

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018



<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 Německo</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Spojené státy</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Spojené království</b>	<b>6</b>
<b>II.5 Japonsko</b>	<b>6</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>7</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>7</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>7</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>8</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>8</b>
<b>IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Vyspělé země</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Země skupiny BRIC</b>	<b>10</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>11</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>12</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>13</b>
<b>Britská záhada produktivity: Proč téměř neroste?</b>	<b>13</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>21</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018</b>	<b>21</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018</b>	<b>21</b>
<b>A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny</b>	<b>22</b>
<b>A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny</b>	<b>23</b>
<b>A5. Seznam zkratk použitých v GEVU</b>	<b>24</b>

**Datum uzávěrky dat**

16. listopadu 2018

**Sběr dat CF**

12. listopadu 2018

**Datum publikace GEVU**

23. listopadu 2018

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

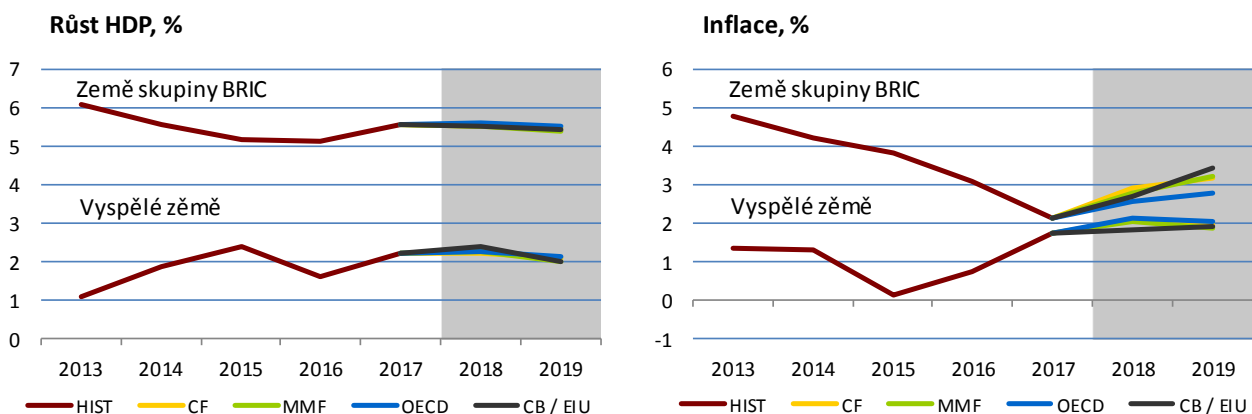
Předposlední letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Analytická část tohoto čísla se pokouší odpovědět na otázku, proč se produktivita práce ve Spojeném království za poslední dekádu téměř nezvýšila. Tato stále ještě pátá nejsilnější ekonomika světa (měřeno velikostí nominálního HDP) tak začíná viditelněji zaostávat za svými nejbližšími rivaly. Článek shrnuje debatu o možných příčinách tohoto nepříjemného trendu (nedostatečná míra investic, fenomén brexitu) a zmiňuje i některá možná řešení.

Z listopadových výhledů hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých ekonomik je patrný předpoklad pokračujícího zpomalování ekonomického výkonu eurozóny i její nejsilnější části – Německa. Výhledy pro ekonomiku Spojených států stále indikují po letošním výrazném zrychlení pro příští rok mírnou korekci hospodářského růstu, byť oproti říjnovému vydání v menším rozsahu. V horizontu konce roku 2019 by tak dynamika HDP v USA měla být o 1 procentní bod vyšší než v eurozóně. Ještě o něco výraznější rozdíl v rychlosti hospodářského rozvoje zaznamená vůči Spojenému království, což je přičítáno zejména nejistotě související se způsobem opuštění EU. Růst japonského hospodářství zřejmě jen lehce překoná 1 % a téměř shodný je v zemi vycházejícího slunce očekáván i růst spotřebitelských cen. Výhledy inflace by se měly pohybovat nad pomyslnou 2% hladinou v případě USA a Spojeného království, mírně pod touto hranicí zůstanou v eurozóně i Německu.

Listopadové výhledy ekonomické výkonnosti zemí skupiny BRIC lze hodnotit stále jako solidní a vyjma Brazílie nedoznaly změn. U indické ekonomiky tak lze očekávat 7,5% hospodářský růst, u Číny pak o cca 1 procentní bod nižší. To, zda dojde ke korekci těchto optimisticky se vyvíjejících výhledů, bude zejména u Číny záviset na míře eskalace, resp. stabilizace obchodních sporů se Spojenými státy. Očekávané hodnoty inflace pro Čínu jsou stále relativně nízké a jen slabě převyšují 2% úroveň. Výhledy cenového růstu v Indii se lehce snížily a pohybují se již pod 5% tempem, což lze z makroekonomického pohledu považovat za hodnotu v souladu s tamním robustním hospodářským růstem. Predikce hospodářského růstu pro Brazílii a Rusko se od minulého měsíce nezlepšily. Ruská ekonomika tak stále „přešlapuje na místě“ a její růst do konce roku 2019 nedosáhne ani 2 % při postupně se zvyšující inflaci mířící k 4,5 %. Výhledy ekonomické aktivity pro brazilskou ekonomiku byly přehodnoceny směrem dolů na 2,5 %, a to při očekávané inflaci mírně převyšující 4 %.

Úrokové sazby v eurozóně setrvávají i po avizovaném ukončení kvantitativního uvolňování záporné po většinu roku 2019. V případě Spojených států lze naopak očekávat pokračující pozvolné zvyšování úrokových sazeb, zřejmě již na prosincovém zasedání Fedu. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně oslabit vůči euru, libře, jenu a rublu, být zhruba stabilní vůči rupii a renminbi a mírně posílit vůči realu. Cena ropy Brent se v ročním horizontu bude dle CF pohybovat poblíž 74 USD/barel. Index cen kovů po přechodné říjnové korekci pokračoval v listopadu v poklesu, naopak index cen potravinářských komodit již dva měsíce roste a viditelně rostoucí je i jeho výhled.

## Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

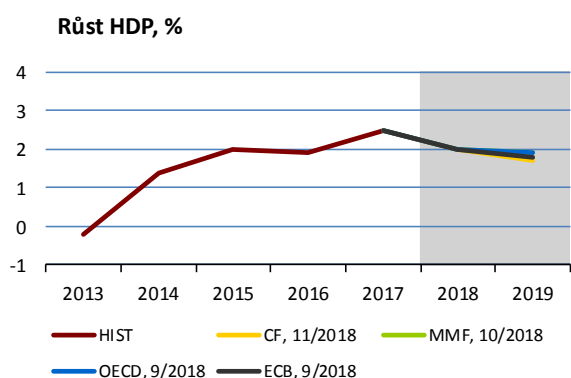


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

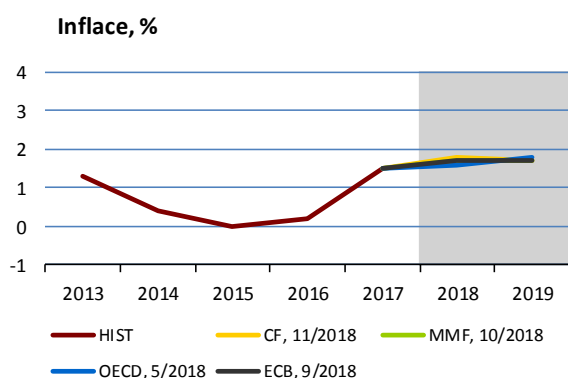
### II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny ve třetím čtvrtletí zpomalila. V mezičtvrtletním vyjádření růst HDP podle rychlého odhadu Eurostatu zvolnil z 0,4 % na 0,2 % a v meziročním vyjádření z 2,2 % na 1,7 %. Za zpomalením stojí z části dočasná faktory (viz další kapitola Německo), ale i posun v rámci hospodářského cyklu, kdy je růst pravděpodobně již za svým vrcholem. Vyšší ceny energií navíc snižují růst disponibilního důchodu domácností, který je ale podporován pokračujícím příznivým vývojem na trhu práce (nezaměstnanost klesla na 8,1 %). Průmyslová produkce se v září snížila a maloobchodní tržby stagnovaly. Většina sledovaných předstihových ukazatelů opět poklesla. Za celý letošní rok sledované výhledy očekávají růst ekonomiky o 2 %, přičemž dosažení této hodnoty je ve světle posledních dat nejisté. V příštím roce by pak ekonomika měla ještě asi o 0,2 p. b. zpomalit. Bilance rizik se opět posunula směrem dolů. Vývoj situace ohledně rozpočtu v Itálii by mohl vést k výraznějšímu zpřísnění finančních podmínek a utlumení růstu nejen v Itálii, ale i v dalších zemích. Nejistá je také podoba nastavení obchodní politiky USA a její makroekonomické dopady. Tato nejistota již působí na pokles vývozních objednávek a zhoršení sentimentu v eurozóně. Na druhou stranu by růst ekonomiky mohl být podpořen nedávným poklesem cen ropy.

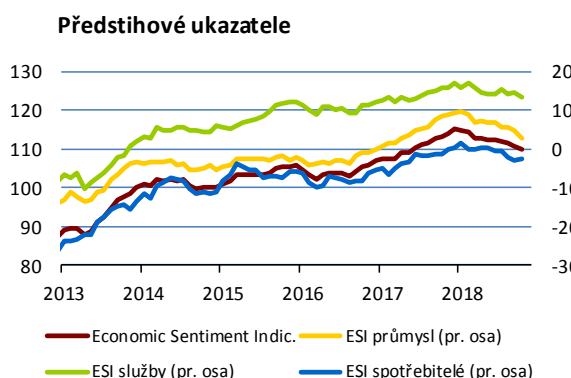
Celková inflace v říjnu vzrostla až na 2,2 % v důsledku vyššího příspěvku cen energií a služeb. Jádrová inflace se zvýšila pouze na 1,1 %. Ve výhledu se očekávají hodnoty inflace mírně pod 2 %. ECB na svém říjnovém zasedání potvrdila navzdory zpomalení ekonomiky nastavení své měnové politiky, přičemž hodnotí, že robustní růst domácí ekonomiky není ohrožen vývojem v zahraničí. Její měnová politika navíc zůstane i po očekávaném ukončení čistých nákupů aktiv na konci roku nadále výrazně uvolněná (sazby zůstanou na stávající úrovni minimálně do léta 2019 a výnosy ze splatných cenných papírů budou po delší časové období reinvestovány).



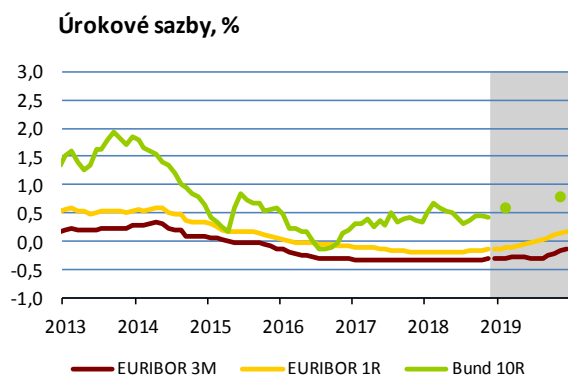
	CF	MMF	OECD	ECB
2018	2,0	2,0	2,0	2,0
2019	1,7	1,9	1,9	1,8



	CF	MMF	OECD	ECB
2018	1,8	1,7	1,6	1,7
2019	1,7	1,7	1,8	1,7



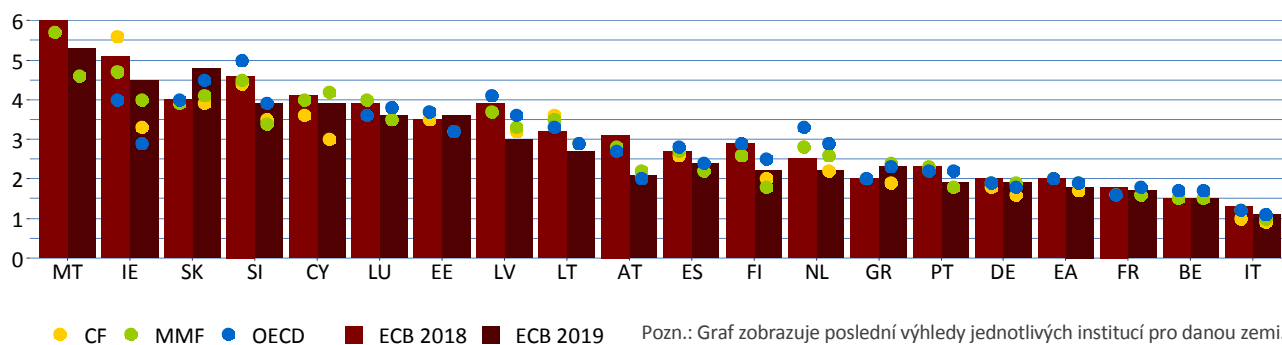
	ESI	průmysl	služby	spotřeb.
8/18	111,6	5,6	14,4	-1,9
9/18	110,9	4,7	14,7	-2,9
10/18	109,8	3,0	13,6	-2,7



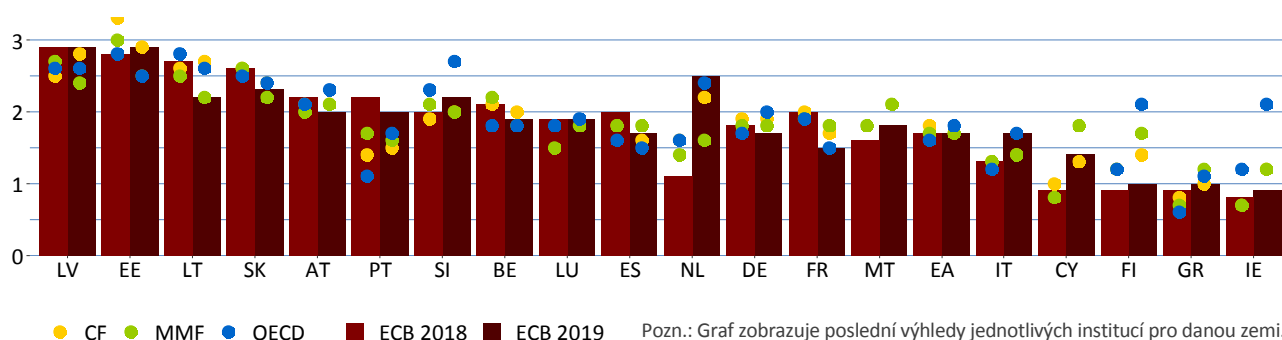
	10/18	11/18	02/19	11/19
3M EURIBOR	-0,32	-0,32	-0,30	-0,17
1Y EURIBOR	-0,15	-0,15	-0,11	0,15
10Y Bund	0,46	0,41	0,60	0,80

## II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

### Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

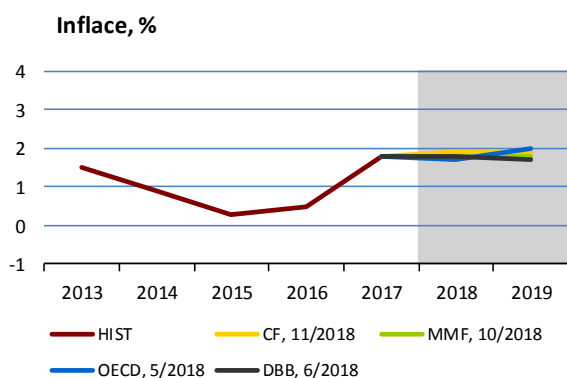
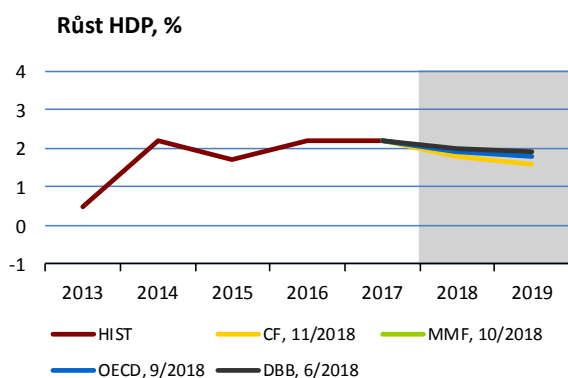


### Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %



## II.2 Německo

Výhled CF pro růst německé ekonomiky se posunul mírně směrem dolů, zatímco výhled inflace zůstal zachován. Ve třetím čtvrtletí došlo k mezičtvrtletnímu poklesu HDP, který byl způsoben zejména dočasnými problémy automobilového průmyslu. V září kvůli účinnosti nových emisních limitů výrazně poklesly prodeje automobilů. Celková průmyslová produkce tak v září meziměsíčně pouze nepatrně vzrostla. Předstihové ukazatele IFO i ZEW dále poklesly, i když v říjnu došlo k mírnému zlepšení ZEW indikátoru sentimentu. I předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu v říjnu pokračoval v lehkém poklesu, stále se však ještě nachází v pásmu expanze. Indikátory sentimentu reflektují nejistotu související s vnější poptávkou. Inflace byla v říjnu tažena zejména cenami energií, kvůli nimž zrychlila na 2,5 %, zatímco jádrová inflace byla výrazně nižší.



	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,8	1,9	1,9	2,0
2019	1,6	1,9	1,8	1,9

	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,9	1,8	1,7	1,8
2019	1,9	1,8	2,0	1,7

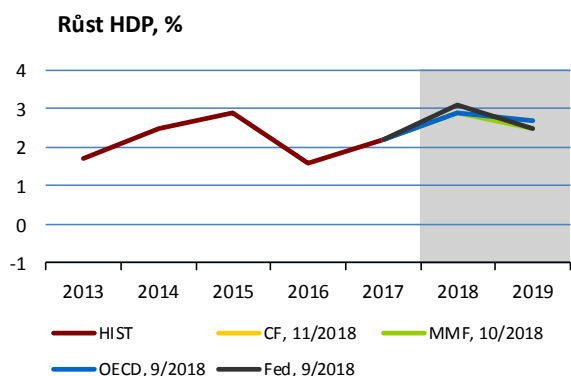
### II.3 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí americká ekonomika mírně zpomalila, byť méně, než bylo očekáváno finančními trhy. Podle prvního odhadu dostáhl růst HDP 3,5 % (mezikvartálně, anualizovaně). Výdaje spotřebitelů zaznamenaly nejvyšší přírůstek za poslední čtyři roky (4 % mezikvartálně, anualizovaně) a k růstu pozitivně přispělo i zvýšení zásob či vládních výdajů. Naopak deficit v zahraničním obchodě dále vzrostl, zejména v souvislosti s poklesem vývozu sójových bobů, ropy a některých kapitálových statků. Stejným směrem působilo zvýšení dovozů, zejména v důsledku předzásobení amerických firem před zavedením cel.

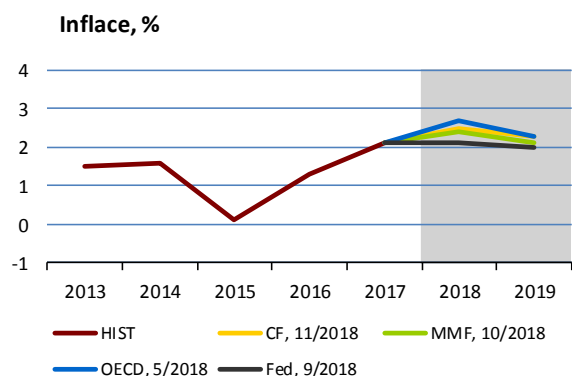
Další zpomalení, pod 3 %, pak očekává atlantský Fed v posledním čtvrtletí 2018. Meziroční dynamika maloobchodních tržeb se v září propadla a i v říjnu zůstala nižší než v létě (4,6 %), ale důvěra spotřebitelů zůstává vysoká. V říjnu míra nezaměstnanosti stagnovala na úrovni 3,7 %, přičemž počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru výrazně předčil očekávání, když dosáhl 250 tisíc. Růst průměrné hodinové mzdy zrychlil na 3,1 % meziročně. Dobrá situace na trhu práce i nadále přispívá pozitivně k poptávce po bydlení, ale na trhu s bydlením se začíná projevovat vliv vyšších hypotečních sazeb. Meziroční růst průmyslové produkce v říjnu dosáhl 4,1 %.

Celková inflace v říjnu mírně zrychlila na 2,5 %, zatímco jádrová inflace se i nadále pohybuje poblíž cíle centrální banky. V dalších měsících by se inflační tlaky měly snížit s tím, jak vyprchá vliv cen energií. Listopadové zasedání americké centrální banky změnu sazeb nepřineslo, ale v prosinci by mělo dle očekávání dojít k dalšímu zpřísnění měnové politiky.

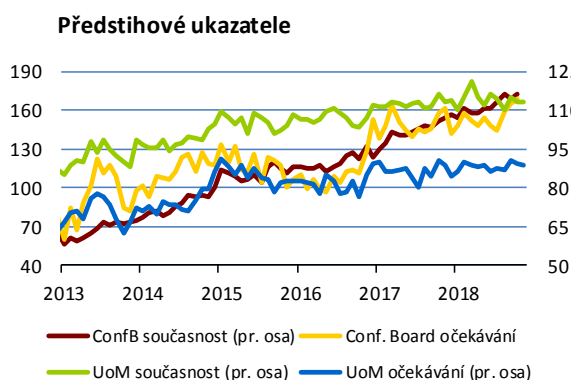
Podle aktuálních výhledů by růst HDP v USA měl v roce 2019 zvolnit na 2,5 až 2,7 %, při inflaci mírně nad 2 %. Rizika jsou nyní spíše směrem dolů, zejména co se týče hospodářského růstu. Výsledky listopadových voleb snížily pravděpodobnost, že dojde k dalšímu kolu snižování daní a fiskálních impulzů. Rizikem pak zůstává zvýšená volatilita na akciových trzích či pokračování obchodních sporů s Čínou.



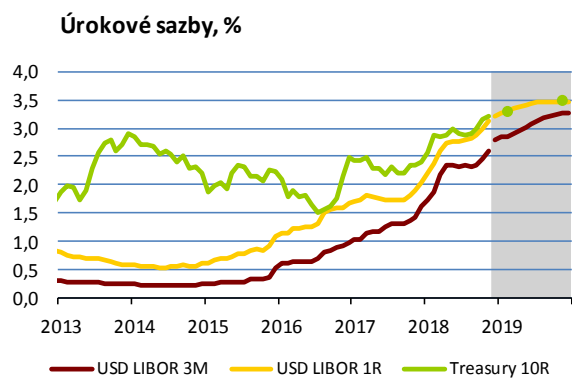
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,9	2,9	2,9	3,1
2019	2,7	2,5	2,7	2,5



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,5	2,4	2,7	2,1
2019	2,3	2,1	2,3	2,0



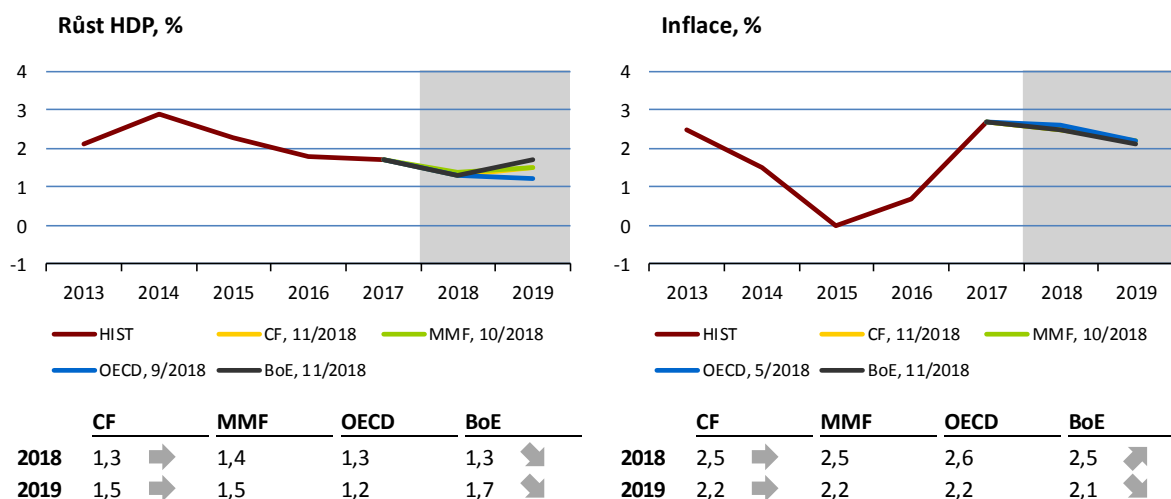
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
9/18	169,4	112,5	115,2	90,5
10/18	172,8	114,6	113,1	89,3
11/18			113,2	88,7



	10/18	11/18	02/19	11/19
USD LIBOR 3M	2,46	2,60	2,84	3,27
USD LIBOR 1R	2,99	2,99	3,30	3,48
Treasury 10R	3,15	3,20	3,30	3,50

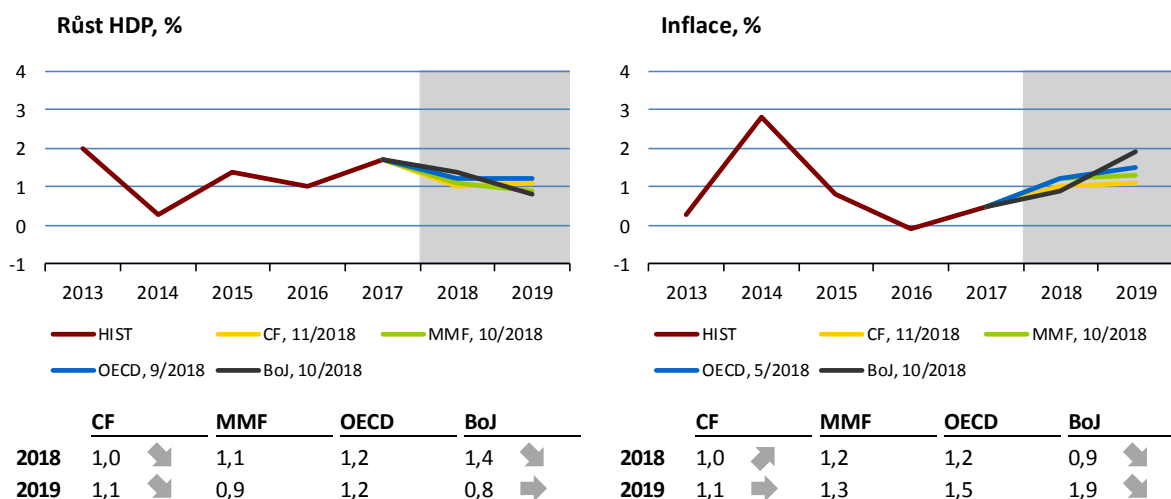
## II.4 Spojené království

Britská ekonomika vzrostla ve třetím čtvrtletí o 0,6 %. Zřetelně tak překonala dynamiku mnoha svých evropských protějšků. K růstu přispěly především robustní spotřeba domácností a zahraniční poptávka. Zaostaly naopak podnikové investice, které zaznamenaly pokles již třetí čtvrtletí v řadě. Z měsíčních dat plyne, že ekonomice se dařilo především v červenci, výsledky za srpen a září byly znatelně slabší. Průmyslová produkce v obou těchto měsících stagnovala a maloobchodní tržby přešly v září do poklesu, v němž pokračovaly i v říjnu. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v říjnu snížil na nejnižší hodnotu za poslední dva roky. V závěru roku se tak očekává zpomalení hospodářského růstu na 0,4 % (NIESR). Inflace v září klesla na 2,4 %, na níž zůstala i v říjnu. Jádrová inflace se nadále pohybuje kolem 2 %. BoE ponechala úrokové sazby beze změny. Ve své nové predikci snížila výhled hospodářského růstu pro letošní i příští rok a poupravila i předpověď inflace.



## II.5 Japonsko

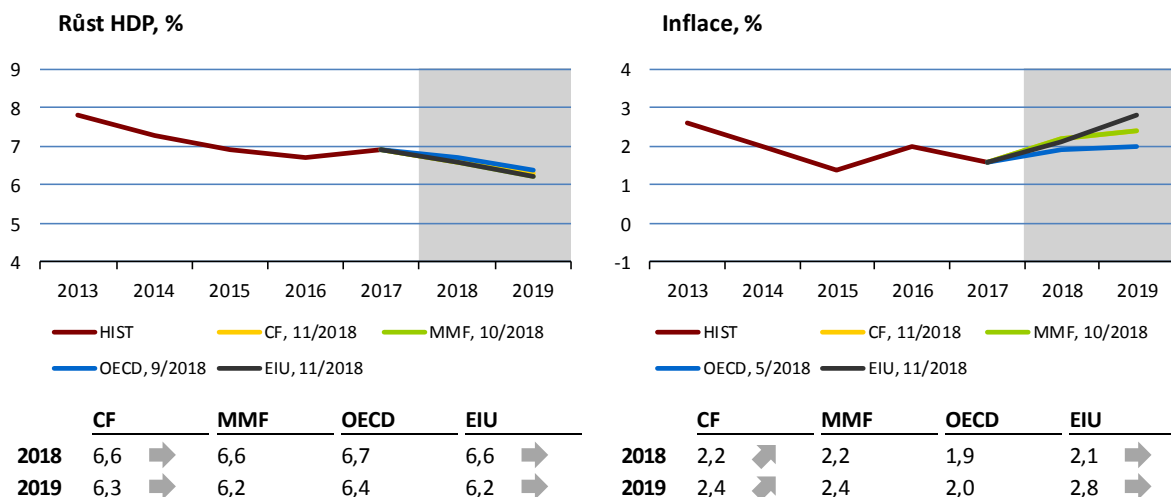
Podle předběžných odhadů zaznamenala japonská ekonomika ve třetím čtvrtletí pokles HDP o 0,3 %. Příčinou byly letní přírodní katastrofy (zemětřesení, tajfun a nejhorší záplavy za posledních deset let), jež poničily firmy a vedly ke snížení spotřeby. PMI ve zpracovatelském průmyslu přesto dosáhl v říjnu čtyřměsíčního vrcholu (52,9). Kurz jenu vůči dolaru se v říjnu pohyboval kolem hodnoty 113, v horizontu jednoho roku se dle CF očekává jeho mírné posílení. Inflace v září lehce zpomalila (na 1,2 %). Guvernér centrální banky Japonska Haruhiko Kuroda naznačil, že měnová politika by se mohla zpřísnit později, než se očekávalo. Nová prognóza BoJ snížila výhled růstu pro letošní rok a inflace pro oba roky. Listopadový CF rovněž snížil růstové vyhlídky, inflaci pro letošek nicméně revidoval směrem nahoru.





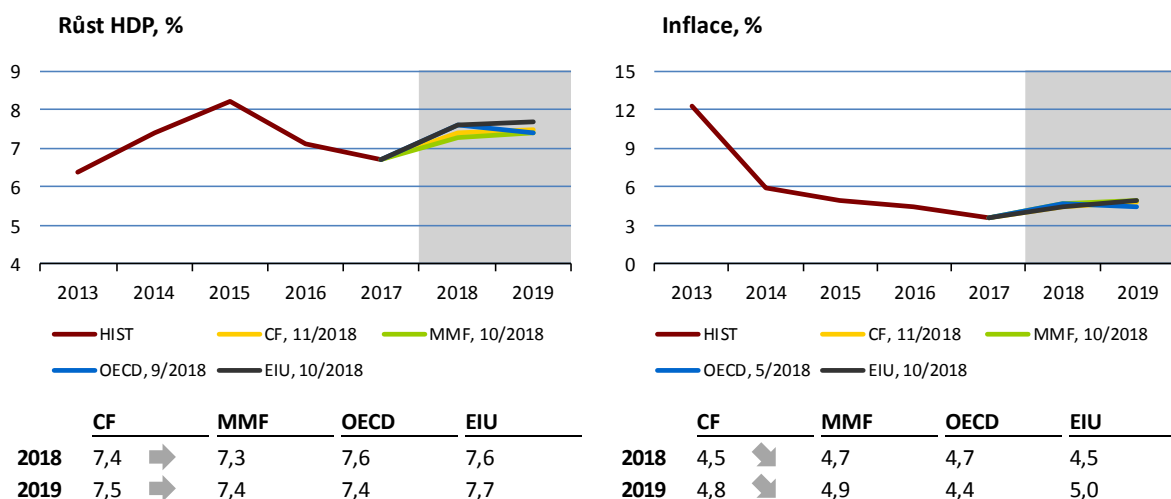
### III.1 Čína

Navzdory zavedeným clům zůstává dynamika exportů z Číny do USA solidní, jak ukázala říjnová data. Vývoz do USA vzrostl meziročně o 13,2 %, přičemž celkový vývoz Číny dosáhl dokonce 15,6% meziročního přírůstku. Přebytek obchodní bilance vůči USA se zvýšil na 32 mld. USD. Vývoz z Číny do USA podporuje zejména silná americká poptávka odrážející i předzásobením amerických firem. Spekuluje se také o možnosti, že je snazší najít pro čínské podniky náhradu za dovoz z USA, než pro americké podniky náhradu za dovoz z Číny. Obchodní spory se projevují v tlaku na oslabení renmimbi. Ve snaze stabilizovat kurz centrální banka na trhu intervenovala, což se projevilo v dalším poklesu devizových rezerv. Inflace se v září zvýšila na 2,5 %, na téže hodnotě zůstala i v říjnu. Nová publikace CF následně přinesla zvýšení výhledu inflace v tomto i příštím roce. Růst HDP ve třetím čtvrtletí mírně zpomalil (na 6,5 % meziročně), výhledy pro rok 2018 i 2019 zůstaly beze změny.



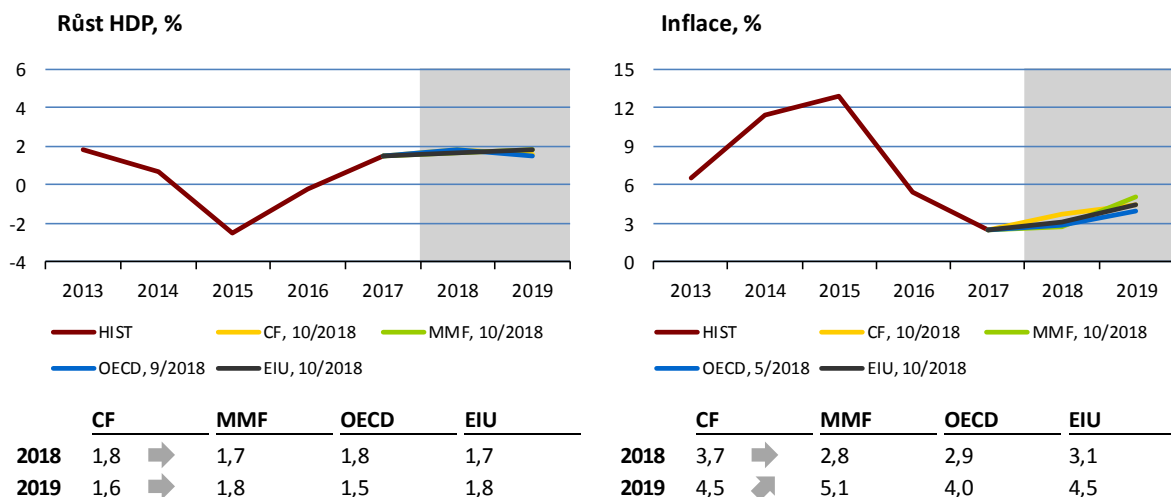
### III.2 Indie

Z indické ekonomiky máme nadále zprávy o vývoji HDP jen za druhé čtvrtletí roku 2018, kdy dosáhl meziročního růstu o 8,2 %. Informace za třetí čtvrtletí budou k dispozici až na konci listopadu, očekává se nicméně zpomalení růstu na hodnotu mezi 7,6 a 7,8 %. Meziroční růst průmyslové produkce od června postupně zpomaluje (až na 4,5 % v září). Výhledy CF pro růst HDP v letošním a příštím fiskálním roce zůstávají vzhledem k nedostatku nových dat beze změny na relativně střízlivých hodnotách (7,4 % a 7,5 %). Inflace v říjnu zpomalila na 3,3 % (nejnižší hodnota za poslední rok) zejména díky poklesu cen potravin. Listopadový CF snížil své výhledy pro rok 2018 i 2019. Letos by měla průměrná inflace vzrůst z loňských 3,6 % na 4,5 %, v příštím roce pak dále na 4,8 %. Měnověpolitická sazba centrální banky zůstává na 6,5 %. Rupie začala mírně posilovat; z historicky nejslabších hodnot v říjnu (74 INR/USD) až na 71,8 INR/USD. CF očekává v ročním horizontu kurz kolem 73 INR/USD.



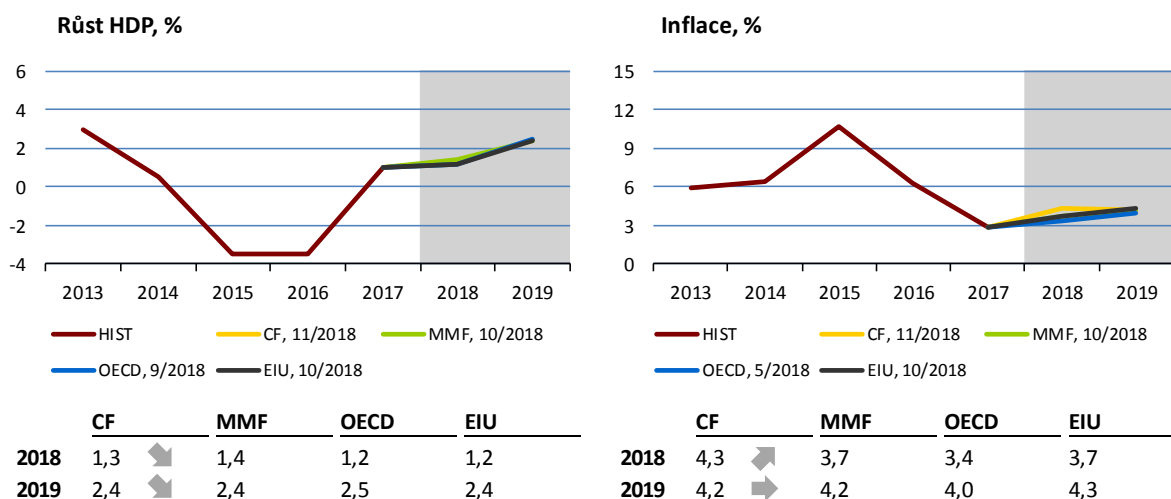
### III.3 Rusko

Podle předběžného odhadu Rosstatu tempo meziročního růstu ruské ekonomiky ve třetím čtvrtletí zpomalilo na 1,3 % z předchozích 1,9 %. Tempo růstu průmyslové produkce bylo v září nejpomalejší za celý letošní rok (2,1 %) a zaostalo za očekávaními. K růstu průmyslu nejvíce přispěla těžba (6,9 %) a dodávky vody (6,0 %). Výstup ve zpracovatelském průmyslu naopak v září nepatrně meziročně poklesl (přestože v meziměsíčním vyjádření zaznamenal zrychlení růstu na 3,6 %). V říjnu se růst průmyslové produkce opět zvýšil (na 3,7 % meziročně, ve zpracovatelském průmyslu na 2,7 %). PMI ve zpracovatelském průmyslu v témže měsíci zažil návrat do zóny expanze (51,6). PMI ve službách stoupl na 56,9 z předchozích 54,7. Inflace spotřebitelských cen v říjnu zrychlila jen mírně (na 3,5 %). Výhled HDP zůstal beze změny, stejně tak výhled inflace pro letošní rok. Pro příští rok CF již podruhé v řadě zvyšuje svoji předpověď inflace o 0,2 p. b. Aktuálně tak očekává pro rok 2019 průměrnou inflaci ve výši 4,5 %.



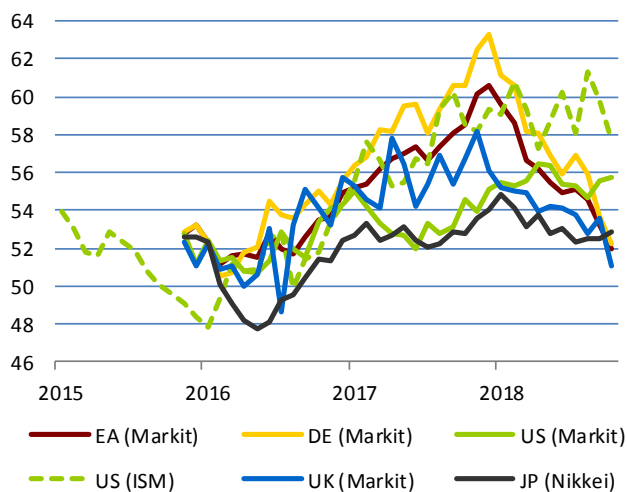
### III.4 Brazílie

Průmyslová produkce Brazílie v září zaznamenala 2% meziroční pokles. Meziměsíční tempo růstu zůstává záporné již třetí měsíc (v září -1,8 %). Slabé hodnoty vykázaly rovněž maloobchodní tržby. Na druhou stranu nezaměstnanost v září poprvé v letošním roce klesla pod 12 %. Real od poslední zářijové dekadý postupně korigoval směrem k silnějším hodnotám. Těsně po prezidentských volbách na konci října, v nichž zvítězil kandidát krajní pravice Jair Bolsonaro, brazilská měna krátce posílila výrazněji, avšak následně začala mírně oslabovat. CF více než půl roku snižuje výhled růstu HDP jak pro letošní, tak pro příští rok. Očekávané tempo se tak snížilo pro rok 2018 z 2,7 % na 1,3 %, pro příští rok CF očekává 2,4 %. Inflace se i v říjnu držela v blízkosti 4,5 %. CF zvýšil její výhled na letošní rok na 4,3 %. Výhled pro příští rok zůstává stejný.

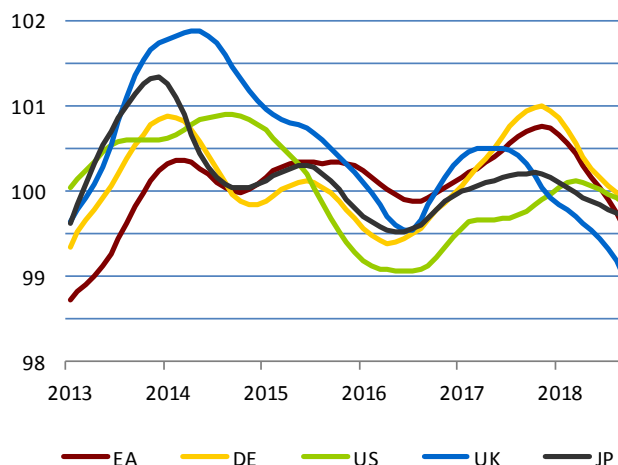


IV.1 Vyspělé země

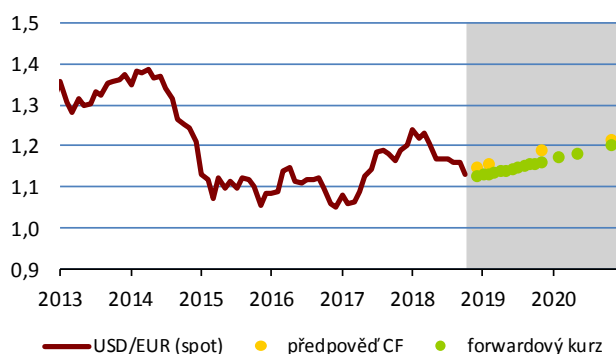
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

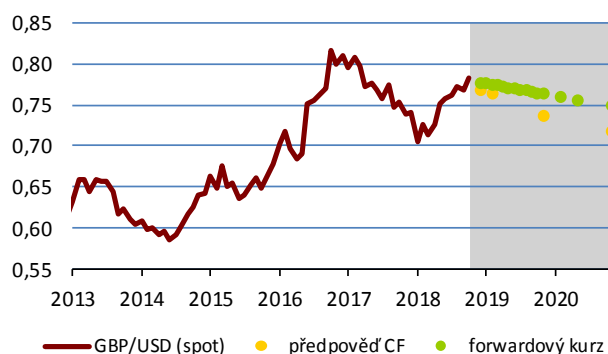


Americký dolar (USD/EUR)



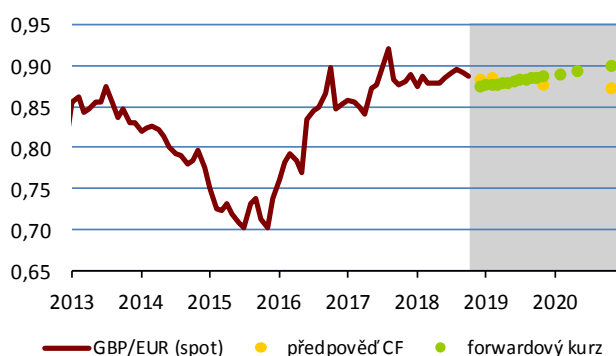
	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	1,125				
předpověď CF		1,149	1,156	1,191	1,216
forwardový kurz		1,124	1,132	1,161	1,202

Britská libra (GBP/USD)



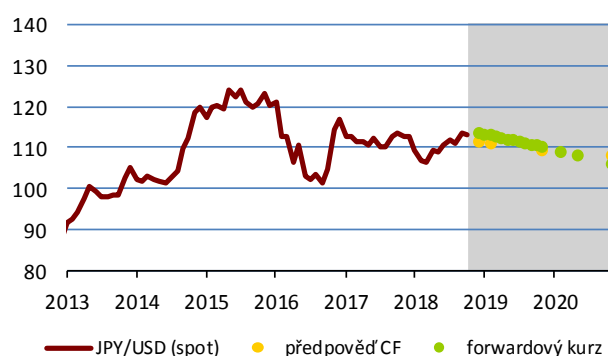
	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	0,777				
předpověď CF		0,768	0,765	0,736	0,718
forwardový kurz		0,777	0,774	0,764	0,749

Britská libra (GBP/EUR)



	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	0,874				
předpověď CF		0,882	0,884	0,876	0,873
forwardový kurz		0,874	0,876	0,886	0,900

Japonský jen (JPY/USD)

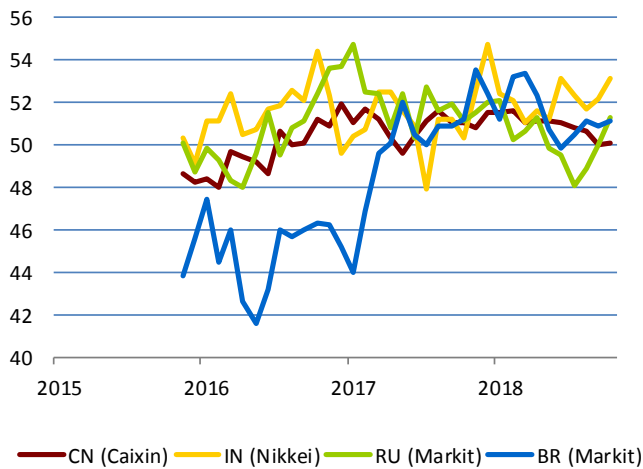


	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	113,8				
předpověď CF		111,5	111,0	109,3	107,9
forwardový kurz		113,6	112,9	110,1	106,1

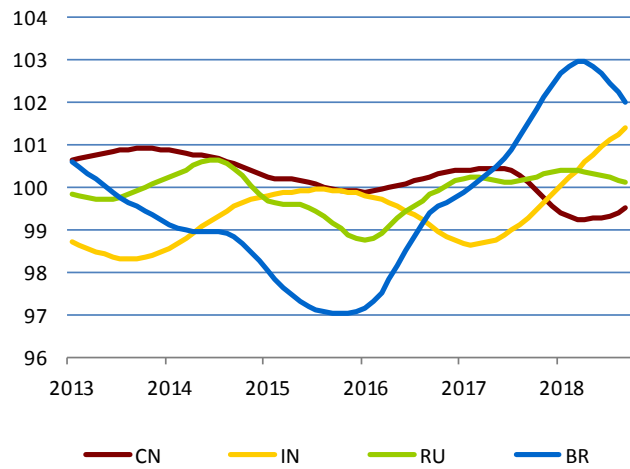
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## IV.2 Země skupiny BRIC

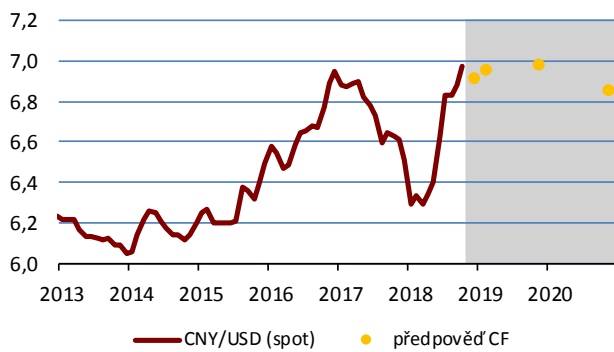
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

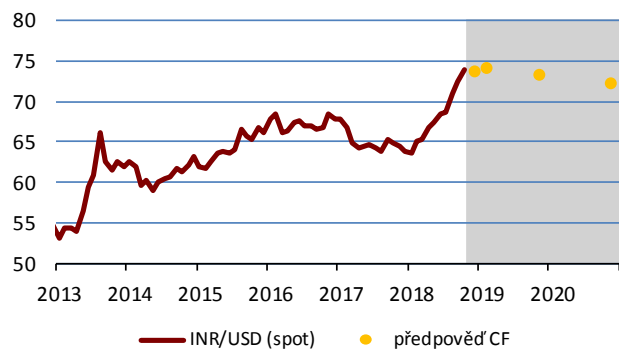


Čínský renminbi (CNY/USD)



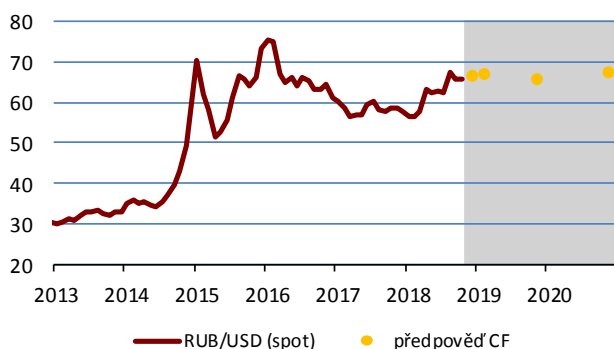
	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	6,966				
předpověď CF		6,914	6,959	6,977	6,854

Indická rupie (INR/USD)



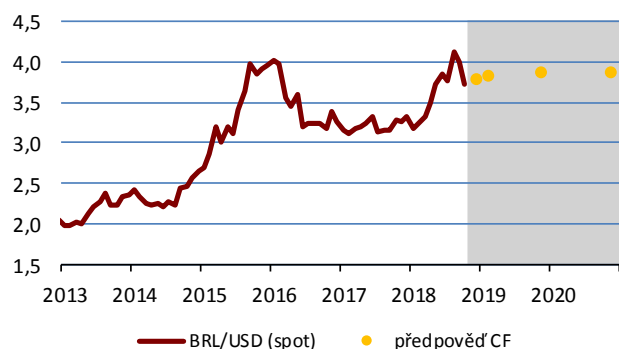
	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	72,93				
předpověď CF		73,58	74,20	73,36	72,24

Ruský rubl (RUB/USD)



	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	67,72				
předpověď CF		66,41	66,81	65,77	67,18

Brazilský real (BRL/USD)



	12/11/18	12/18	02/19	11/19	11/20
spotový kurz	3,758				
předpověď CF		3,775	3,834	3,859	3,861

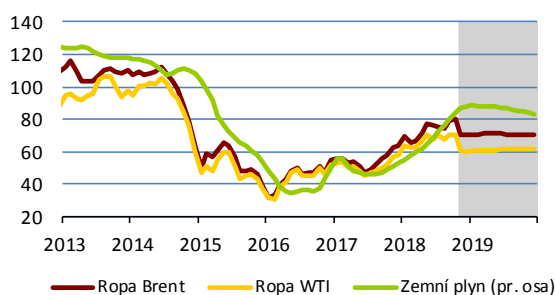
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

## V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent se na začátku října dostala na čtyřleté maximum kvůli rychle klesajícímu vývozu z Íránu a obavám, zda ostatní země OPEC a Rusko budou schopny výpadek nahradit. Poté se trendový vývoj obrátil a cena ropy začala klesat. Stále silnější náznaky zpomalování globální ekonomiky vedly ke zvýšení volatility na finančních tržích a výprodejům rizikových aktiv, vč. akcií a komodit. S tím související posilování dolaru pokles cen ropy dále urychlovalo. Značný vliv však měly i fundamentální faktory. Rusko a Saudská Arábie zvýšily svou těžbu v říjnu na historická maxima a očekávání překonala i těžba v Libyi, USA a Kanadě, zatímco pokles ve Venezuele se zmírnil. Přebytek ropy v USA se promítá do silného růstu tamních zásob. Růst čínské ekonomiky byl nižší, než se očekávalo, a zhoršily se i předstihové ukazatele některých dalších zemí. To spolu s pokračujícím oslabováním měn rozvíjejících se ekonomik vyvolává obavy ze zpomalení poptávky po ropě v následujících měsících a odrazilo se to i v přehodnocení většiny předpovědí. Na začátku listopadu pokles cen ropy ještě zrychlil, když Spojené státy povolily půlroční výjimku na omezený dovoz íránské ropy osmi největším odběratelům. V polovině listopadu se pokles ceny ropy Brent zastavil těsně nad hranicí 65 USD/barel (WTI nad 55 USD/b), když OPEC stále důrazněji signalizoval, že zvažuje omezení těžby a vývozu.

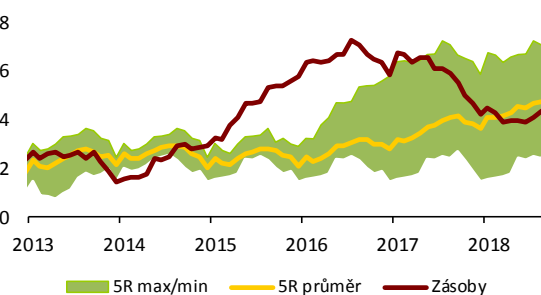
Tržní futures křivka cen ropy Brent se v souladu s cenovým vývojem posunula výrazně dolů a k datu průzkumu listopadového CF signalizovala jak ve zbytku letošního roku, tak pro rok 2019 průměrnou cenu kolem 70 USD/barel. Listopadový CF aktuální propad cen ještě plně nezohlednil a očekává ceny o cca 5 USD/barel výše. EIA předpokládá pro rok 2019 průměrnou cenu ropy Brent cca 72 USD/barel.

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

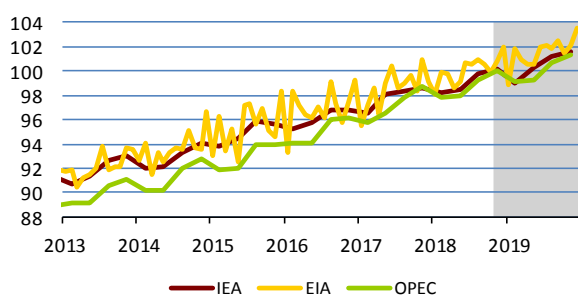


	Brent	WTI	Plyn
2018	72,99 ↘	66,01 ↘	253,66 ↘
2019	70,70 ↘	61,11 ↘	299,22 ↘

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

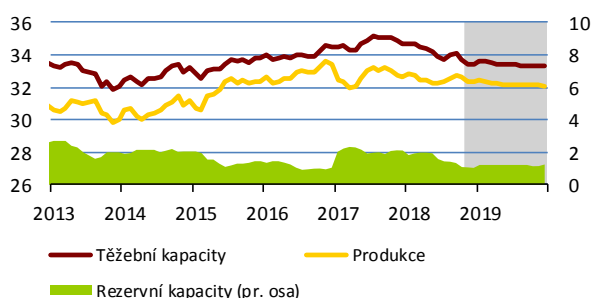


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,15 ↘	100,06 ↘	98,78 ↘
2019	100,51 ↘	101,51 ↘	100,07 ↘

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,50 ↗	34,06 ↘	1,55 ↘
2019	32,20 ↗	33,41 ↗	1,21 ↘

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, 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.

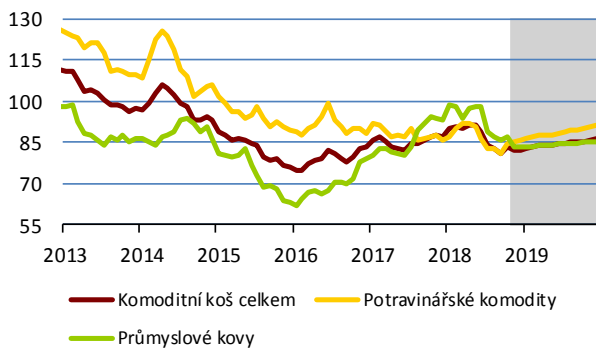
## V.2 Ostatní komodity

Čtyři měsíce trvající pokles souhrnného indexu cen neenergetických komodit se v říjnu zastavil a po mírné korekci se index v první polovině listopadu pohyboval zhruba na srpnové hodnotě. Jeho výhled je mírně rostoucí, k čemuž přispívá zejména rostoucí výhled dílčího indexu cen potravinářských komodit. Ten po dosažení jedenáctiletého minima v září v následujících dvou měsících vzrostl. Naopak dílčí index cen průmyslových kovů po přechodném říjnovém růstu v první polovině listopadu opět oslabil na nejnižší hodnotu za 16 měsíců. Nicméně i jeho výhled je mírně rostoucí.

Ceny základních kovů jsou nadále pod tlakem kvůli pokračujícímu zpomalování globálního zpracovatelského průmyslu a zejména zpomalení ekonomického růstu v Číně. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu klesl v říjnu na další dvouleté minimum 52,1, přičemž složka nových vývozů se sice mírně zlepšila, ale nadále zůstává v pásmu kontrakce. Pouze ceny mědi a zejména zinku se po zářijovém růstu udržely výše v důsledku pokračujícího poklesu jejich zásob na LME. Proti trendu se pak vydala cena železné rudy, která od července solidně roste. Cena uhlí naopak mírně klesla v důsledku sezonního ochlazení poptávky ve východní Asii a restrikcí na dovoz do Číny.

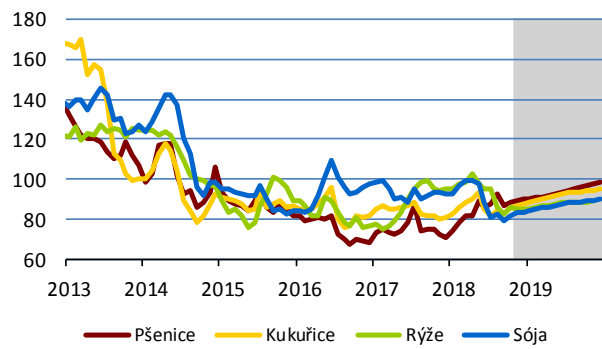
Cena pšenice od poloviny května více méně stagnuje, i když její výhled zůstává rostoucí. Podobný vývoj můžeme pozorovat v posledních několika měsících i u cen kukuřice, rýže a sójových bobů. Naopak silný růst vykázaly v posledním měsíci ceny cukru, kávy a kakaových bobů. Rostla i cena hovězího masa, zatímco cena vepřového je na sezonním minimu a očekává se její silný růst. Z nepotravinářských zemědělských komodit se na mnohaletých minimech drží cena kaučuku.

### Indexy cen neenergetických komodit



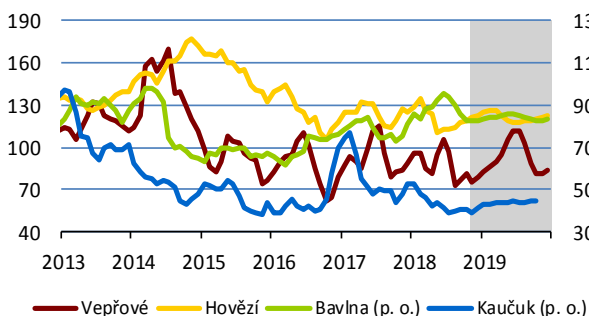
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	86,5	86,7	91,7
2019	84,6	88,7	84,4

### Potravinářské komodity



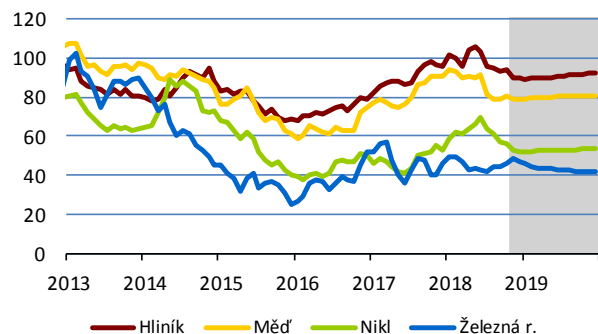
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	85,5	86,3	92,2	88,8
2019	94,0	92,4	87,5	87,4

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	86,3	120,4	87,6	42,7
2019	93,2	121,3	84,1	43,8

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	97,1	85,3	60,4	45,7
2019	90,6	80,0	52,8	43,1

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.

## Britská záhada produktivity: Proč téměř neroste?<sup>1</sup>

Spojené království patří mezi nejrozvinutější ekonomiky světa. Životní úroveň jeho obyvatel tak lze považovat ve světovém měřítku za velmi vysokou. Pro udržení tohoto výsostného postavení do budoucna je však nutnou podmínkou dostatečný „pokrok“. Produktivita britské ekonomiky se však již deset let výrazněji nezvyšuje. Ostatní rozvinuté země se jí tak pomalu ale jistě vzdalují. Tento článek shrnuje debatu o možných příčinách tohoto nepříjemného trendu a zmiňuje i některá možná řešení. Na závěr pomocí jednoduché simulace ilustruje, jaké ekonomické dopady by bylo možné očekávat, pokud by se Spojenému království tento problém vyřešit nepodařilo.

### Ztracená dekáda

**Produktivita je zásadní ekonomickou veličinou, jež má zprostředkovaný dopad na spokojenost a kvalitu života obyvatel.** Její zvyšování je totiž základním předpokladem pro udržitelný růst mezd. Ačkoli krátkodobě se tyto dvě veličiny mohou vyvíjet odlišně, v delším horizontu platí, že neroste-li produktivita, není možný ani růst reálných mezd. Pokud totiž nominální mzdy rostou více, než odpovídá vývoji produktivity, vede to ke zvyšování inflace a zároveň ke ztrátě konkurenceschopnosti. Růst produktivity nicméně nepřináší užitek jen pracujícím. Zaměstnavatelům pomáhá v dosahování vyšších zisků, což následně umožňuje vyšší výplatu dividend akcionářům, případně i nižší ceny pro spotřebitele. Státní pokladna zároveň inkasuje vyšší příjmy z výběru daní, jež následně přerozděluje zpět do ekonomiky financováním státních politik. Zjednodušeně tak lze říci, že pokud společnost dokáže vytvářet ekonomické statky efektivněji, tedy být produktivnější, blahobyt roste. Jak se tato produktivita v praxi sleduje, vysvětluje Box 1.

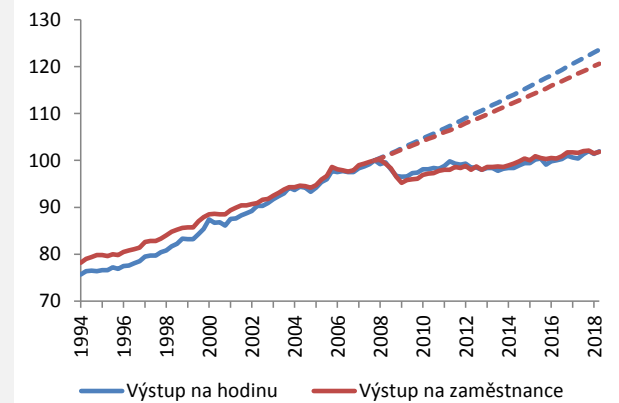
**Spojené království zažívá od finanční krize nezvykle dlouhé období téměř nulového růstu produktivity, o němž se hovoří jako o „productivity puzzle“ – záhadě produktivity.** Nutno však

podotknout, že v případě Velké Británie<sup>2</sup> to není téma zcela nové. Už počátkem nového milénia vznikla studie (Basu a kol., 2003), zkoumající důvody nedostatečného růstu produktivity britské ekonomiky ve druhé polovině 90. let minulého století. Následně se však ukázalo, že za problémem stály nedostatky ve způsobu měření.<sup>3</sup> O to více bije do očí propad produktivity v období finanční krize následovaný dekádou veskrze nulového růstu (Graf 1).<sup>4</sup>

**Krize se podepsala na vývoji produktivity ve většině vyspělých ekonomik, Spojené království přesto vychází ze srovnání o poznání hůře než ostatní.** To je patrné z Grafu 2, který srovnává pokrizový vývoj produktivity v zemích skupiny G7. V žádné z uvedených ekonomik nepřekročilo průměrné tempo meziročního růstu 1 %. Spojené království přitom bylo až do krize zvyklé na zhruba 2% růst produktivity práce. Ten však v letech 2007–2016 nedosahoval ani desetininy své dřívější dynamiky. Z uvedených zemí se dařilo hůře jen Itálii. Přesto zůstává v absolutních hodnotách stále efektivnější než Velká Británie

Graf 1 – Vývoj britské produktivity práce před a po krizi

(index čtvrté čtvrtletí 2007 = 100)

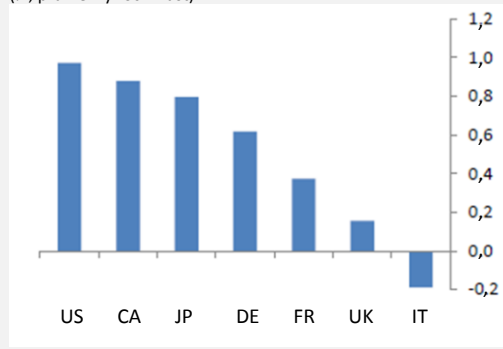


Zdroj: ONS (Office for National Statistics)

Pozn.: Výstup měřen jako nominální HPH; přerušované křivky zobrazují předkrizový trend (1994–2007; propočít ONS).

Graf 2 – Růst produktivity práce, 2007–2016

(%; průměrný roční růst)



Zdroj: Tenreyro (2018)

Pozn.: produktivita měřená jako HDP v běžných cenách na odpracovanou hodinu; US – Spojené státy, CA – Kanada, JP – Japonsko, DE – Německo, FR – Francie, UK – Spojené království, IT – Itálie

<sup>1</sup> Autorkou je Pavla Růžičková. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> Článek se věnuje státnímu celku, jehož oficiální název je Spojené království Velké Británie a Severního Irska (zkráceně Spojené království). Na mnoha místech se na něj však odkazuje i jinými běžně používanými, byť nepřesnými, názvy, např. Velká Británie, či jen Británie.

<sup>3</sup> Tenreyro (2018)

<sup>4</sup> Průměrný mezičtvrtletní růst produktivity od počátku roku 2008 do současnosti dosahoval 0,0 % (shodně při měření pomocí HPH na odpracovanou hodinu i na zaměstnance). Průměrný meziroční růst činil 0,3 %, respektive 0,2 %.

**Box 1 – Definice a měření produktivity**

**Pojmem produktivita se v ekonomii rozumí vztah mezi výstupem a vstupy potřebnými k jeho získání.** Definic a výkladů ovšem existuje nespočet. Nejčastěji je tento hospodářský ukazatel chápán jako měřítko výkonnosti některého z výrobních faktorů. Mezi ty obecně patří např. přírodní zdroje, práce, kapitál, informace nebo znalosti.

**Výstupem je celkový objem vyprodukovaných hodnot.** V případě podniku může jít o počet vyrobených jednotek (např. aut) nebo o peněžní hodnotu produkce. V národohospodářském pojetí je to celkový výsledek ekonomiky vyjádřený nejčastěji pomocí hrubého domácího produktu (HDP; či některé z jeho obdoby, jako je hrubý národní produkt nebo národní důchod) nebo pomocí hrubé přidané hodnoty (HPH). Oba typy ukazatelů jsou přitom obvykle navzájem silně korelovány. Z definice je mezi nimi vztah:  $HPH = HDP - \text{daně} + \text{dotace}$ .

**Ze vstupů je největší pozornost věnována práci a kapitálu.** Práce je nejčastěji vyjádřena celkovým počtem odpracovaných hodin nebo počtem zaměstnaných osob. První přístup je přesnější, protože není zkrácen rozmanitostí

pracovních vztahů ve smyslu délky obvyklé pracovní směny, výskytu částečných úvazků, rozsahu přesčasů apod. Na druhou stranu, počet odpracovaných hodin je mnohem volatilnější než počet zaměstnaných osob i než celkový ekonomický výstup, což ztěžuje interpretaci posledních známých hodnot. Produktivita kapitálu je pak vyjádřením výnosnosti provedené investice.

**Jiný úhel pohledu přináší tzv. vícefaktorová produktivita** (*multi-factor productivity*; jinak také celková produktivita faktorů – *total factor productivity*). Měří tu část růstu produkce, kterou nelze vysvětlit změnou v použití práce a kapitálu (ve smyslu jejich množství). Obvykle se chápe jako míra efektivnosti, s níž jsou práce a kapitál využívány.

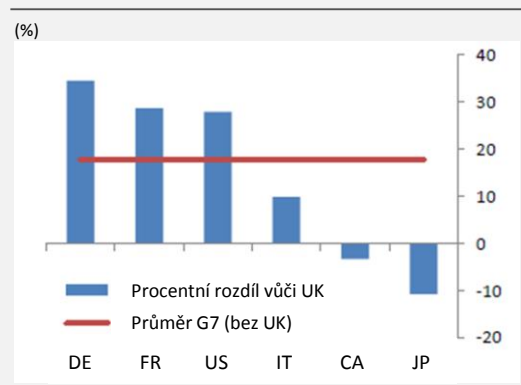
**Každý z přístupů tak přináší jiný typ informace.** Zjednodušeně řečeno, zvyšuje-li se produktivita práce, může to být zkvalitňováním lidského kapitálu nebo také zvyšováním finančního kapitálu. Takto definovaný koncept tedy nerozlišuje mezi zvyšováním kvality daného vstupu (práce) a navyšováním využití jiných vstupů. Naproti tomu vícefaktorová produktivita vyjadřuje souhrnně kvalitativní změnu ve využívání všech vstupů, když abstrahuje od vlivu jejich kvantitativních změn na vývoj produkce.

(Graf 3). Průměrná produktivita práce v ostatních zemích G7 je o celých 18 % vyšší než ve Spojeném království. To, co průměrný britský pracovník vyrobí za běžný pracovní týden, má francouzský hotovo už ve čtvrtce v poledne. O nedostižnosti německé praxe netřeba diskutovat.<sup>5</sup>

**Hledání příčin**

**Nelze se tedy spokojit s jednoduchým vysvětlením, že za nízký růst produktivity v britské ekonomice může finanční krize.** Její vliv je samozřejmě nezanedbatelný. Za zastavením pokroku ve zefektivňování hospodářské činnosti stojí do značné míry všeobecná krize důvěry a investičního apetitu, která vedla k nedostatečným kapitálovým investicím a široce rozšířenému strachu pouštět se v nejisté době do inovací. Tato změna sentimentu je přímým důsledkem finanční krize. Nedokáže však zcela vysvětlit, proč Spojené království zaostává za ostatními rozvinutými ekonomikami, ani proč se situace nelepší ani deset let po krizi. V Británii tak jde pátrání po možných příčinách záhady produktivity mnohem hloub než jen k teorii sekulární stagnace.<sup>6</sup>

**Poměrně rozšířeným názorem je, že část záhady je ve skutečnosti důsledkem chyb měření hospodářské aktivity.** Má se za to, že oficiální statistiky podhodnocují skutečný růst ekonomického výstupu, protože nejsou schopny plně zachytit rozvoj digitální ekonomiky. Rozdíl v dynamice přitom podle odhadů může činit v případě Spojeného království až půl procentního bodu ročně<sup>7</sup>, což má následně přímý vliv na odvozený růst produktivity. K tomuto vysvětlení však existuje námitka, že chyby v měření ekonomické aktivity zřejmě existovaly i před finanční krizí, tedy i v době, kdy produktivita práce utěšeně

**Graf 3 – Produktivita práce v zemích G7, 2016**

Zdroj: Tenreyro (2018)

Pozn.: produktivita měřená jako HDP v běžných cenách na odpracovanou hodinu; DE – Německo, FR – Francie, US – Spojené státy, IT – Itálie, CA – Kanada, JP – Japonsko

<sup>5</sup> Vysoká úroveň německé produktivity práce je do značné míry odrazem úspěšných reforem trhu práce v letech 2003–2005.

<sup>6</sup> Tato teorie je založena na myšlence, že přirozenou vlastností ekonomiky je stagnace. K hospodářskému růstu dochází jen v případě dostatečného technologického pokroku a inovací. Nedostatek rentabilních investičních příležitostí vede ke zvyšování míry úspor, omezování produkce a zpomalování hospodářského růstu. Fenomén popsal např. Summers (2013) nebo Gordon (2014). Tématu se věnoval i článek Benecká a kol. (2017) v Globálním ekonomickém výhledu.

<sup>7</sup> Haldane (2017)

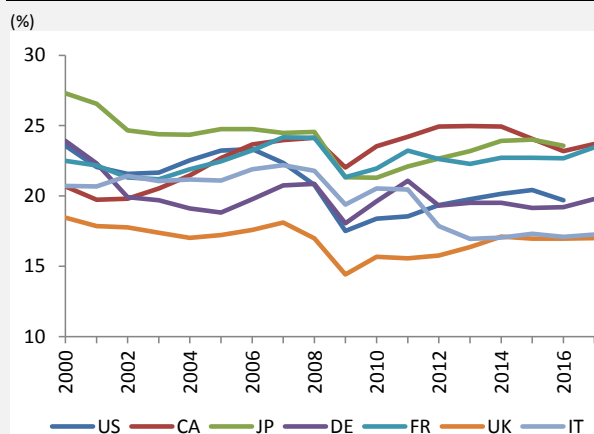


rostla.<sup>8</sup> Proti tomu lze nicméně postavit jednoduchou anekdotickou evidenci: K rozmachu využívání chytrých telefonů, které lze považovat za jednu z technologických revolucí poslední doby, došlo právě po roce 2007. Zásadní otázkou však zůstává, zda může být argument nepřesného měření relevantnější pro Británii než pro jiné rozvinuté země. Sektorová struktura všech ekonomik G7 je zhruba obdobná, služby tvoří 70–80 % HDP. S odhady významnosti digitální ekonomiky je to složitější. Např. podíl IT specialistů na celkové zaměstnanosti je v Británii podle OECD (2017a) o něco vyšší než v ostatních zemích G7.<sup>9</sup> Naproti tomu ve statistice investic do IT Spojené království nijak nevyčnívá, když se s 2,3 % HDP v roce 2015 pohybovalo zhruba uprostřed vybrané skupiny zemí. Nezdá se tak, že právě nedostatky v měření by mohly uspokojivě vysvětlit nezvykle nízký růst produktivity práce ve Spojeném království.

**Britská ekonomika je výjimečná svým zaměřením na finanční služby, záhada nízké produktivity by tak mohla mít původ právě v tomto sektoru.** Chyby měření ekonomického výstupu totiž nemusí souviset pouze s rozvojem digitální ekonomiky, mohou být i důsledkem inovací ve finančnictví. S novými typy produktů je totiž stále těžší určit, co je oním ekonomickým výstupem a jak jej správe měřit. Je možné, že před krizí byla v důsledku všeobecného optimismu a rozmachu tohoto sektoru jeho aktivita (a tím i produktivita) nadhodnocena, zatímco po krizi docházelo naopak k podhodnocení.<sup>10</sup> Tím ovšem nelze přesvědčivě vysvětlit stávající *productivity puzzle*. Znamenalo by to totiž pouze to, že skutečný růst produktivity zpomalil o něco dříve, a poté se vyvíjel o něco příznivěji, než naznačují oficiální statistiky. Na zaostávání Británie za jinými rozvinutými ekonomikami by to ale příliš neměnilo.

**Další možnou příčinou nízkého růstu produktivity je substituce kapitálu prací.** Problémem britské ekonomiky je dlouhodobě nízká míra investic, mnohem nižší než je obvyklé v jiných vyspělých ekonomikách (Graf 4). S příchodem krize se podíl investic na HDP – podobně jako v jiných zemích – prudce propadl. Oživování pak bylo jen velmi pozvolné a úroveň investic k HDP v Británii dodnes nedosahuje svého předkrizového vrcholu. Podle Pessoa a Van Reenena (2014) je to dáno flexibilitou britského trhu práce<sup>11</sup>, která umožnila po krizi pokles reálných mezd. V situaci zvýšené nejistoty tak firmy zřejmě upřednostňovaly práci před kapitálem. V téže době zároveň domácnosti zvyšovaly svou nabídku práce v souvislosti s obavami z budoucího vývoje ekonomiky, což tlak na pokles reálných mezd ještě zesílilo.<sup>12</sup> Jistou roli hrála rovněž migrace. Velká Británie jakožto vyspělá ekonomika, s minimální jazykovou bariérou, jež je navíc stále součástí evropského jednotného trhu s volným pohybem osob, přirozeně přitahuje pracovníky ze zahraničí, což v prostředí flexibilního trhu práce ještě zintenzivňuje konkurenci na straně nabídky práce. Chadha (2017) poukazuje, že výsledkem je poměrně netypická rovnováha nízkých mezd, nízké produktivity

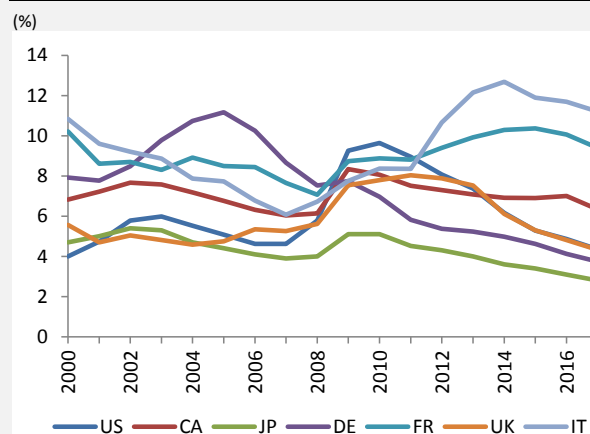
Graf 4 – Kapitálové investice v poměru k HDP



Zdroj: Světová banka

Pozn.: US – Spojené státy, CA – Kanada, JP – Japonsko, DE – Německo, FR – Francie, UK – Spojené království, IT – Itálie

Graf 5 – Míra nezaměstnanosti



Zdroj: Světová banka, GlobalEconomy.com

Pozn.: US – Spojené státy, CA – Kanada, JP – Japonsko, DE – Německo, FR – Francie, UK – Spojené království, IT – Itálie

<sup>8</sup> Viz např. Syverson (2016), věnující se zpomalení růstu produktivity ve Spojených státech.

<sup>9</sup> U Spojeného Království činí zhruba 5 %, ve Spojených státech je o cca 1 p. b. nižší, v Německu dosahuje necelých 4 %, ve Francii 3 % a v Itálii ještě o něco méně. Data pro Japonsko nejsou dostupná. Jediná Kanada dosahuje podobných hodnot jako Velká Británie. Všechna data jsou pro rok 2016.

<sup>10</sup> Tenreyro (2018)

<sup>11</sup> Podle indexu flexibility zaměstnávání, sestaveného Litevským institutem volného obchodu (2017), však Spojené království jen lehce zaostává za Spojenými státy a Japonskem, těsně následované Kanadou. Index je nicméně sestavován na základě vybraných údajů, které nepokrývají veškeré regulace trhu práce.

<sup>12</sup> Co se mezinárodního srovnání týče, Tenreyro (2018) tvrdí, že krizí vyvolaná nejistota zasáhla Británii více než ostatní země vzhledem k většímu podílu finančního odvětví na ekonomické aktivitě. Podobný závěr potvrzuje i index hospodářskopolitické nejistoty (viz Graf 6).

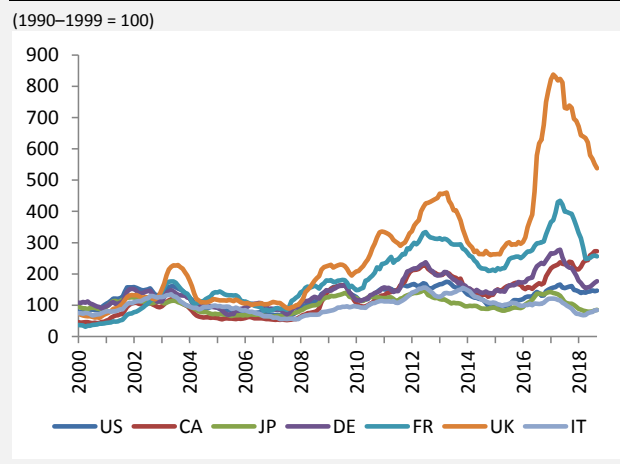
a vysoké zaměstnanosti. Nízký růst produktivity je v tomto pojetí daní za nízkou nezaměstnanost.<sup>13</sup> Ta je dnes ovšem nízká v mnoha vyspělých ekonomikách (Graf 5). Ve Spojených státech je zhruba na stejné úrovni jako v Británii, v Německu a Japonsku je pak ještě nižší. Přesto to v tamních podmínkách není na úkor investic ani růstu produktivity, nebo alespoň ne do takové míry, jako v případě Británie.

**Specificky britským problémem je samozřejmě brexit, nejistota s ním spojená je koulí na noze tamní ekonomiky, podemílá ochotu investovat.** Příznak brexitu se přitom vznáší nad ostrovním královstvím už poměrně dlouho. Poprvé se mu dostalo větší pozornosti v lednu 2013, kdy tehdejší britský premiér D. Cameron otevřel debatu o vyjednání nových podmínek členství Spojeného království v EU s tím, že k plánované reformě i samotnému členství se budou moci britští občané vyjádřit v referendu.<sup>14</sup> Nejistota ohledně budoucího uspořádání vzájemných obchodních vztahů mezi Británií a EU, kterou debata o renegociaci členství a obzvláště pak výsledek následného referenda vyvolaly, se negativně podepisuje na ochotě investorů spouštět nové projekty. Ani více než dva roky od zmíněného referenda přitom nejsou představy o budoucí podobě ekonomických vztahů mezi oběma celky nijak konkrétní. Vystoupení Británie z EU se přitom rychle blíží, má k němu dojít již na konci března 2019. Z Grafu 6 je dobře patrné, že míra hospodářskopolitické nejistoty je ve Velké Británii dlouhodobě výrazně vyšší než v ostatních zemích skupiny G7. Pravděpodobně tak vysvětluje nemalou část rozdílu v investicích mezi sledovanými zeměmi i výše popsanou tendenci britské ekonomiky nahrazovat kapitál raději prací.

**Stále častěji se hovoří také o tom, že za mnohými problémy britské ekonomiky stojí výrazné regionální nerovnosti napříč zemí.** Britská metropole představuje silné centrum, zbytek území se pak ve srovnání s ním jeví jako hospodářská periferie. Londýn je významným světovým finančním centrem a finanční sektor je hlavním tahounem britské ekonomiky. To se následně odráží i ve výrazných rozdílech v produktivitě napříč královstvím. Ebell (2017) ukazuje, že produktivita v Londýně je o těžko představitelných 72 % vyšší, než je britský průměr. Nad průměrem se pak nachází už jen jeden z 12 britských regionů (Jihovýchod sousedící s Londýnem, průměr však převyšuje jen o 10 %). V celé polovině regionů přitom nedosahuje úroveň produktivity ani poloviny té londýnské.<sup>15</sup> Nezvykle vysokou míru nerovnosti v úrovni produktivity ve Spojeném království potvrzují i statistiky OECD (2017b). Ze srovnání 25 zemí vyšla Británie jako země s největším rozptylem mezi nejproduktivnějším a nejméně produktivním regionem.<sup>16</sup> Žádná jiná země zároveň nemá tak velký rozdíl mezi úrovní produktivity v prvním a druhém nejproduktivnějším regionu jako Spojené království.

**Značná regionální nevyrovnanost hospodářské produktivity brání efektivnímu šíření technologického pokroku napříč ekonomikou, a tím dále zpomaluje celkový růst produktivity.** Podle Andyho Haldana<sup>17</sup>, hlavního ekonoma BoE, se firmy pohybující se na technologické hranici stávají stále produktivnějšími, ovšem podniky, které za nimi v míře produktivity zaostávají, přestaly být schopny držet s nimi krok, natož aby je dokázaly dohánět. To odporuje základním předpokladům ekonomické teorie. Šíření technologického pokroku je nutnou podmínkou ekonomické konvergence. Vzhledem k tomu, že na technologické špičce se pohybuje jen malý zlomek britských firem, produktivita ekonomiky jako celku ve výsledku stagnuje. Příčinou nedostatečné difuze technologií<sup>18</sup> může být potlačená konkurence v některých odvětvích plynoucí např. z přísnější ochrany patentů a duševního vlastnictví nebo z rozvoje tzv. síťových výnosů z rozsahu, které v dnešní globalizované době vedou ke vznikům přirozených monopolů.

Graf 6 – Index hospodářskopolitické nejistoty



Zdroj: Baker a kol. (2015), PolicyUncertainty.com

Pozn.: roční klouzavé průměry; US – Spojené státy, CA – Kanada, JP – Japonsko, DE – Německo, FR – Francie, UK – Spojené království, IT – Itálie

<sup>13</sup> Nezaměstnanost je v současnosti nejnižší od poloviny 70. let. Dosahuje pouhých 4 %.

<sup>14</sup> Více viz Břízová (2017).

<sup>15</sup> Statistika popisuje produktivitu vyjádřenou jako HPH na osobu. V případě použití alternativního měřítka – HPH na zaměstnance – jsou regionální nerovnosti v produktivitě o něco nižší, protože je zohledněn faktor dojíždění za prací (výstup vyrobený v regionu není dělen jeho obyvateli ale pracovníky, jež se na jeho produkci podíleli; více viz Ebell (2017)), data však nejsou dostupná pro všechny britské regiony.

<sup>16</sup> Měřeno jako HPH na pracovníka.

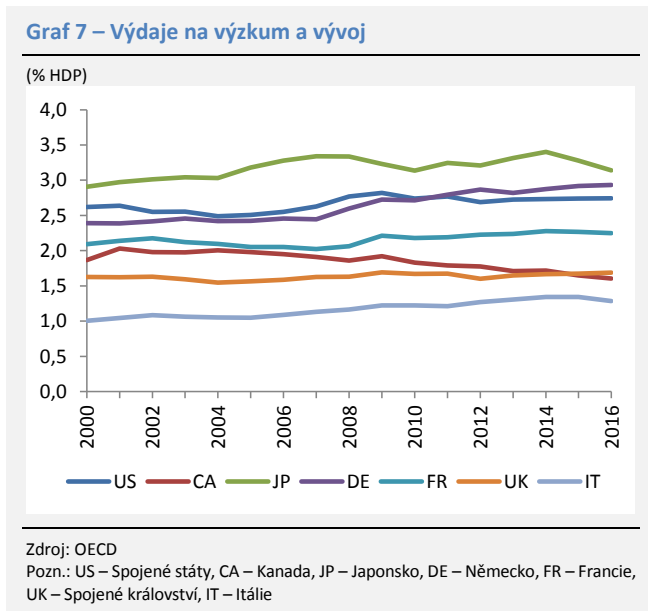
<sup>17</sup> Haldane (2017)

<sup>18</sup> Spojené království skončilo v žebříčku difuze znalostí (Cornell University, INSEAD a WIPO, 2017) až na 38. místě.

## Možná řešení

**Přestože napříč odbornou komunitou nepanuje shoda na příčinách obzvláště nízkého růstu britské produktivity, existuje jedno všeobecně sdílené doporučení, jímž je navýšení investic.**

Prostor je přitom jak ve veřejném, tak soukromém sektoru. Na vládní úrovni dosahují investice v Británii jen kolem 2,5 % HDP,<sup>19</sup> což je zřetelně pod průměrem OECD. Problémem je relativně vysoký vládní dluh Spojeného království,<sup>20</sup> proti růstu investic tak jde snaha vlády o jeho snížení. Navýšení investic by bylo potřebné především v infrastruktuře, která – s výjimkou Londýna – zůstává dlouhodobě podfinancovaná. Druhou oblastí, kam by měly finance směřovat, aby co nejvíce podpořily růst produktivity, je výzkum a vývoj. Británie na ně vydává stabilně jen něco kolem 1,6 % HDP, zatímco Japonsko téměř dvojnásobek



a Německo s USA zhruba kolem 2,5 % HDP (Graf 7). Jen zhruba třetina investic do výzkumu a vývoje plyne v případě Spojeného království z veřejných rozpočtů.<sup>21</sup> Dalo by se předpokládat, že soukromé investice do výzkumu mohou být efektivnější, protože dokáží lépe cílit na výzkum využitelný v praxi. V poslední době se však čím dál častěji objevuje protiargument, že firmy jsou ve svých investičních plánech omezeny mnohem kratším investičním horizontem, než jaký si může dovolit stát. Jejich citlivost na nejistotu ohledně návratnosti investice je zároveň mnohem vyšší. V případě existence pozitivních externalit, které jsou v oblasti výzkumu obvykle nemalé, je navíc návratnost konkrétní investice pro soukromého investora nižší než pro vládu.

**Ochotu soukromého sektoru více investovat by mohly podpořit strukturální změny ve způsobu financování firemních investic.** Haldane (2017, 2018) upozorňuje na jeden ze současných problémů. Firemní aktiva jsou, obzvláště ve vyspělých ekonomikách, čím dál z větší části tvořena

nehmotnými aktivy, jako je například duševní vlastnictví. Ta jsou však, narozdíl od hmotných aktiv (továren, strojů nebo zařízení), těžko měřitelná. Potenciální finanční investoři či půjčovatelé je tak dostatečně nezohledňují při svých rozhodnutích o poskytnutí financování pro firemní investice. Cena kapitálu pro takto postižené firmy je v důsledku toho vyšší, než by odpovídalo teoretickému optimu; dochází k tržnímu selhání. Pokud by se je podařilo napravit, růst investic, a v jeho důsledku i produktivity, by se mohl zvýšit. Mnohem větší šanci na úspěch v praxi má nicméně jiný z Haldanových návrhů – inspirovat se propracovaným systémem financování podniků bankami, jaký existuje v Německu. Zatímco nejproduktivnější britské firmy nemají problém sehnat pro své investiční záměry rizikový kapitál (*venture capital*), menší, případně méně zavedené společnosti, jež se typicky vyznačují nižší produktivitou, obvykle zájem kapitálových trhů nepřitahují. Právě těm by proto prospěl snazší přístup k financování skrze banky. V současnosti představují v Británii půjčky korporátnímu sektoru jen 6 % bankovních aktiv; v Německu je to 18 %.

**Problém nedostatečné technologické difuze by pomohla vyřešit užší spolupráce firem v rámci dodavatelských řetězců.** Pokud by firmy na pomyslném vrcholu těchto řetězců aktivněji podporovaly své dodavatele a napomáhaly jim ve zvyšování produktivity, mohly by následně z této lepší produktivity samy profitovat.<sup>22</sup> Je otázkou proč se tak v Británii moc často neděje. Pokud by to firmám na vyšších příčkách dodavatelských řetězců umožňovalo dosahovat vyšší zisk, měly by v prostředí perfektních trhů tuto možnost samy aktivně vyhledávat. Pokud spočívá nedokonalost trhu v pouhé nevědomosti či nedůvěře technologických lídrů, lze problém řešit větší osvětou a podpůrnými projekty.<sup>23</sup> Je-li však stávající praxe spíše výsledkem tvrdé konkurence mezi lídry navzájem, nemůže návrh podpořit sdílení znalostí s dodavateli příliš dobře fungovat, pokud není možné vynutit exkluzivní spolupráci s dodavateli tak, aby z technologické podpory nemohli těžit i přímí konkurenti mentorské firmy.

<sup>19</sup> OECD (2017c)

<sup>20</sup> Na konci roku 2017 činil 85,3 % HDP. Ze zemí skupiny G7 však vykazuje nižší vládní zadlužení jen Německo.

<sup>21</sup> Chadha (2017)

<sup>22</sup> Tato praxe je dobře rozvinutá např. v Německu. Kromě toho tam velmi dobře funguje i spolupráce soukromých firem s univerzitami.

<sup>23</sup> Ve Spojeném království koordinuje několik takových projektů na národní úrovni iniciativa *Be the Business* podporovaná a financovaná britskou vládou.

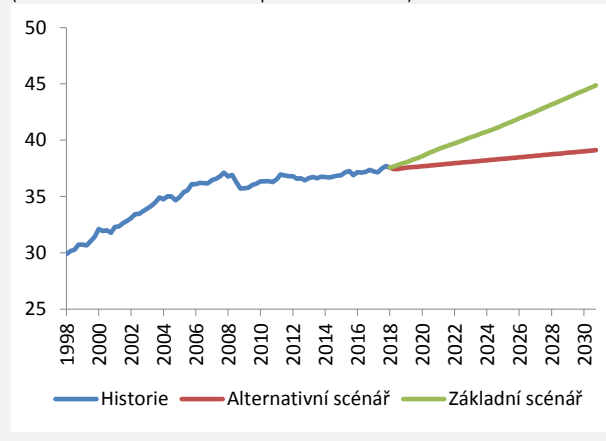
**Ještě dále pak jdou návrhy na vytvoření aplikace, která by podnikům sdělovala, jak si se svou produktivitou stojí ve srovnání s ostatními.** S myšlenkou přišla britská komise pro produktivitu.<sup>24</sup> Nápad stojí na předpokladu, že mnoho firem má o své relativní produktivitě lepší mínění, než odpovídá skutečnosti. Dostupnost mikrodat poskytujících srovnání s ostatními by pak mohla zvýšit motivaci manažerů zaostávajících firem k vyšším snahám o zefektivnění produkce. Opět je však s podivem, že takovou motivaci nezajišťuje v tržním prostředí v dostatečné míře sama vidina vyšších zisků. Z trochu jiného soudku je pak volání po masovějším využívání virtuálních prostředí, v nichž je možné nasimulovat komplexní produkční postupy dané firmy a následně relativně levně testovat jejich alternativy ve snaze najít efektivnější řešení stávajícího nastavení. Menší firmy však nemají kapacitu na vlastní tvorbu takového prostředí. Musely by jim ho, například formou spolupráce v rámci dodavatelských řetězců, poskytnout větší firmy, případně by musel iniciativu převzít stát.<sup>25</sup>

### Co je v sázce

**Předpokládá se, že tempo růstu britské produktivity práce by se mohlo v nejbližším období začít opět postupně zvyšovat.** Vyšší minimální mzda spolu s nižší úrovní čisté migrace by mohla ještě zintenzivnit napětí na trhu práce v situaci velmi nízké míry nezaměstnanosti (nejnižší od poloviny 70. let minulého století). To by mohlo být impulsem pro zvýšení podnikových investic, jež by následně podpořily růst produktivity. Aktuální prognózy<sup>26</sup> kalkulují pro letošní rok se zhruba 1% růstem produktivity práce, v příštím roce predikují jeho zrychlení na 1,3 % a dále pak k maximálně 1,5 %. Návrat k 2% dynamice obvyklé před finanční krizí nepředpokládá nikdo. I kolem skromnějších prognózovaných hodnot však panuje vysoká míra nejistoty. Oživení růstu produktivity totiž neúspěšně predikují v podstatě všechny instituce už od jejího propadu v roce 2008.<sup>27</sup> Většina z nich časem přistoupila alespoň ke zmírnění svých očekávání, co se týče obnovených růstových temp, žádná však nedokázala

**Graf 8 – Simulace pokračování záhady produktivity**

(nominální HDP v mil. liber na odpracovanou hodinu)



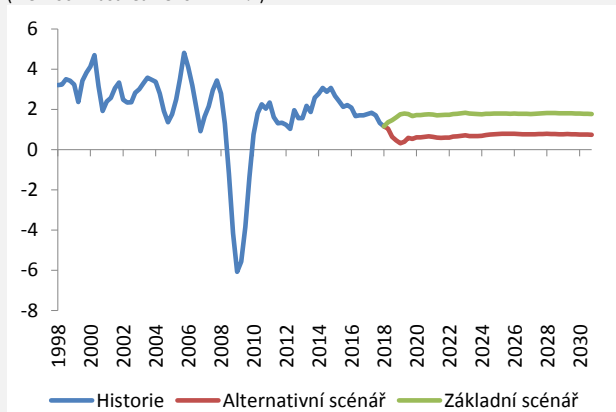
Zdroj: NiGEM, vlastní propočty

Pozn.: alternativní scénář kalibrován jako pokračování trendu pozorovaného v období od konce roku 2009

vysvětlit, proč se její prognózy opakovaně nenaplnují a růst produktivity zůstává už roky jen kolem 0,5 % ročně.

**Graf 9 – Dopad simulace do růstu britského HDP**

(meziroční růst reálného HDP v %)



Zdroj: NiGEM, vlastní propočty

Pozn.: alternativní scénář kalibrován jako pokračování trendu produktivity práce pozorovaného v období od konce roku 2009

**Pokud by Velká Británie nedokázala svou záhadu produktivity vyřešit a růst produktivity práce by zůstal slabý i nadále, mělo by to zásadní dopady na tamní hospodářský růst.**

Předpoklady o růstu produktivity jsou totiž poměrně důležitým vstupem do predikcí hospodářského vývoje každé ekonomiky. Jednoduchá simulace v modelu NiGEM ukazuje, co by se stalo, pokud bychom upravili předpoklady o budoucím vývoji britské produktivity práce tak, aby namísto očekávaného oživení růstu (základní scénář; srpnová predikce NIESR) pracovaly se skeptickým výhledem spočívajícím v pokračování dosavadního trendu slabého růstu (alternativní scénář)<sup>28</sup>. Rozdíl v trajektorii produktivity práce v obou scénářích zobrazuje Graf 8. Zvolené nastavení alternativního scénáře lze vzhledem k neúspěchům dřívějších prognóz považovat za stále ještě pravděpodobný, byť velmi pesimistický výhled. Dopad nižšího tempa růstu produktivity do vývoje ekonomiky je ilustrován

<sup>24</sup> Mayfield (2016)

<sup>25</sup> Haldane (2018)

<sup>26</sup> např. predikce BoE ze srpnové Inflační zprávy (BoE, 2018) nebo srpnová prognóza NIESR (Kara a kol., 2018)

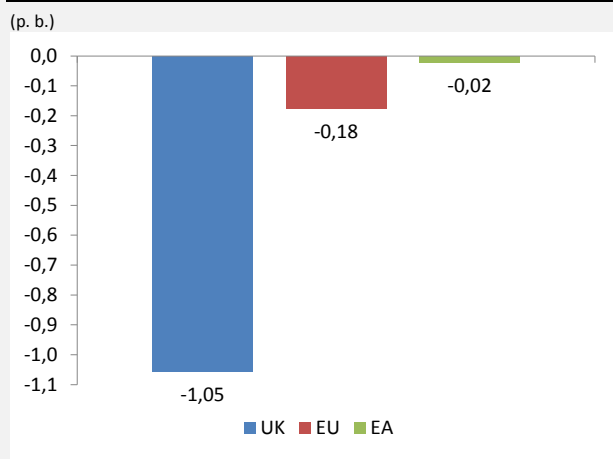
<sup>27</sup> Vyhodnocení předpovědí Kanceláře pro rozpočtovou odpovědnost (*Office for Budget Responsibility*) lze nalézt např. v Bell a Blanchflower (2018), vyhodnocení prognóz NIESR např. v Kazalova a Naisbitt (2018).

<sup>28</sup> Šok do práce zhodnocujícího technologického pokroku byl kalibrován tak, aby výsledný dopad do produktivity práce odpovídal pokračování růstového trendu z období od prvního čtvrtletí 2010 do prvního čtvrtletí 2018.

Grafem 9. Ten znázorňuje odlišné predikce růstu britského HDP. Zatímco v základním scénáři se hospodářský růst pohybuje v dlouhém horizontu kolem 1,8 % ročně, ve scénáři nízkého růstu produktivity dosahuje pouhých 0,7 %. Za takto slabým růstem HDP přitom stojí především nižší růstový potenciál ekonomiky plynoucí právě z pomalého zvyšování produktivity.

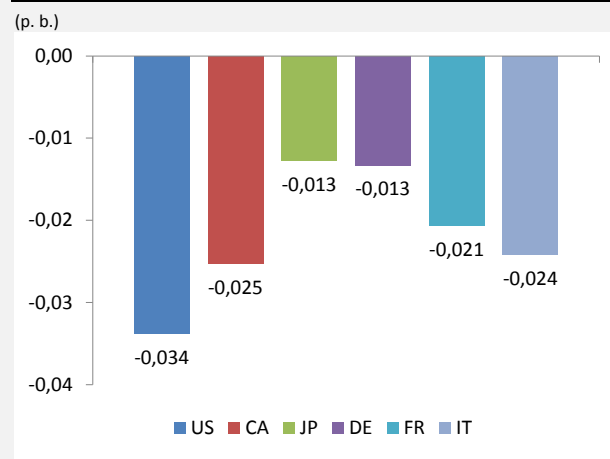
**Ostatní světové ekonomiky by nastíněný scénář zasáhl jen minimálně.** Největším obchodním partnerem Spojeného království je jednoznačně eurozóna (směřuje do ní 48 % britských vývozů a svůj původ v ní má 52 % britských dovozů). Dopad popsaného alternativního scénáře do vývoje jejího tempa hospodářského růstu by však byl ve srovnání s britskou ekonomikou stěží pětinný, i když ještě patrný (odchylka meziročního růstu ve výši necelých -0,2 p. b.; Graf 10).<sup>29</sup> Naproti tomu hospodářská aktivita v zemích skupiny G7 by byla pokračováním britské záhady nízkého růstu produktivity zasažena jen zcela nevýznamně (Graf 11). Hlavní zájem na odhalení skutečných příčin fenoménu nízkého růstu produktivity práce a co nejvčasnějším nalezení vhodných řešení tak má Spojené království.

**Graf 10 – Srovnání dopadu nižšího růstu britské produktivity do růstu HDP Spojeného království, EU a eurozóny**



Zdroj: NIGEM, vlastní propočty  
Pozn.: průměrná odchylka meziročního růstu v období 2018–2030; UK – Spojené království, EU – Evropská unie, EA – eurozóna

**Graf 11 – Dopad nižšího růstu britské produktivity do růstu HDP ostatních zemí G7**



Zdroj: NIGEM, vlastní propočty  
Pozn.: průměrná odchylka meziročního růstu v období 2018–2030; US – Spojené státy, CA – Kanada, JP – Japonsko, DE – Německo, FR – Francie, IT – Itálie

## Závěr

**Nízký růst britské produktivity práce lze ve světle srovnání s vývojem v ostatních rozvinutých ekonomikách opravdu označit za svým způsobem záhadu.** Analýza dat z britské ekonomiky z rozličných úhlů pohledu věnovali ekonomové mnoho úsilí, k jednoznačné identifikaci příčin problému to však zatím nevedlo. Jako nejpravděpodobnější příčina se obecně jeví nedostatečná míra investic. I tak ovšem není zřejmé, jak konkrétně tento nepříznivý stav napravit; zda by měl více investovat zadlužený stát nebo soukromníci, a do čeho přesně. Významnou, byť těžko vyčíslitelnou roli hraje v celé situaci fenomén brexitu. Nejistota s ním spojená – od prvních zmínek o možnosti konání referenda o vystoupení z EU až do dnešních dní, kdy se zdlouhavě jedná o konkrétním nastavení vzájemných vztahů mezi EU a Spojeným královstvím po jeho odchodu z integračního celku – negativně ovlivňuje náladu v ekonomice a má nezanedbatelný vliv na rozhodování ekonomických aktérů o investicích.

**Nenajde-li britská ekonomika na svou záhadu lék, bude to mít nemalé následky na její další hospodářský rozvoj a přeneseně i na vývoj životní úrovně jejích obyvatel.** Poslední údaje o růstu britské produktivity práce jsou smíšené. Měřeno hospodářským výstupem na zaměstnance, dosahoval meziroční růst produktivity od čtvrtého čtvrtletí 2016 čtyři kvartály v řadě hodnot kolem 1,2 %. V závěru loňského roku se však tempa opět přiblížila k nule. Optikou výstupu na odpracovanou hodinu naopak meziroční růst produktivity od poloviny loňského roku více méně zrychluje, přičemž v letošním druhém čtvrtletí dosáhl 1,5 %. Obě řady jsou nicméně velmi volatilní, a přestože na historii obvykle vykazují obdobný vývoj, občas se jednoduše rozcházejí. Důvodem současného nesouladu je především výrazný pokles odpracovaných hodin, k němuž v Británii dochází od poloviny loňského roku. Na rozuzlení toho, zda už se ve Spojeném království blýská na lepší časy, nebo ne, si tak budeme muset ještě počkat.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Dopad do vývoje českého hospodářského růstu byl v simulaci odhadnut na -0,03 p. b. ve srovnání se základním scénářem.

<sup>30</sup> Po dokončení článku byly zveřejněny předběžné odhady ekonomické aktivity a produktivity práce za třetí čtvrtletí letošního roku. Navzdory zrychlení hospodářského růstu se meziroční růst výstupu na odpracovanou hodinu v podstatě zastavil (dosáhl pouhých 0,1 %). Zdá se tak, že k optimismu bohužel stále není důvod.

## Zdroje

- Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J. (2015). "Measuring Economic Policy Uncertainty", NBER Working Paper No. 21633.
- Basu, S., Fernald, J. G., Oulton, N. a Srinivasan, S. (2003). "The Case of the Missing Productivity Growth, or Does Information Technology Explain Why Productivity Accelerated in the United States but Not in the United Kingdom?" NBER Macroeconomics Annual, 18: 9-63.
- Bell, D. N.F. a Blanchflower, D. G. (2018). "The Lack of Wage Growth and the Falling NAIRU", National Institute Economic Review, Journal of the National Institute of Economic and Social Research, Volume 245, srpen 2018.
- Benecká, S., Břízová, P. a Komárek, L. (2017). "Fenomén rovnovážných reálných úrokových sazeb – dočasnost nebo trvalost jejich poklesu?", Globální ekonomický výhled, leden 2017, Česká národní banka.
- BoE (2018). "Inflation Report", srpen 2018, Bank of England.
- Břízová, P. (2017). "Brexit rok po referendu: Dosavadní ekonomické dopady pro Spojené království", Globální ekonomický výhled, červenec 2017, Česká národní banka.
- Cornell University, INSEAD a WIPO (2017). "The Global Innovation Index 2017: Innovation Feeding the World", Ithaca, Fontainebleau a Geneva.
- Ebell, M. (2017). "Regional Inequality in Productivity in the UK: A Closer Look", General Election Briefing No. 2, National Institute of Economic and Social Research.
- Gordon, R. (2014). "The demise of US economic growth: restatement, rebuttal and reflections", NBER Working Paper No. 19895.
- Haldane, A. G. (2017). "Productivity puzzles", Speech given at London School of Economics, 20. března 2017. Bank of England.
- Haldane, A. G. (2018). "The UK's Productivity Problem: Hub No Spokes", Academy of Social Sciences Annual Lecture, 28. června 2018. Bank of England.
- Chadha, J. S. (2017). "The UK's Productivity Puzzle: Labour, Investment and Finance", General Election Briefing No. 7, National Institute of Economic and Social Research.
- Kara, A., Hantzsche, A., Lennard, J., Lenoel, C., Lopresto, M., Piggott, R. a Young, G. (2018). "Prospects for the UK Economy", National Institute Economic Review, Journal of the National Institute of Economic and Social Research, Volume 245, srpen 2018.
- Kazalova, Y. a Naisbitt, B. (2018). "Disappointing Productivity Growth: An International Dimension", National Institute Economic Review, Journal of the National Institute of Economic and Social Research, Volume 243, únor 2018.
- Litevský institut volného obchodu (2017). "Employment Flexibility Index 2018", Lithuanian Free Market Institute.
- Mayfield, C. (2016). "How good is your business really? Raising our ambitions for business performance". Productivity Leadership Group.
- OECD (2017a). "OECD Digital Economy Outlook 2017", OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017b). "Economic Surveys: United Kingdom", říjen 2017, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017c). "Government at a Glance 2017", OECD Publishing, Paris.
- Pessoa, J. P. a Van Reenen, J. (2014). "The UK Productivity and Jobs Puzzle: Does the Answer Lie in Wage Flexibility?" The Economic Journal 124: 433–452.
- Summers, L. (2013). IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, 8. října 2013.
- Syverson, C. (2016). "Challenges to Mismeasurement Explanations for The U.S. Productivity Slowdown", NBER Working Paper No. 21974.
- Tenreyro, S. (2018). "The fall in productivity growth: causes and implications", Speech given at Queen Mary University of London, 15. ledna 2018. Bank of England.

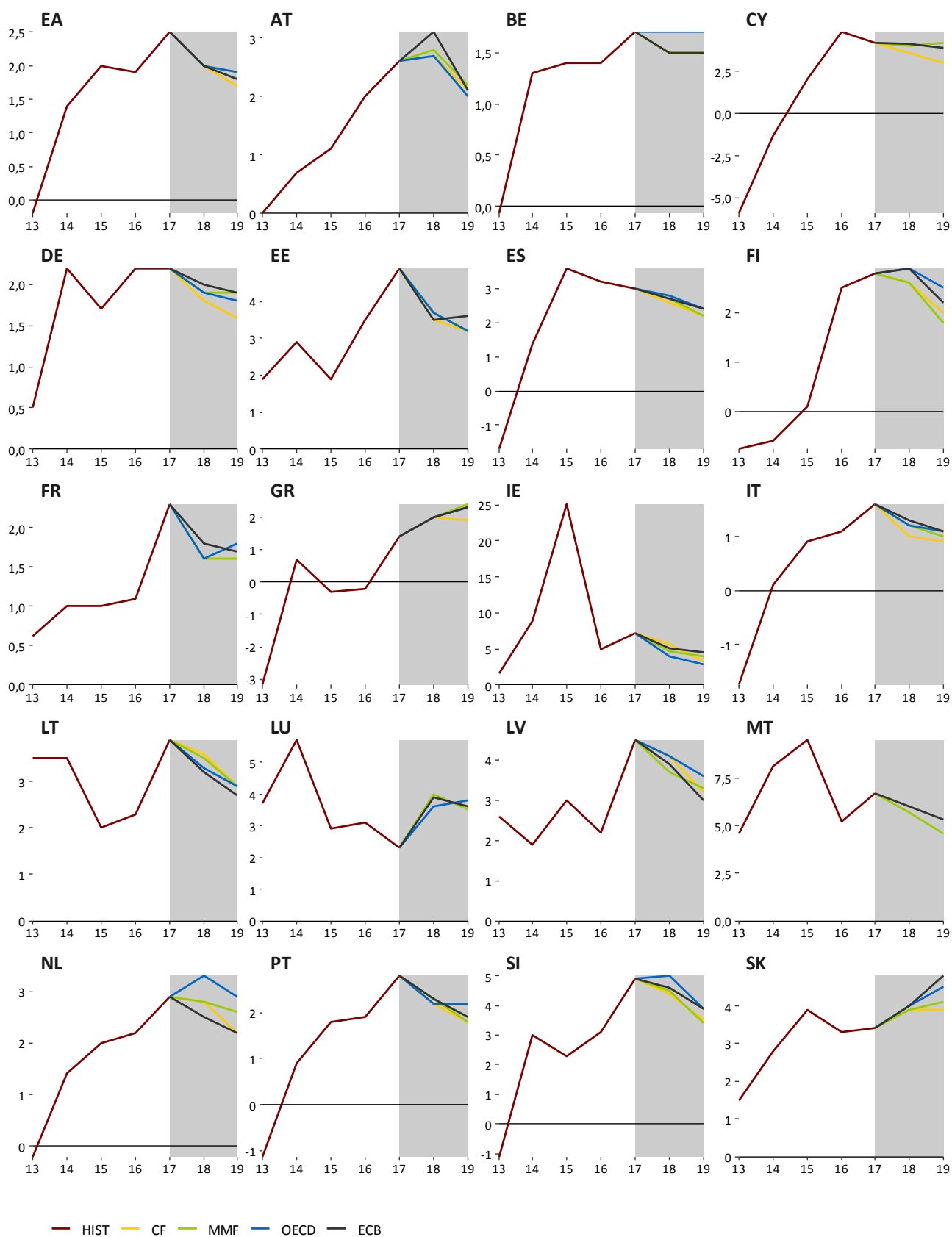
## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/11	-0,2	2018/10	-0,2	2018/9	-0,1	2018/9
		2018/10				2018/7		
DE	-0,1	2018/11	-0,3	2018/10	-0,2	2018/9	-0,5	2018/6
				2018/10				2018/7
US	0	2018/11	0	2018/10	0	2018/9	+0,3	2018/9
				2018/10				2018/7
UK	0	2018/11	0	2018/10	-0,1	2018/9	-0,1	2018/11
				2018/10				2018/7
JP	-0,1	2018/11	+0,1	2018/10	0	2018/9	-0,1	2018/10
				2018/10				2018/7
CN	0	2018/11	0	2018/10	0	2018/9	0	2018/11
				2018/10				2018/7
IN	0	2018/11	0	2018/10	+0,2	2018/9	+0,2	2018/10
				2018/10				2018/7
RU	0	2018/10	0	2018/10	0	2018/9	0	2018/10
				2018/9				2018/7
BR	-0,1	2018/11	-0,4	2018/10	-0,8	2018/9	-0,3	2018/10
				2018/10				2018/7

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2018/11	+0,2	2018/10	+0,1	2018/5	0	2018/9
				2018/10				2018/4
DE	0	2018/11	+0,2	2018/10	-0,1	2018/5	+0,2	2018/6
				2018/10				2018/4
US	0	2018/11	-0,1	2018/10	+0,7	2018/5	0	2018/9
				2018/10				2018/4
UK	0	2018/11	-0,2	2018/10	0	2018/5	+0,2	2018/11
				2018/10				2018/4
JP	+0,1	2018/11	+0,1	2018/10	+0,2	2018/5	-0,2	2018/10
				2018/10				2018/4
CN	+0,1	2018/11	-0,3	2018/10	+0,1	2018/5	0	2018/11
				2018/10				2018/4
IN	-0,2	2018/11	-0,3	2018/10	+0,1	2018/5	-0,2	2018/10
				2018/10				2018/4
RU	0	2018/10	0	2018/10	-0,9	2018/5	0	2018/10
				2018/9				2018/4
BR	+0,1	2018/11	+0,2	2018/10	-0,5	2018/5	0	2018/10
				2018/10				2018/4

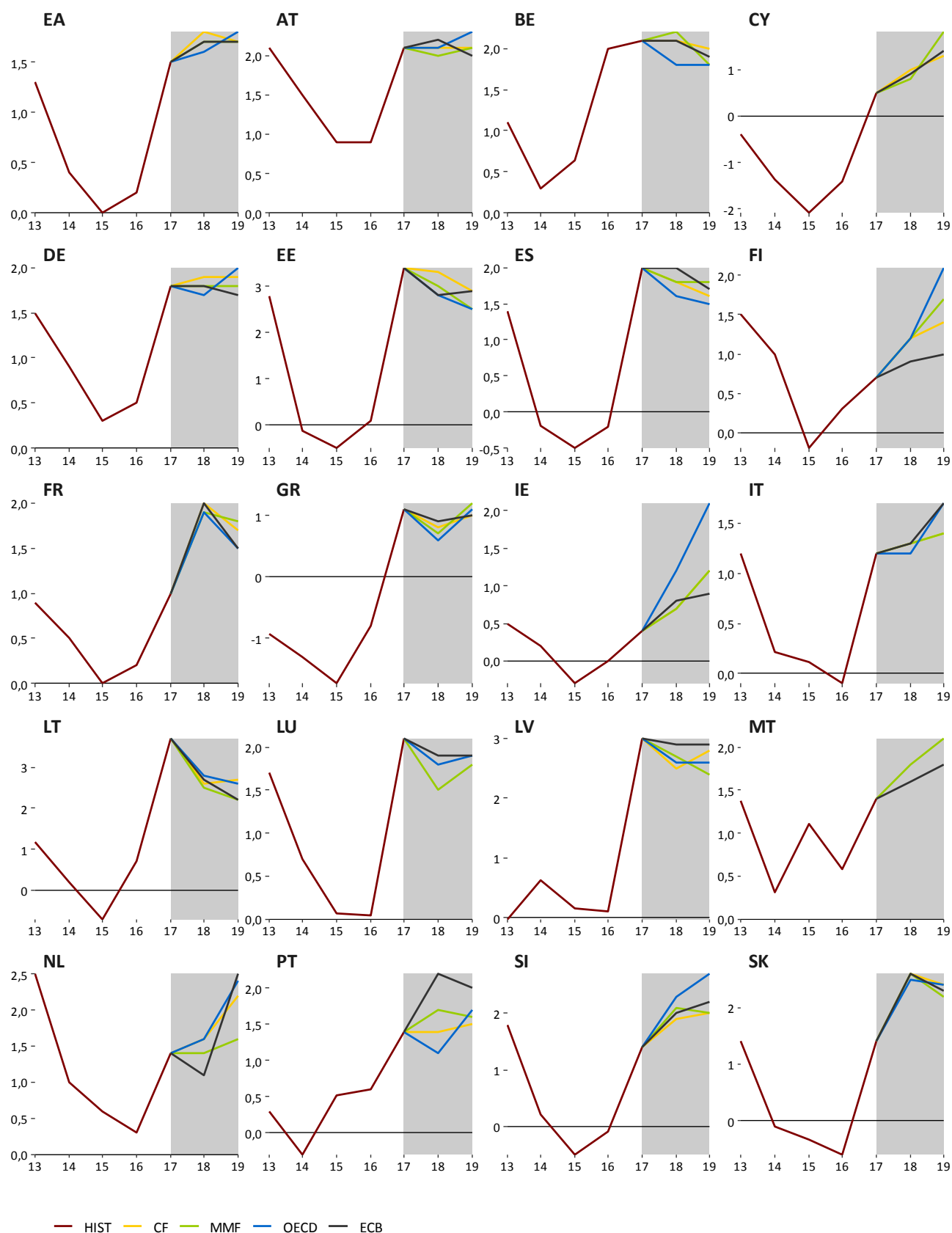
### A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

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



