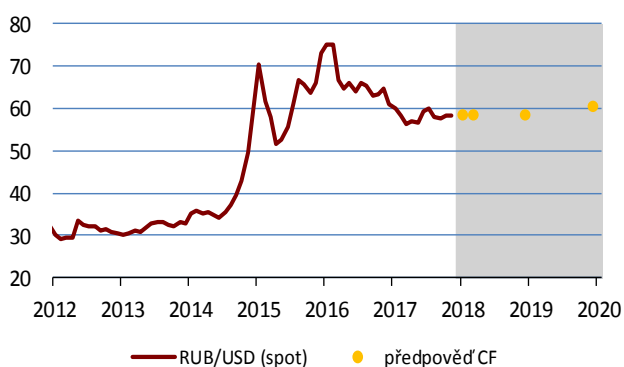
	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	6.619				
předpověď CF		6.623	6.642	6.687	6.679

Indická rupie (INR/USD)



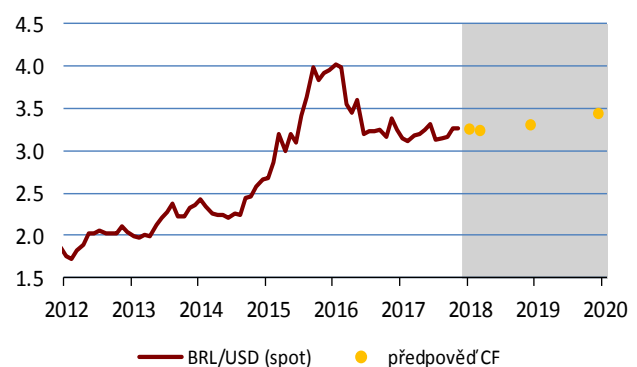
	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	64.40				
předpověď CF		64.77	64.86	64.81	65.13

Ruský rubl (RUB/USD)



	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	58.89				
předpověď CF		58.3	58.34	58.17	60.23

Brazilský real (BRL/USD)



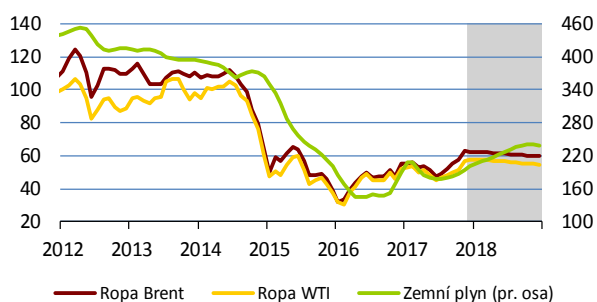
	4/12/17	01/18	03/18	12/18	12/19
spotový kurz	3.250				
předpověď CF		3.248	3.238	3.294	3.438

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

V.1 Ropa a zemní plyn

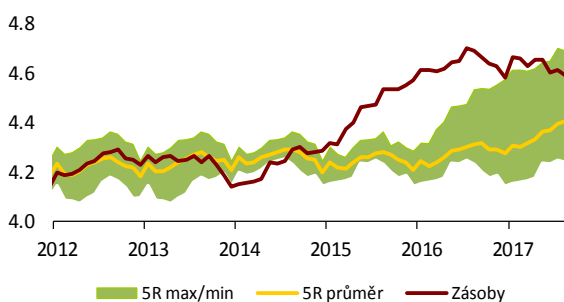
Silný říjnový růst cen ropy na začátku listopadu ještě zrychlil a cena ropy Brent se dostala 6. listopadu těsně pod hranici 65 USD/barel, což bylo nejvíce od června 2015. Poté se však na trh začala vkrádat nervozita, zda kartel OPEC na blížícím se zasedání naplní všeobecná očekávání a prodlouží dohodu o omezení těžby až do konce roku 2018. Zejména zástupci Ruska se obávají, že příliš rychlý růst cen by vedl k opětovnému oživení břidlicové těžby v USA. Cena ropy Brent tak ve zbytku měsíce kolísala převážně v intervalu 62-64 USD/barel. Na zasedání OPEC ve Vídni 30. listopadu nakonec došlo k prodloužení dohody mezi kartelem a dalšími velkými producenty, ale zároveň účastníci nevyloučili její předčasné ukončení, pokud by trhu s ropou jevil známky přehřívání. Zatímco Rusko lobuje za transparentní mechanismus exitu, Saudská Arábie považuje úvahy o ukončení smlouvy za předčasné a očekává, že stav trhu bude znovu vyhodnocen na zasedání OPEC v červnu 2018 s tím, že rušení kvót by mělo být postupné. Jediné, co by ještě mohlo podpořit cenu ropy, je informace, že na těžbu Nigérie a Libye se bude v příštím roce rovněž vztahovat omezení, a jejich kombinovaná těžba by neměla přesáhnout 2,8 mil. barelů denně. Tržní křivka termínovaných kontraktů se oproti minulému měsíci prakticky nezměnila, má nadále klesající sklon a implikuje pro roky 2018 a 2019 ceny ropy Brent v průměru 61,0 resp. 58,4 USD/barel. Prosincový CF očekává jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu cenu 57,9 USD/barel. Očekávání analytiků a agentur ohledně budoucího vývoje se však výrazně liší zejména ohledně rychlosti růstu těžby ropy v USA a návratu zásob ropy k normálu. Vysoké spekulativní pozice hedžových fondů představují riziko možné korekce cen ropy směrem dolů.

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

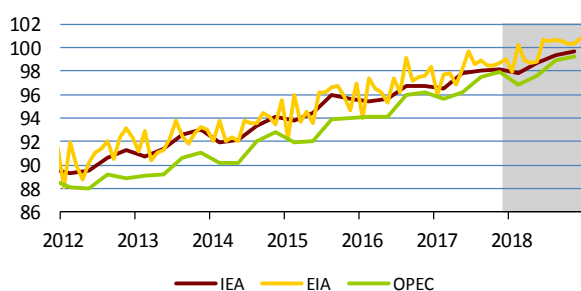


	Brent	WTI	Plyn
2017	54.69 ↘	50.91 ↘	189.45 ↗
2018	60.96 ↘	56.23 ↘	226.63 ↗

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

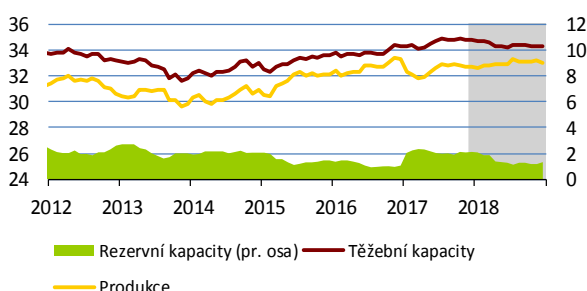


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97.65 ↘	98.20 ↗	96.80 ↗
2018	98.93 ↘	99.87 ↗	98.18 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32.50 ↗	34.60 ↗	2.10 ↗
2018	32.99 ↗	34.41 ↗	1.42 ↗

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

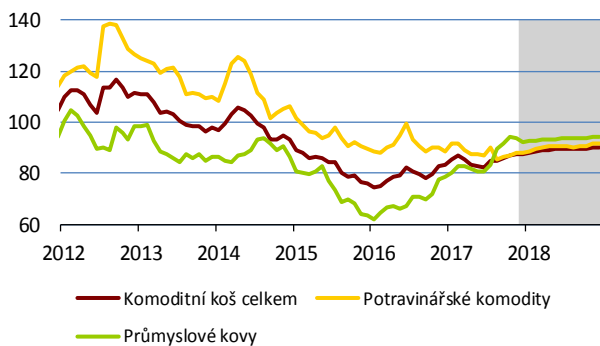
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA.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

V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických surovin vzrostl v listopadu na nejvyšší hodnotu od února 2015 a v první polovině prosince se držel jen těsně pod ní. Dílčí index cen průmyslových kovů kulminoval již v říjnu na téměř pětiletém maximu. Poté sice mírně poklesl, ale jeho tržní výhled je stagnující, neboť ceny kovů jsou nadále podporovány zlepšujícím se výhledem zpracovatelského průmyslu (globální JPMorgan PMI v listopadu dále vzrostl na nejvyšší hodnotu od března 2011) a slabším dolarem. Stabilizaci indexu cen průmyslových kovů po silném letošním růstu očekává i Světová banka, která svou předpověď odvozuje od vývoje čínské ekonomiky. Čína v uplynulých 20 letech zvýšila svůj podíl na globální spotřebě kovů z 10 % na více než 50 %. V současné době se však snaží přeměrovat svůj ekonomický růst do služeb a soukromé spotřeby a omezovat těžbu a zpracování surovin. Dle Světové banky by v příštím roce měla klesnout cena železné rudy o 10 % z důvodu slabšího růstu produkce oceli, a tento pokles bude kompenzován v indexu růstem cen ostatních kovů (olovo, nikl, zinek) kvůli omezené nabídce. Riziko je směrem dolů, pokud by poptávka z Číny zeslábla více, než je očekáváno, nebo kdyby Čína zmírnila restrikcí na těžbu kovů. Rovněž cena uhlí, která kvůli omezení těžby v Číně vzrostla za uplynulé dva roky o 100 %, by měla v příštím roce klesat.

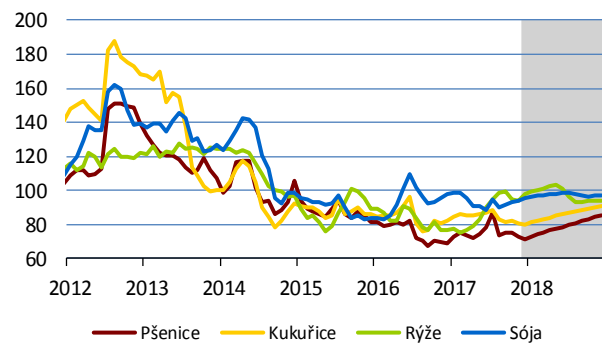
Naopak dílčí index cen potravinářských komodit se i přes mírný růst v září až listopadu pohybuje stále poblíž nejnižších hodnot od roku 2010. Jeho výhled je mírně rostoucí díky očekávanému růstu cen pšenice, kukuřice, kávy a vepřového masa. Proti silnějšímu růstu cen zejména zrnin ale nadále působí vysoká úroveň jejich globálních zásob a relativně příznivé počasí v hlavních pěstebních oblastech.

Indexy cen neenergetických komodit



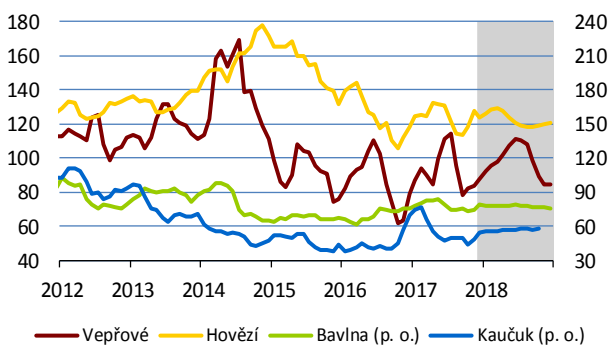
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85.3	88.2	86.2
2018	89.3	90.5	93.5

Potravinářské komodity



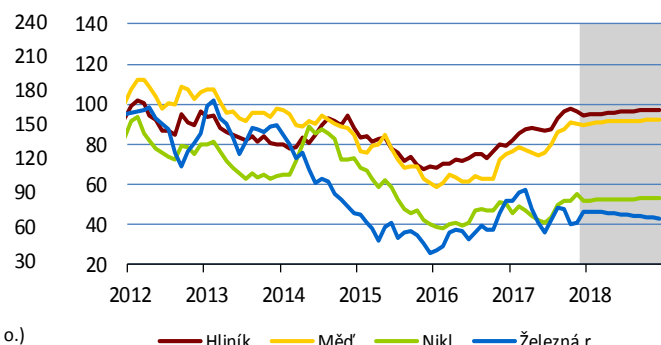
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	75.1	84.0	88.4	93.4
2018	79.2	86.1	97.5	97.3

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	92.4	124.1	78.3	55.5
2018	98.6	122.5	77.6	56.8

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	90.3	81.9	47.7	46.2
2018	96.1	91.5	52.6	44.9

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.

Postavení dividend z přímých investic v platebních bilancích zemí Evropské unie¹

Výrazné urychlení procesu globalizace ekonomických činností a jejich teritoriální přesun, zejména s ohledem na minimalizaci nákladů včetně daňové optimalizace, patrné ve vyspělých tržních ekonomikách zhruba od osmdesátých let minulého století jsou logicky spojené s výrazným zesílením celkových finančních toků. Jejich významnou součástí jsou rovněž toky související s výnosy z realizovaných investic, a tedy i výnosy ve formě dividend z přímých investic. Cílem tohoto článku je zejména vymezit postavení dividend z přímých investic v rámci celkových investičních výnosů i celkových prvotních důchodů (jakožto složky běžného účtu platební bilance) v zemích Evropské unie v nedávném období. Vedle bilančního pohledu je zkoumána i strana výdajů, tj. odlivu složek prvotních důchodů, s důrazem na odliv dividend z přímých zahraničních investic. Stručně je pak uvedena také struktura dividend hrazených nerezidentům novými členskými zeměmi.

Úvod

Zhruba od devadesátých let minulého století je proces globalizace, spojený s masivními přesuny výroby zboží a služeb a s liberalizací kapitálových toků, patrný také v zemích střední a východní Evropy, které se začaly rozvíjet na základě tržního hospodářství a které se později staly členy Evropské unie. Růst jejich výkonnosti a konkurenceschopnosti ovlivněny realizovanými strukturálními změnami přitom významně souvisel s přílivem přímých zahraničních investic (PZI). Zahraniční investice postupně generovaly zisky, jejichž výše se v průběhu dalších let zvyšovala. Výnosy z PZI se tak stávaly významnou výdajovou (či naopak zrcadlově příjmovou) položkou v rámci běžného účtu platební bilance zemí EU, nejprve jako výnosy ve formě reinvestovaného zisku, později již více ve formě dividend. Mezi zeměmi střední a západní Evropy jsou mimo jiné i z tohoto důvodu patrné rozdíly jak v postavení jejich prvotních důchodů v rámci běžného účtu platební bilance, tak v postavení důchodů z přímých investic v rámci důchodů z investic i samotných dividend z přímých investic v rámci výnosů z přímých investic.

Pro účely tohoto článku jsou státy Evropské unie (28 zemí) rozděleny následovně:

- skupina I – velké a z hlediska tvorby HDP nejvýznamnější původní země EU (5 států, jejichž hodnota HDP v běžných cenách převyšuje 1 bil. EUR)
- skupina II – ostatní původní členské země (10 států)
- skupina III – nové členské země, které ke společenství přistoupily v roce 2004 a později (13 států)²

Mezinárodní srovnání jsou prováděna s cílem eliminace případných významnějších ročních výkyvů na základě průměrné roční hodnoty ukazatele za roky 2011–2015, tj. za období, za které již existují definitivní statistické údaje³. Údaje o investičních výnosech z přímých investic za rok 2016 doposud představují

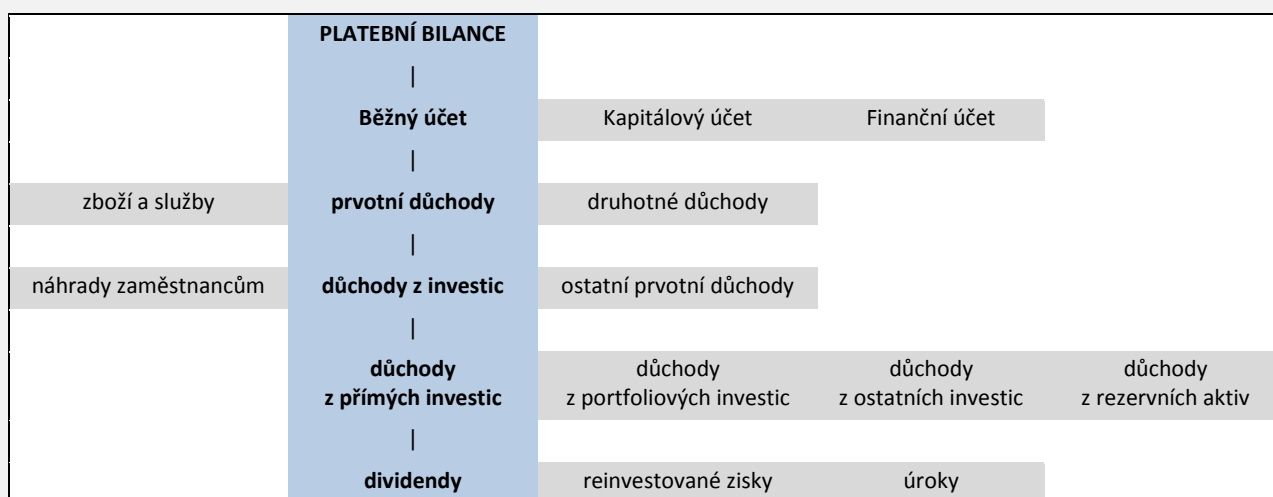


Schéma 1 Postavení dividend z přímých investic v rámci struktury platební bilance

¹ Autorem je Ladislav Prokop. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Rozdělení zemí do skupin je patrné z níže prezentovaných grafů, pro názvy států jsou použity standardní zkratky: Belgie BE, Bulharsko BG, Česká republika CZ, Dánsko DK, Německo DE, Estonsko EE, Irsko IE, Řecko EL, Španělsko ES, Francie FR, Chorvatsko HR, Itálie IT, Kypr CY, Lotyšsko LV, Litva LT, Lucembursko LU, Maďarsko HU, Malta MT, Nizozemsko NL, Rakousko AT, Polsko PL, Portugalsko PT, Rumunsko RO, Slovinsko SI, Slovensko SK, Finsko FI, Švédsko SE, Spojené království UK.

³ V některých případech není k dispozici celá časová řada. Průměr je tak propočten na základě publikovaných údajů.

odhady, resp. předběžná data. Doplnkové srovnání odvětvové a teritoriální struktury odlivu dividend se pak již omezuje pouze na jediný rok, a to 2015⁴. Rozbor je s ohledem na jednotnost statistického zdroje založen na statistické bázi Eurostatu. V části věnované struktuře dividend se však vychází z národních statistik centrálních bank zemí V4.

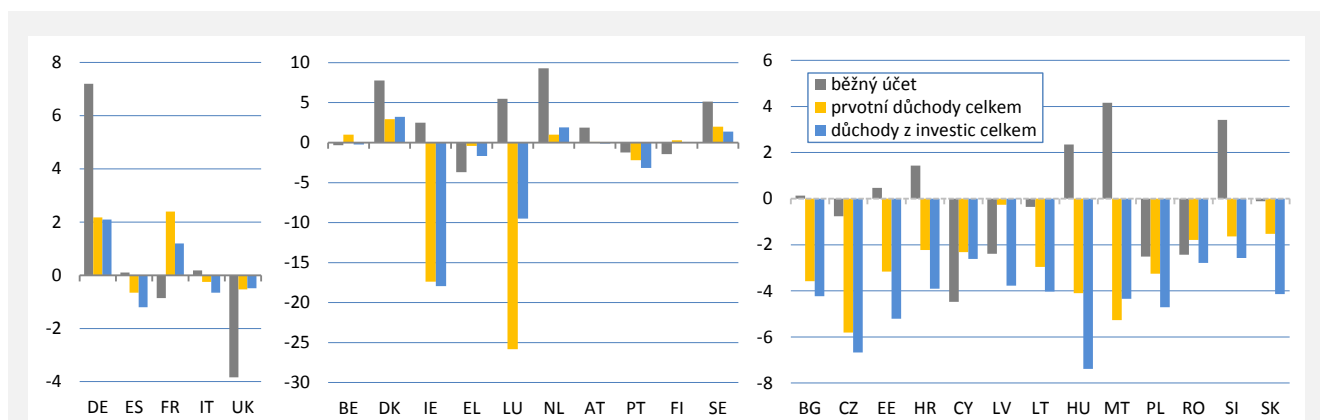
Od prvotních důchodů k dividendám z přímých investic

V následujícím textu se pokusíme položku dividend z přímých investic zařadit do širších souvislostí bilance prvotních důchodů a celého běžného účtu platební bilance. Jako pomůcka pro orientaci může posloužit Schéma 1, které přehledně zobrazuje jednotlivá strukturní patra rozkladu.

Postavení prvotních důchodů v rámci běžného účtu platební bilance

Bilance prvotních důchodů představuje jednu ze základních bilancí běžného účtu. Zahrnuje výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně a dotace na produkci a dovoz, které představují část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). Její hodnota v rámci běžného účtu zemí EU je přitom značně rozdílná, zejména pokud jde o velké původní členské státy (skupina I). Prvotní důchody zde dosahují na jedné straně vysokých přebytků (které jsou v Německu a Francii zdaleka nejvyšší v rámci celé EU), ale na druhé straně i schodků (zejména ve Spojeném království). Obdobně rozdílné je saldo prvotních důchodů i v případě ostatních původních zemí EU (skupina II). V této skupině (i v rámci celé EU) vykazuje jednoznačně nejhlubší schodek Irsko z důvodu předchozího mohutného přílivu zahraničních investic. Naproti tomu bilance nových členských zemí vykazovaly v období 2011–2015 vždy větší či menší průměrný roční schodek.

Bilance prvotních důchodů má zhruba v polovině členských států stejné znaménko jako výsledné saldo běžného účtu, v ostatních zemích se obě bilance vyvíjely protichůdně (zejména v případě Francie, kde je vysoký přebytek prvotních důchodů výrazně převažován schodky bilance zboží a druhotných důchodů). Porovnání zemí optikou podílu běžného účtu a prvotních důchodů na HDP (jako měřítku ekonomické aktivity dané země) zobrazuje Graf 1 (a tento přístup je použit i v následujících grafech). Z tohoto pohledu dosahovalo nejvyššího přebytku prvotních důchodů Dánsko a nejhlubšího schodku Lucembursko. Vysvětlení je třeba hledat především v podrobnějším rozboru jejich struktury.



Graf 1 Prvotní důchody zemí EU v rámci běžného účtu

Zdroj: Eurostat, vlastní propočty

Pozn.: bilance po skupinách zemí, v % HDP, roční průměr za období 2011–2015

Postavení důchodů z investic v rámci prvotních důchodů

Při podrobnějším členění se prvotní důchody skládají ze tří dílčích bilancí, které tvoří:

- náhrady zaměstnancům, zahrnující hlavně mzdy
- důchody z investic
- ostatní prvotní důchody, zahrnující renty, daně a dotace na výroby a dovoz

Globalizace ekonomických procesů se nejvíce projevuje v bilanci důchodů z investic (též Graf 1). Tato dílčí bilance je celkem ve 24 zemích EU položkou, která nejvýrazněji určuje výši a výsledný směr celkové bilance prvotních důchodů. Zřetelnou výjimku v tomto ohledu představují pouze Belgie, kde je nejvýznamnější složkou prvotních důchodů přebytek náhrad zaměstnancům (zřejmě v důsledku umístění centrálních orgánů EU), zatímco důchody z investic jsou ve sledovaném období naopak mírně schodkové, a Lucembursko, kde náhrady zaměstnancům představují rovněž nejdůležitější položku prvotních důchodů.

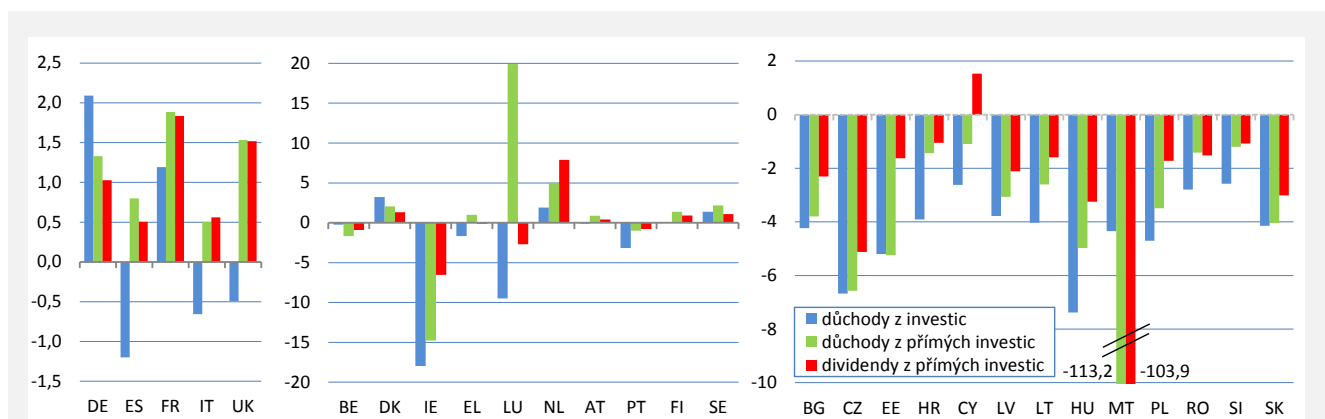
⁴ S výjimkou Slovenska, pro něž byly poslední dostupné údaje z roku 2014.

Postavení důchodů z přímých investic v rámci důchodů z investic

Ponoříme-li se ještě hlouběji do struktury platební bilance, můžeme důchody z investic dále rozčlenit na:

- důchody z přímých investic (viz dále)
- důchody z portfoliových investic (dividendy, reinvestované zisky a úroky)
- důchody z ostatních investic (zejména úroky)
- důchody z rezervních aktiv (především dividendy a úroky)

Nejvýznamnější dílčí bilanci v rámci důchodů z investic obecně představují důchody z přímých investic. Celkem v 19 zemích EU jsou položkou, která nejvýrazněji určuje výši a výsledný směr celkové bilance důchodů z investic. Saldo důchodů z přímých investic je však v případě původních členských zemí EU většinou významně korigováno vývojem důchodů z portfoliových investic. Přispívá k tomu zejména zahraniční zadluženost (v případě Španělska, Itálie a Francie) a vysoká rozvinutost finančního sektoru, takže země může působit jako daňový ráj, kam se často přesouvají sídla finančních institucí (což je případ Lucemburska nebo Nizozemska). V nových členských státech EU je naproti tomu vývoj důchodů z přímých a portfoliových investic obecně výrazně méně protichůdný (Graf 2).



Graf 2 Důchody z přímých investic v zemích EU v rámci důchodů z investic

Zdroj: Eurostat, vlastní propočty

Pozn.: bilance po skupinách zemí, v % HDP, roční průměr za období 2011–2015

Dividendy v rámci důchodů z přímých investic

Důchody z přímých investic představují výnosy z vlastního jmění a dluhových nástrojů, a můžeme je tedy dále členit na:

- dividendy (včetně čerpání z důchodu kvazikorporací)
- reinvestované zisky
- úroky

Dividenda obecně představuje peněžité plnění akciových společností vyplácené akcionářům na základě rozhodnutí valné hromady. Z Grafu 2 je patrné, že bilance dividend v rámci sledovaných skupin členských zemí je většinou nejvýznamnější bilanční položkou výnosů z přímých investic. Jednoznačně nejvyššího průměrného ročního přebytku dividend přitom dosáhlo v důsledku uplatňované daňové politiky ve sledovaném období Nizozemsko (52 mld. EUR) a teprve za ním se umístily se svými přebytky Francie, Spojené království a Německo. Nejhlubší schodek naopak zaznamenalo Irsko.

Zatímco v první skupině zemí bilance dividend z přímých investic končila větším či jen menším přebytkem, v nových členských zemích naopak větším či menším schodkem. Výjimku v tomto ohledu tvořil pouze daňový ráj Kypr, kde byl u dividend zaznamenán malý přbytek, ovšem reinvestované zisky skončily za sledované období v průměrném ročním schodku. Výsledek rozboru tak jasně ukazuje na převahu inkasovaných výnosů z přímých investic, především ve formě dividend, nad platbami v případě společností se sídlem v největších původních zemích a naopak na převahu plateb, opět především ve formě dividend, nad příjmy z přímých investic v nových členských státech. Vývoj salda dividend z přímých investic v ostatních původních členských státech (skupina II) byl vcelku smíšený. Podíl dividend na HDP napříč zeměmi EU byl přitom ve velké míře ovlivněn tím, zda se jednalo o tzv. daňové ráje, či nikoli. Tato skutečnost je však markantní hlavně v případě Malty⁵.

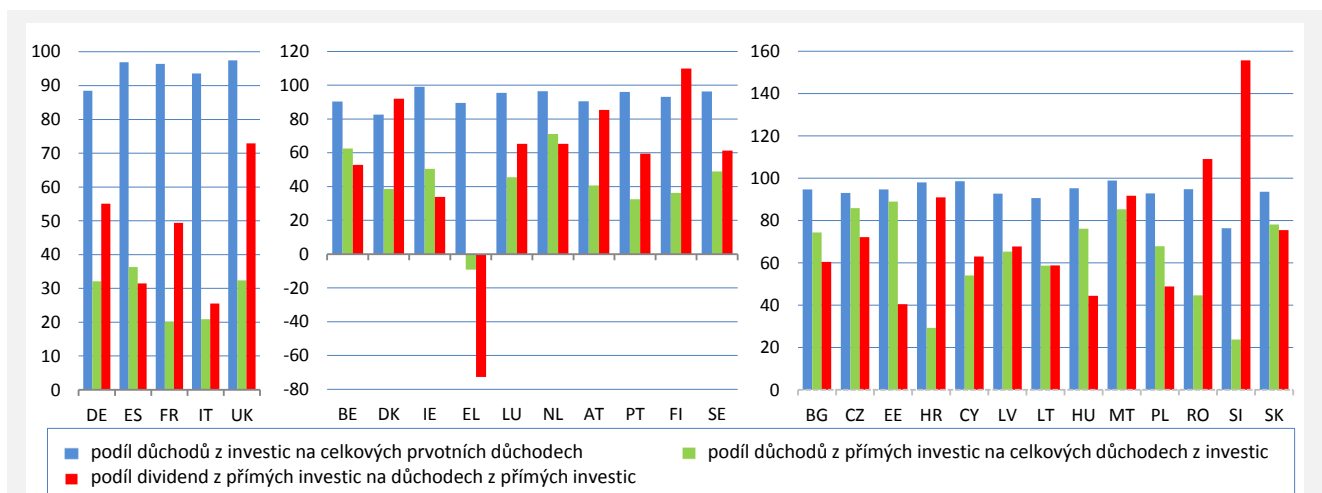
⁵ Malta je symbolem univerzálního daňového ráje. Hlavní výhodou maltského daňového systému jsou osvobození pro holdingové společnosti. Jako další významné daňové ráje pak ze sledovaných zemí vystupují zejména Lucembursko, Nizozemsko, Kypr a Irsko.

Výdajová stránka prvotních důchodů

Platby výnosů z investic jsou více či méně spojeny s přesunem části přidané hodnoty vytvořené v rezidenčních zemích a tím i s přesunem potenciálních zdrojů budoucích investic k zajištění hospodářského růstu. Významně se tak může rozevírat – v obou směrech – mezera mezi tradičními ukazateli HDP a HNP. Uvedený dopad je patrný právě v případě položky dividend (nejen z přímých investic), a to v negativním směru zejména v případě nových členských států EU. Podívejme se tedy ještě poněkud podrobněji na vlastní výdajovou stránku důchodů z investic a především pak na platby dividend z přímých investic zahraničním vlastníkům.

Struktura složek výdajů prvotních důchodů

Na celkových výdajích prvotních důchodů se v souladu s dominantním postavením důchodů z investic nejvýrazněji podílely investiční výdaje, které v jednotlivých sledovaných skupinách zemí přesahovaly v průměru 90 %. V rámci investičních výdajů byl však již podíl výdajů z přímých investic (včetně zahrnutých daňových rájů) značně diferencovaný. Zatímco v původních velkých členských zemích se výdaje z přímých investic podílely na celkových výdajích z investic v průměru méně než z 30 % a v případě ostatních původních členských států to bylo něco přes 40 %, u nových členských zemí dosáhl jejich podíl téměř dvou třetin (Graf 3). V případě velkých původních členských zemí tvořily dominantní složku výdaje z portfoliových investic. V ostatních původních členských zemích podíl plateb z portfoliových investic v průměru jen nepatrně převýšil podíl výdajů z PZI. Výjimkou v tomto směru bylo zejména daňově populární Nizozemsko s 71% podílem výdajů z PZI na celkových investičních výdajích. Úhrady z PZI v nových členských zemích obecně představují rozhodující část důchodů z investičních výnosů hrazených nerezidentům. Nižší než poloviční podíl plateb důchodů z PZI byl zaznamenán pouze u Chorvatska, Rumunska a Slovinska. Vyšší podíl výnosů z PZI na celkových investičních důchodech v nových členských zemích odráží mimo jiné vyšší výnosnost PZI v těchto zemích, která souvisí s pokračujícím procesem ekonomické konvergence, včetně uplatňované podpory investičních pobídek.



Graf 3 Strukturální charakteristiky výdajové složky prvotních důchodů

Zdroj: Eurostat, vlastní propočty

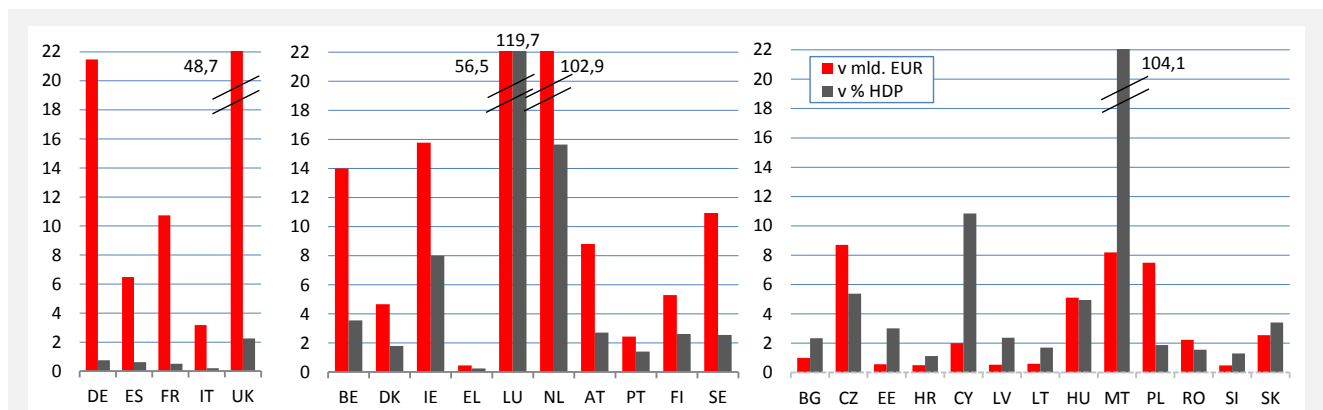
Pozn.: po skupinách zemí v %, roční průměr za období 2011–2015. U sedmi členských zemí byla ve sledovaném období zaznamenána záporná průměrná roční hodnota reinvestovaných zisků (ztráta). V případě Řecka ovlivnily záporné reinvestované zisky i výslednou hodnotu důchodů z přímých investic. Podíl důchodů z PZI na důchodech z investic i podíl (kladných) dividend na důchodech z PZI vycházejí proto jako záporné. Zápornou hodnotou reinvestovaných zisků byl významně ovlivněn i podíl dividend na důchodech z PZI v případě Finska, Rumunska, ale zejména Slovinska, který u těchto zemí převyšuje 100 %. Zápornými reinvestovanými zisky byly ovlivněny dále propočty v případě Chorvatska, Dánska a Lucemburska.

Samotná struktura důchodů z PZI je především výsledkem investičních strategií a odrazem rozdílné fáze životního cyklu investic v jednotlivých zemích. Výsledky studií ukazují, že roční výnosnost nové PZI nejprve roste, poté přibližně v sedmém roce dosahuje svého maxima a následně pozvolna klesá až do šestnáctého roku původní investice, kdy je celý investiční cyklus završen. V zásadě existuje shoda, že v prvních fázích životního cyklu dominují reinvestované zisky a teprve postupně nabývají na významu dividendy⁶. Rozdíly v poměru vyplacených dividend a reinvestovaných zisků z PZI můžeme pozorovat jak mezi jednotlivými skupinami zemí, tak i uvnitř těchto skupin. U některých států jsou navíc celkové platby z PZI významně ovlivněny vyplácenými úroky z dluhových nástrojů (např. Itálie, Lucembursko a Německo). V souhrnu lze konstatovat, že nejnižšího průměrného podílu vyplacených dividend na výdajích z PZI bylo dosaženo ve velkých původních členských zemích, kde představoval jen necelou polovinu. V ostatních původních členských státech již v průměru činil 55 % a nejvyšší podíl vyplacených dividend byl zaznamenán v případě nových členských států, kde vyplacené dividendy činily na celkových platbách z PZI tři čtvrtiny (též Graf 3).

⁶ Srovnání nabízí např. Brada a Tomšík (2003), Novotný a Podpiera (2008) a Novotný (2015). Hlavní zjištění poslední jmenované studie byla prezentována rovněž v článku Zaostřeno na... Globálního ekonomického výhledu v lednu 2016.

Výplaty dividend z PZI

Jak je patrné z Grafu 4, v případě velkých původních členských zemí dosahuje z důvodu jejich nižšího podílu PZI na HDP i jejich podíl vyplacených dividend na HDP jen velmi nízkých hodnot, většinou méně než 1 %. Pouze v případě Spojeného království přesáhla jeho hodnota 2 % (ovšem při průměrném ročním objemu vyplacených dividend ve výši téměř 50 mld. EUR). Velmi vysokého podílu naopak dosahují daňové ráje a země se stabilním právním rámcem jako Malta a Lucembursko (s podílem vyplacených dividend na HDP přes 100 %) a dále Nizozemsko, Kypr nebo Irsko, jejichž podíl je však již řádově nižší. Po vyloučení pěti výše uvedených zemí ze souborů ostatních původních a nových členských států je patrné, že roční podíl uhrazených dividend na HDP je v nových členských zemích v průměru jen mírně vyšší než v ostatních původních zemích EU (konkrétně 2,6 %, resp. 2,1 %). V případě původních zemí je však průměrná hodnota dividend vyplacených členským státem 2,5krát vyšší než v případě nových členských zemí. Tato skutečnost je vedle kurzového vlivu spojena zejména se značně rozdílným rozsahem realizovaných přímých zahraničních investic v nových členských zemích. To dokládá i nižší rozptyl poměru vyplacených dividend na HDP (přes jeho velmi nízkou hodnotu u Řecka) v případě původních členských států než u nových členských zemí, kde se pohyboval v intervalu od 1,1 % (u Chorvatska) do 5,4 % (u České republiky⁷).



Graf 4 Dividendy z PZI vyplacené nerezidentům

Zdroj: Eurostat, vlastní propočty

Pozn.: po skupinách zemí, v mld. EUR a v % HDP, roční průměr za období 2011–2015

Struktura odlivu dividend z PZI ze zemí skupiny V4⁸

Závěrem ještě stručně přiblížíme strukturu odlivu dividend z PZI v nových členských zemích EU. Vzhledem k tomu, že nejvyšších absolutních hodnot vyplacených dividend (odhlédneme-li od Malty) dosáhly státy skupiny V4, zaměříme se na tuto reprezentativní skupinu. Nejprve poukážeme na odvětvovou strukturu vyplacených dividend a následně pak na strukturu teritoriální, pro ilustraci pouze za rok 2015 (v případě Slovenska za rok 2014).

Česká republika	(2015)	Maďarsko	(2015)	Polsko	(2015)	Slovensko	(2014)
zprac. průmysl	53,5	zprac. průmysl	29,4	zprac. průmysl	37,5	zprac. průmysl	27,1
služby	38,8	služby	66,6	služby	55,8	služby	69,8
ostatní	7,7	ostatní	4,0	ostatní	6,7	ostatní	3,1

Tabulka 1 Odvětvová struktura vyplacených dividend z PZI v zemích V4

Zdroj: ČNB, MNB, NBP, NBS, vlastní propočty

Pozn.: odvětvová struktura dle NACE, v %, za rok 2015 (resp. 2014)

Z rozboru odvětvové struktury je především patrné, že zatímco v případě Polska, Maďarska, ale zejména Slovenska, byl převažující podíl dividend (v průměru téměř dvě třetiny) vyplacen sektorem služeb, v případě České republiky byl naopak nadpoloviční podíl realizován ze zpracovatelského průmyslu (Tabulka 1). V rámci zpracovatelského průmyslu byla výplata dividend v Česku, Maďarsku i Polsku podstatně více diverzifikována napříč výrobními obory nežli na Slovensku, kde přes polovinu vyplacených dividend tvořily platby z výroby dopravních prostředků, konkrétně z výroby motorových vozidel. Nicméně i v ostatních třech zemích je znatelná část dividend generována ve výrobě dopravních prostředků.

⁷ Vysoký podíl vyplacených dividend na HDP v České republice vyplývá mimo jiné z rozsáhlých přímých zahraničních investic do nadprůměrně ziskových odvětví, často s regulovaným vstupem a navíc při neexistenci daňových opatření, která by vysoké výnosy z PZI omezovala.

⁸ V případě Maďarska a Polska explicitně bez zprostředkovatelských firem typu SPEs (Special Purpose Entities).

Významné jsou i souhrnné platby z oborů petrochemického a chemického průmyslu. Určité specifikum pak představují poměrně vysoké výplaty dividend z potravinářských oborů v Polsku. V rámci služeb je vysoký odliv patrný zejména v případě finančního sektoru, u obchodu, profesních, vědeckých a technických činností a v případě Maďarska a Slovenska i u administrativních a podpůrných služeb.

Z teritoriálního pohledu (Tabulka 2) směřuje rozhodující část dividend zemí V4 (v průměru téměř devět desetin) do ostatních států EU. Velká část dividend míří přímo k mateřským investorům do velkých původních států EU, zejména do Německa a Francie. Snaha o daňovou optimalizaci je však patrná i v případě odlivu dividend z nových členských zemí. Nejvyšší - zhruba čtvrtinový - podíl z celkových vyplacených dividend tak směřuje do Nizozemska a mezi nejvýznamnějšími příjemci figuruje i Lucembursko. Konečně třetí nejvýznamnější skupinou adresátů dividend jsou sousední příhraniční země, především Rakousko, což souvisí s minulými investicemi, realizovanými mimo jiné s cílem minimalizace logistických nákladů. Jediným významným příjemcem dividend z neunijních a zároveň neevropských států je v případě Slovenska Jižní Korea.

Česká republika	(2015)	Maďarsko	(2015)	Polsko	(2015)	Slovensko	(2014)
EU	87,2	EU	84,1	EU	92,5	EU	86,2
Nizozemsko	25,7	Nizozemsko	21,8	Nizozemsko	25,6	Nizozemsko	24,8
Rakousko	13,8	Rakousko	20,9	Německo	19,1	Rakousko	18,5
Německo	12,5	Německo	14,1	Francie	9,0	Německo	15,5
Švýcarsko	10,9	Francie	8,5	Itálie	6,6	Jižní Korea	11,8
Lucembursko	9,0	Spojené království	5,5	Lucembursko	6,2	Polsko	6,5
Francie	8,3	Lucembursko	4,2	Spojené království	5,1	Česko	5,9
ostatní	19,8	ostatní	25,0	ostatní	28,4	ostatní	17,0

Tabulka 2 Teritoriální struktura vyplacených dividend z PZI v zemích V4

Zdroj: ČNB, MNB, NBP, NBS, vlastní propočty

Pozn.: v %, za rok 2015 (resp. 2014)

Závěr

Dividendy z přímých investic představují v rámci prvotních důchodů zemí EU důležitou dílčí položku, jejíž relevance bývá patrná zejména v případě výdajů. Významnou složkou výdajů jsou v nových členských zemích, především pak v České republice, kde v nedávném období dosahoval podíl odlivu dividend z PZI na celkových výdajích prvotních důchodů téměř 60 %. Vysoký podíl dividend na celkových výdajích byl patrný i v případě dalších nových členských států EU (zejména Slovenska, Rumunska a Bulharska), jejich absolutní hodnota je však doposud nízká. Výrazně nadpolovičního podílu dividend na celkových výdajích dosáhla vedle České republiky také Malta. U nových členských států je přitom patrná větší rozdílnost v podílech vyplacených dividend z PZI na HDP než v původních členských zemích. Svou roli zde především sehrává patrná nesynchronnost investičních cyklů. Z obecného pohledu se však ekonomická interpretace vysokých výplat dividend do zahraničí přece jen jeví značně nejednoznačně. Na jedné straně odráží pozitivní efekty, hlavně v podobě hospodářského růstu včetně stimulační zaměstnanosti, na druhé straně je však spojena s odlivem finančních prostředků nerezidentům, tj. část vytvořené přidané hodnoty představující potenciální zdroje dalšího rozvoje a růstu životní úrovně z dané ekonomiky mizí do zahraničí.

Zdroje

Brada a Tomšík (2003). Reinvested Earnings Bias, The "Five Percent" Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies. William Davidson Working Paper Number 543, únor 2003.

ECB (2016). European Union Balance of Payments and International Investment Position statistical sources and methods. Listopad 2016

Novotný (2015). Profitability Life-cycle of Foreign Direct Investment and its Application on the Czech Republic. CNB WP 11/2015.

Novotný a Podpiera (2008). The profitability life-cycle of direct investment: an international panel study. Economic Change and Restructuring, 41(2):143–153.

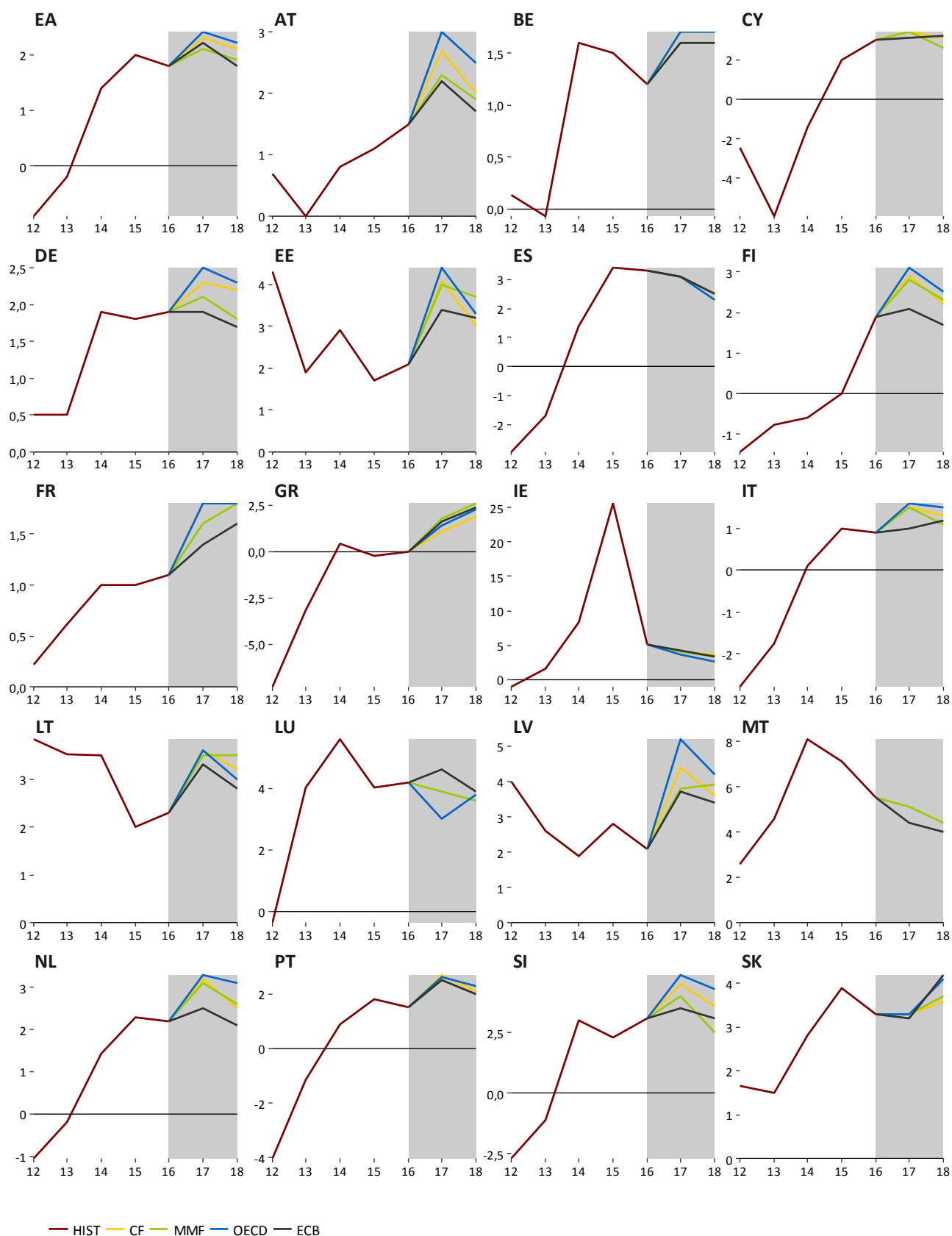
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0.1	2017/12	+0.2	2017/10	+0.3	2017/11	+0.3	2017/9
		2017/11				2017/7		
DE	+0.3	2017/12	+0.3	2017/10	+0.3	2017/11	+0.1	2017/6
				2017/11				2017/7
US	+0.1	2017/12	+0.1	2017/10	+0.1	2017/11	+0.2	2017/9
				2017/11				2017/7
UK	+0.1	2017/12	0	2017/10	-0.1	2017/11	-0.1	2017/11
				2017/11				2017/7
JP	-0.1	2017/12	+0.2	2017/10	-0.1	2017/11	+0.1	2017/11
				2017/11				2017/7
CN	0	2017/12	+0.1	2017/10	0	2017/11	0	2017/11
				2017/11				2017/7
IN	-0.1	2017/12	-0.5	2017/10	0	2017/11	0	2017/11
				2017/11				2017/7
RU	0	2017/11	+0.4	2017/10	-0.1	2017/11	-0.1	2017/11
				2017/10				2017/7
BR	-0.1	2017/11	+0.4	2017/10	+0.1	2017/11	0	2017/11
				2017/10				2017/7

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

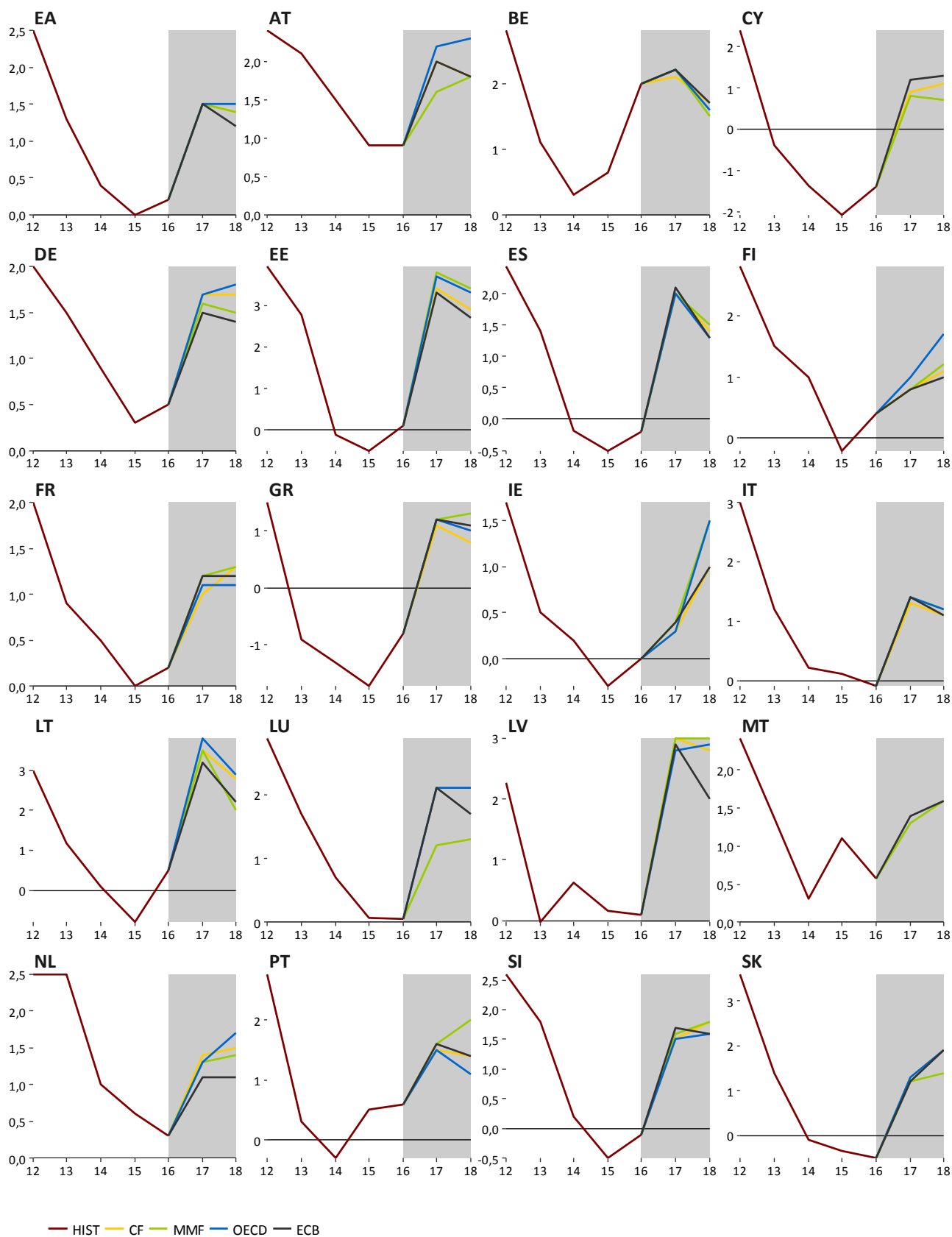
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/12	-0.2	2017/10	-0.2	2017/11	0	2017/9
				2017/11				2017/4
DE	0	2017/12	-0.4	2017/10	-0.2	2017/11	+0.1	2017/6
				2017/11				2017/4
US	0	2017/12	-0.6	2017/10	-0.5	2017/11	0	2017/9
				2017/11				2017/4
UK	0	2017/12	+0.1	2017/10	-0.1	2017/11	+0.2	2017/11
				2017/11				2017/4
JP	0	2017/12	-0.6	2017/10	-0.2	2017/11	-0.3	2017/11
				2017/11				2017/4
CN	0	2017/12	-0.6	2017/10	0	2017/11	0	2017/11
				2017/11				2017/4
IN	0	2017/12	-1.0	2017/10	-1.6	2017/11	0	2017/11
				2017/11				2017/4
RU	-0.3	2017/11	-0.3	2017/10	-0.5	2017/11	-0.1	2017/11
				2017/10				2017/4
BR	0	2017/11	-0.7	2017/10	-0.6	2017/11	+0.1	2017/11
				2017/10				2017/4

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

