

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2012

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance	12
POUŽITÉ ZKRATKY	17
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V GEVU	18

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Soňa Benecká	IV., V.
	Jan Hošek	VI.
	Luboš Komárek	Shrnutí
	Filip Novotný	Zaostřeno na...
Editor:	Oxana Babecká	
Garant:	Luboš Komárek	

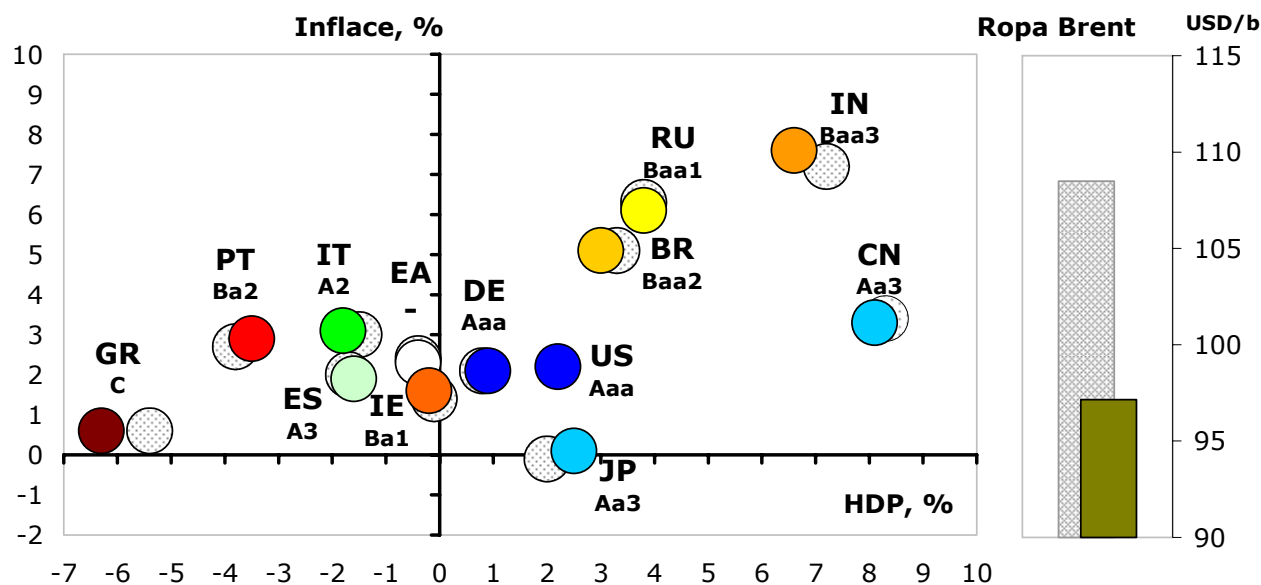
Červnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje vybraných teritorií optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové indikátory, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na představení vybraných poznatků z jarního zasedání Institutu pro mezinárodní finance (IIF), které se konalo na počátku června v Kodani. Diskuse byly především zaměřeny na možnosti řešení dluhové krize, formování bankovní unie, perspektivy ekonomiky USA, resp. zkušeností skandinávských ekonomik v boji s důsledky finanční krize. Ekonomové IIF rovněž tradičně představili svoji prognózu globálního ekonomického a finančního výhledu, která je mírně pesimistická pro většinu teritorií ve srovnání s červnovou publikací Consensus Forecasts.

Zpřesňované výhledy ekonomické výkonnosti vyspělých zemí nadále potvrzují, že rok 2012 bude rokem nižší ekonomické výkonnosti, pro ekonomiku eurozóny se rok 2012 navíc stane rokem ekonomického propadu. Hospodářským tahounem eurozóny zůstává Německo, které by mělo shodně s většinou ostatních vyspělých zemí v roce 2013 zvýšit svoji ekonomickou kondici. Naopak ekonomická situace zemí jižního křídla eurozóny a Irska je stále nezáviděníhodná, což se postupně odráží v poklesech jejich jak národních (viz obrázek) tak dílčích ratingů.

Hospodářský vývoj rozvíjejících se ekonomik, zejména skupiny zemí BRIC (Brazílie, Ruska, Indie a Číny) stále ukazuje na dosahování robustního růstu jejich hospodářství při akceptovatelné míře inflace. Čína si nadále udržuje roli premianta této skupiny zemí – vykazuje nejvyšší výhledy růstu HDP při nejnižší inflaci – jak v letošním tak i příštím roce; její postavení umocňuje i přidělené ratingové hodnocení v prestižní skupině „A“ (dle klasifikace Moody's).

Světová ekonomika by mohla ve zbývající části roku 2012 částečně profitovat ze zdatného poklesu cen ropy a nadále jejího klesajícího výhledu. Růst poptávky po ropě ztrácí dynamiku, zatímco nabídka (zejména ze zemí kartelu OPEC) roste. Dolarovou cenu ropy (ale i ostatních komodit) tlačí dolů i silný kurz amerického dolaru. Ceny průmyslových kovů by měly v ročním horizontu mírně vzrůst, ceny potravinářských komodit pak zhruba stagnovat kolem současných úrovní. Výhled úrokových sazeb v ročním horizontu nenaznačuje jejich změnu, a to jak v euzóně, tak ve Spojených státech. Kurz amerického dolaru k euru by měl mírně korigovat svoji apreciační tendenci a konvergovat k hodnotě 1,25 v průběhu příštího roku.

Výhled ekonomického vývoje vybraných zemí v roce 2012



Moody's **Aaa** **Aa3** **A2** **A3** **Baa1** **Baa2** **Baa3** **Ba1** **Ba2** **C**

výhled XII-2012

Poznámka: EA – eurozóna, DE – Německo, US – Spojené státy, JP – Japonsko, CN – Čína, IN – Indie, BR – Brazílie, RU – Rusko, GR – Řecko, IE – Irsko, IT – Itálie, PT – Portugalsko, ES – Španělsko. Barva bodů je přiřazena podle ratingu Moody's. Šedá barva vyznačuje předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 15. června 2012]

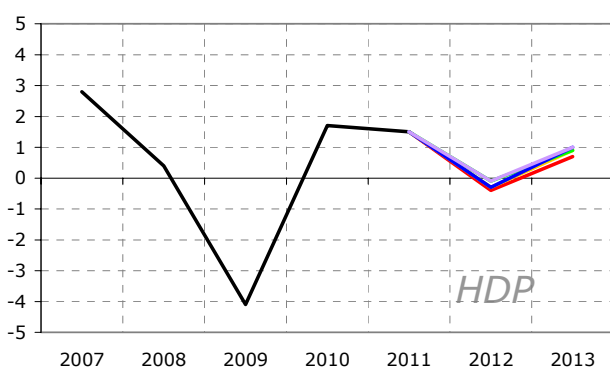
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Economics.

II.1 HDP

Nejistota ohledně budoucího vývoje v eurozóně i nadále zůstává vysoká. Červnové výhledy ECB a DBB však počítají s tím, že krize se již dál rozšiřovat nebude, a jsou poněkud optimističtější ve srovnání s novým CF, který očekává **v roce 2012** propad HDP eurozóny o 0,4 % (podle ECB poklesne ekonomika měnové unie o pouhých 0,1 %). Německo dle CF poroste 0,9% tempem (DBB počítá s 1,0% růstem). Největší ekonomiku eurozóny prozatím podporují domácí poptávka a růst exportu; překážkou k rychlejšímu zotavení zůstávají ekonomické a finanční potíže jižního křídla eurozóny a globální zpomalení. Spojené státy budou letos růst 2,2% tempem. Přestože Čína stále vykazuje nejvyšší tempo růstu ze všech sledovaných ekonomik, její růst výrazně zpomalil a očekávaných 8,1 % (CF) tvoří necelých 60 % tempa růstu pozorovaného před pěti lety. Poněkud příznivější ekonomický vývoj lze očekávat **v roce 2013**. Růst HDP eurozóny dosáhne 0,7 až 1,0 %, k tomu 1,4 až 1,6% růstem přispěje Německo. Ekonomický růst v ostatních sledovaných ekonomikách se mírně zvýší na 2,2 % (USA) a 8,4 % (Čína).

EUROZÓNA

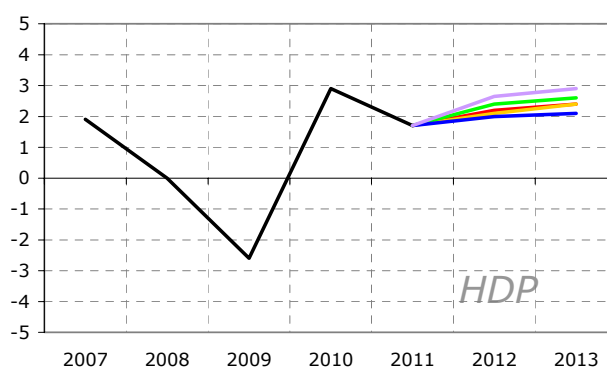
— HIST — CF, 6/12 — MMF, 4/12
— OECD, 5/12 — EK, 5/12 — ECB, 6/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	1,5					
2012		-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
2013		0,7	0,9	0,9	1,0	1,0

USA

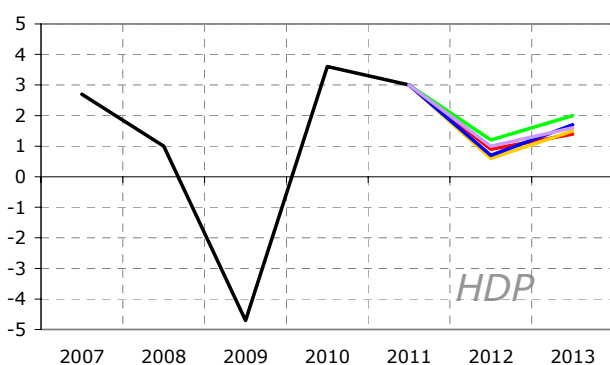
— HIST — CF, 6/12 — MMF, 4/12
— OECD, 5/12 — EK, 5/12 — Fed, 4/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	1,7					
2012		2,2	2,1	2,4	2,0	2,7
2013		2,4	2,4	2,6	2,1	2,9

NĚMECKO

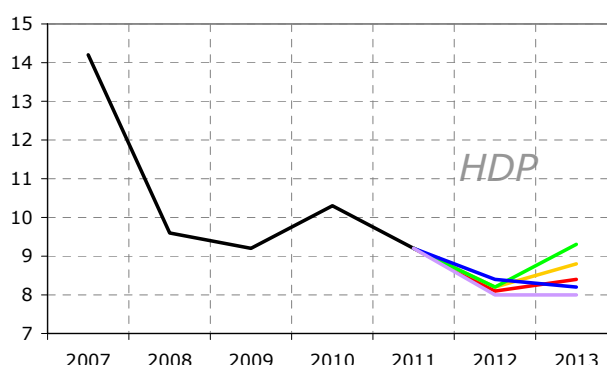
— HIST — CF, 6/12 — MMF, 4/12
— OECD, 5/12 — EK, 5/12 — DBB, 6/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	3,0					
2012		0,9	0,6	1,2	0,7	1,0
2013		1,4	1,5	2,0	1,7	1,6

ČÍNA

— HIST — CF, 6/12 — MMF, 4/12
— OECD, 5/12 — EK, 5/12 — BOFIT, 3/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2011	9,2					
2012		8,1	8,2	8,2	8,4	8,0
2013		8,4	8,8	9,3	8,2	8,0

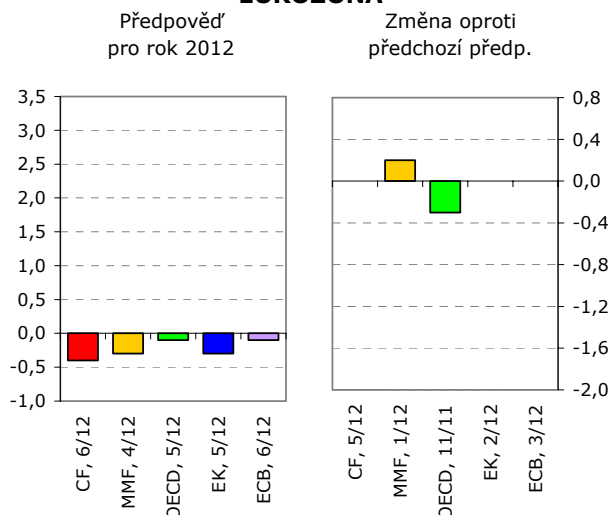
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

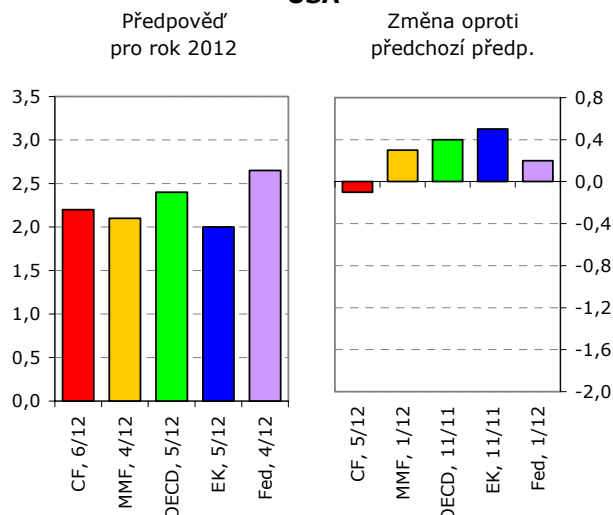
Červnová prognóza na **letošní rok** se pro eurozónu nezměnila (CF a ECB). Výhled pro Německo se naopak zlepšil o 0,1 p.b. dle CF a o 0,4 p.b. dle DBB. O 0,1 p.b. slabší ekonomický růst ve srovnání s prognózou z minulého měsíce očekává CF ve Spojených státech. CF zároveň snížil výhled růstu HDP Číny o 0,2 p.b.

EUROZÓNA



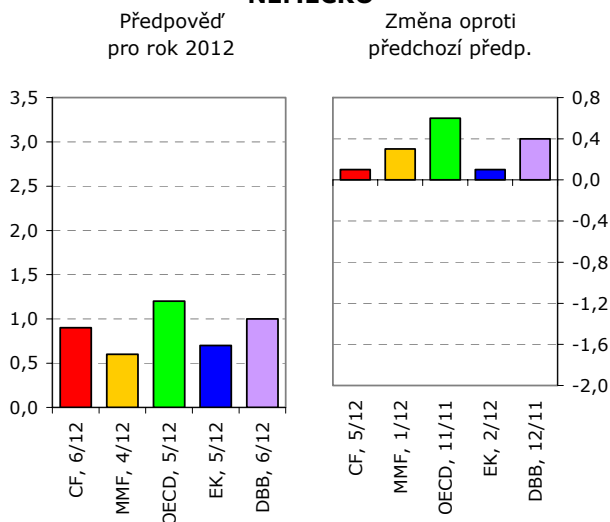
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
Změna		0,0	0,2	-0,3	0,0	0,0

USA



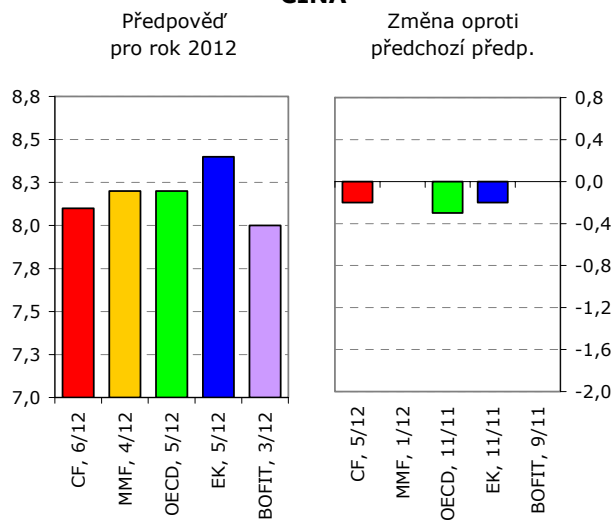
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,7	2,2	2,1	2,4	2,0	2,7
Změna		-0,1	0,3	0,4	0,5	0,2

NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	3,0	0,9	0,6	1,2	0,7	1,0
Změna		0,1	0,3	0,6	0,1	0,4

ČÍNA



	2011	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	9,2	8,1	8,2	8,2	8,4	8,0
Změna		-0,2	0,0	-0,3	-0,2	0,0

Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu.

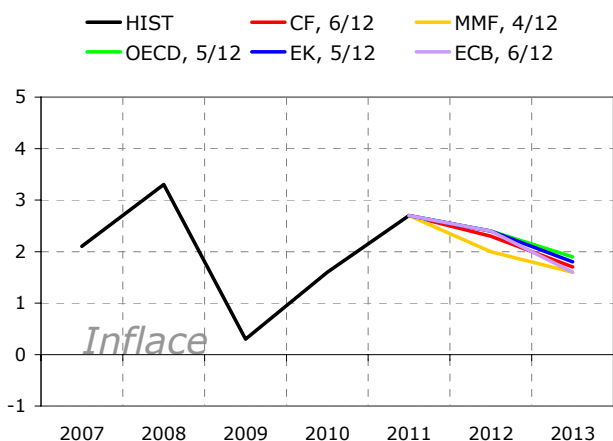
[Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.3 Inflace

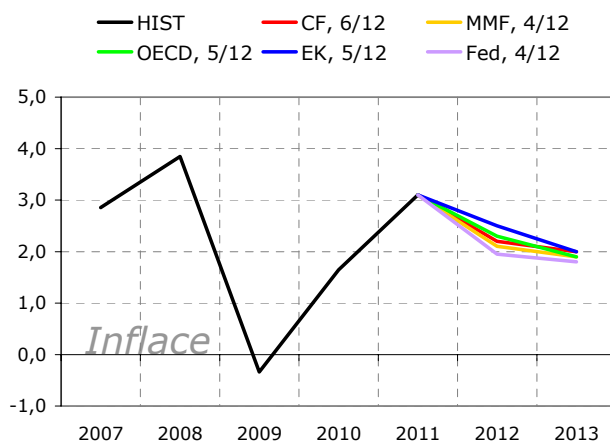
Inflace ve sledovaných vyspělých ekonomikách zůstane **v roce 2012** podle nových odhadů CF, ECB a DBB v rozpětí 2,1 – 2,4 % a růst spotřebitelských cen v Číně by neměl překročit 3,3 % (CF). **Příští rok** lze očekávat zmírnění inflačních tlaků. Růst cen v eurozóně a Německu poklesne na 1,6 až 1,9 % pod vlivem, mimo jiného, klesajících cen energií. Na 2% úroveň se sníží inflace v USA a inflace v Číně naopak vzroste na 3,6 %.

EUROZÓNA



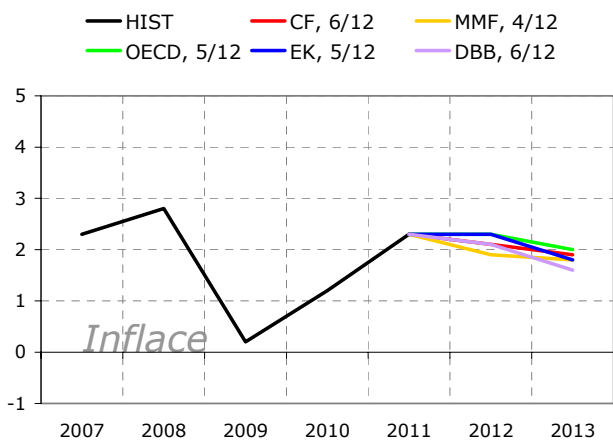
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	2,7					
2012		2,3	2,0	2,4	2,4	2,4
2013		1,7	1,6	1,9	1,8	1,6

USA



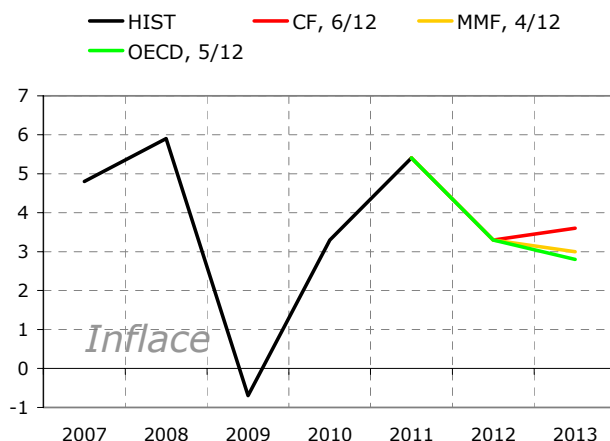
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	3,1					
2012		2,2	2,1	2,3	2,5	2,0
2013		2,0	1,9	1,9	2,0	1,8

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	2,3					
2012		2,1	1,9	2,3	2,3	2,1
2013		1,9	1,8	2,0	1,8	1,6

ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD
2011	5,4			
2012		3,3	3,3	3,3
2013		3,6	3,0	2,8

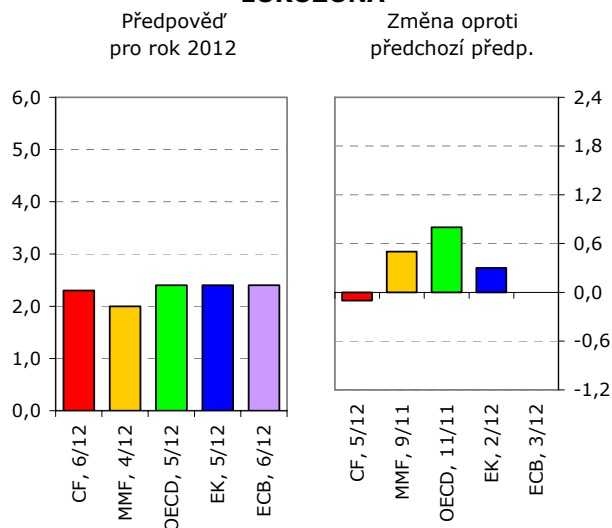
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi

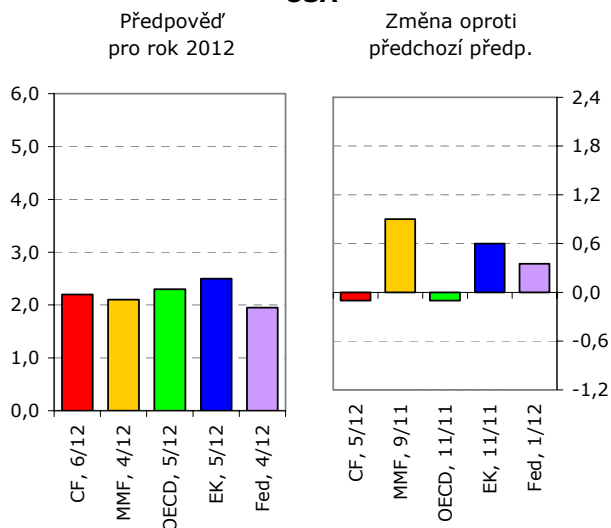
Červnový CF ponechal výhled inflace v eurozóně a Německu na **letošní rok** beze změny. Inflace ve Spojených státech a Číně by naopak měla být o 0,1 p.b. nižší oproti výhledu z minulého měsíce. ECB výhled inflace pro eurozónu nezměnila. DBB zvýšila očekávané tempo růstu cen v Německu o 0,3 p.b. oproti své prosincové prognóze.

EUROZÓNA



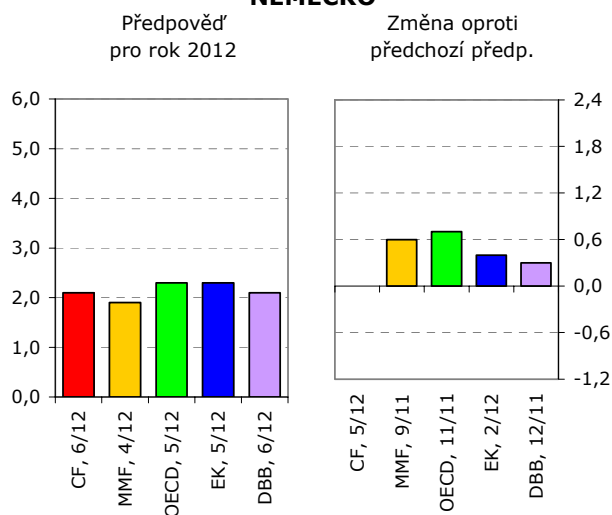
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	2,3	2	2,4	2,4	2,4
Změna		-0,1	0,5	0,8	0,3	0,0

USA



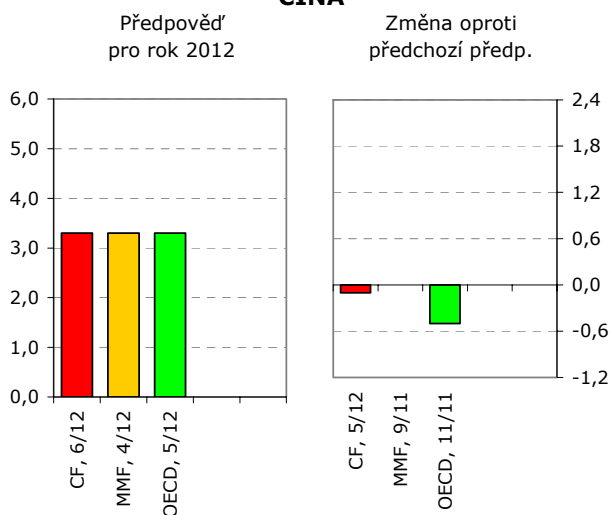
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,1	2,2	2,1	2,3	2,5	2,0
Změna		-0,1	0,9	-0,1	0,6	0,4

NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	2,3	2,1	1,9	2,3	2,3	2,1
Změna		0,0	0,6	0,7	0,4	0,3

ČÍNA

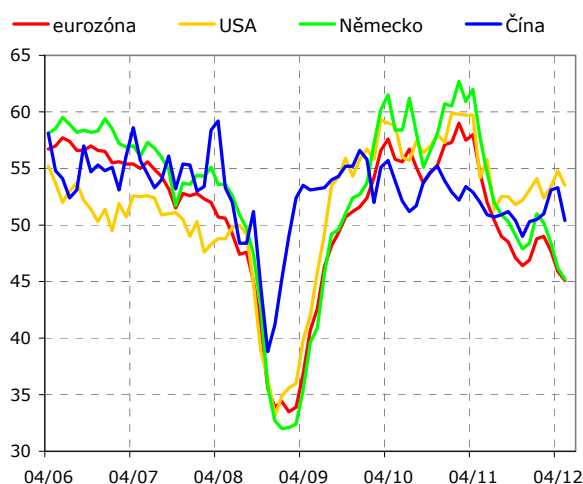


	2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	3,3	3,3	3,3
Změna		-0,1	0,0	-0,5

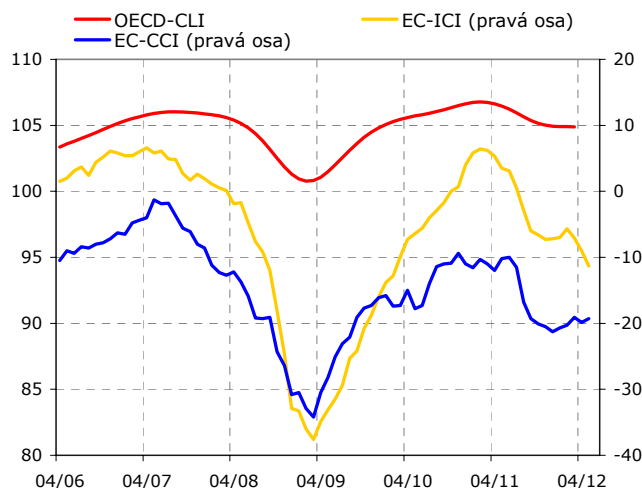
Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

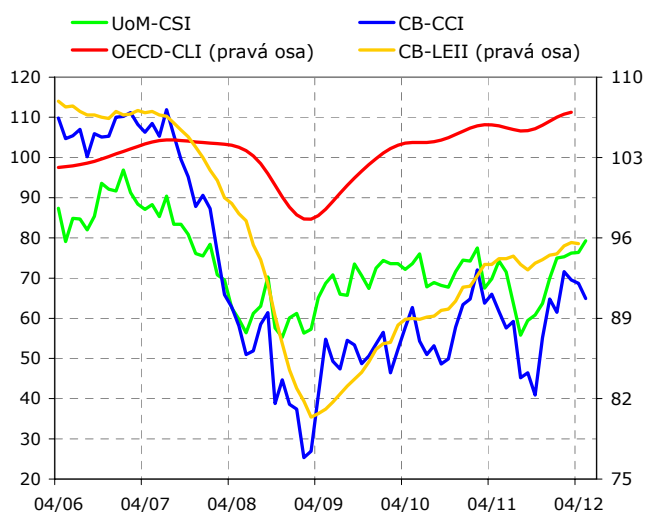
Výhled pro ekonomický vývoj ve druhé polovině letošního roku se z pohledu předstihových ukazatelů v červnu proti předchozímu měsíci zhoršil. PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se snížil ve všech sledovaných zemích a regionech. Přesto lze očekávat příznivější vývoj americké ekonomiky ve srovnání s ekonomikou evropskou. V USA se sice PMI snížil, ale zůstává významně nad 50% hranicí. Americké kompozitní ukazatele stagnovaly a odhad budoucí spotřebitelské poptávky není zřejmý – jeden ukazatel spotřebitelské důvěry se snížil, druhý zvýšil. PMI za eurozónu se dále ponořil pod úroveň 50 bodů, ale klesaly či stagnovaly i ostatní sledované předstihové ukazatele. Pro Německo lze očekávat pokles průmyslové výroby: PMI v průmyslu se dále snížil pod 50% hranici a další ukazatele nálady v průmyslu také klesají. Důvěra spotřebitelů naopak pokračovala v růstu.

PMI V PRŮMYSLU


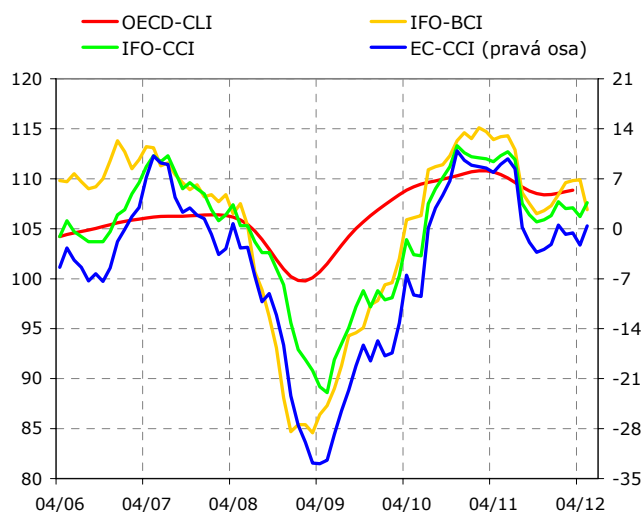
	EA	US	DE	CN
3/12	47,7	53,4	48,4	53,1
4/12	45,9	54,8	46,2	53,3
5/12	45,1	53,5	45,2	50,4

EUROZÓNA


	OECD-CLI	EC-ICI (pravá osa)	EC-CCI (pravá osa)
3/12	104,9	-7,1	-19,1
4/12		-9,0	-19,9
5/12		-11,3	-19,3

USA


	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
3/12	106,9	95,6	76,2	69,5
4/12		95,5	76,4	68,7
5/12			79,3	64,9

NĚMECKO


	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
3/12	108,9	109,8	107,1	-0,6
4/12		109,9	106,2	-2,3
5/12		106,9	107,6	0,4

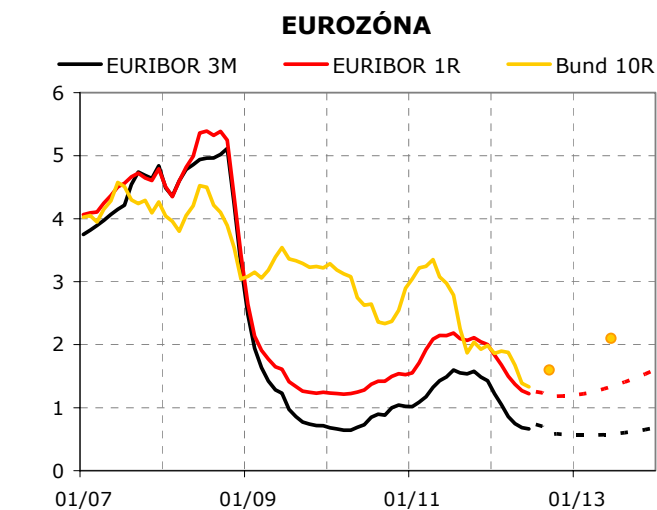
Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Na konci května se pokles nezajištěných mezibankovních sazeb EURIBOR 3M i 1R zastavil. Na konci první červnové dekády se pohybuje tříměsíční sazba na úrovni 0,66 % a jednoletá sazba na úrovni 1,22 %. Předpověď na základě implikovaných sazeb se oproti minulému měsíci opět posunula směrem dolů, přičemž v druhé polovině roku 2012 by měly sazby dále klesat. Ani na červnovém zasedání ECB sazby nezměnila, přičemž očekává do konce roku inflaci nad 2 %. Rizika hospodářského růstu jsou podle ECB spíše směrem dolů. V květnu se také zastavil pokles rizikových premií pro obě splatnosti.

Na konci května zaznamenal průměrný výnos německého desetiletého vládního dluhopisu výrazný propad, když se opět zvýšila poptávka po bezpečných aktivech v souvislosti nejistým vývojem v eurozóně. Nová předpověď CF se opět posunula dolů po celém horizontu, přičemž za rok by sazba 10R Bundu měla přesáhnout 2 %.



	05/12	06/12	12/12	06/13	12/13
EURIBOR 3M	0,69	0,66	0,57	0,58	0,67
EURIBOR 1R	1,27	1,22	1,19	1,33	1,58
	05/12	06/12	09/12	06/13	
Bund 10R	1,39	1,33	1,60	2,10	

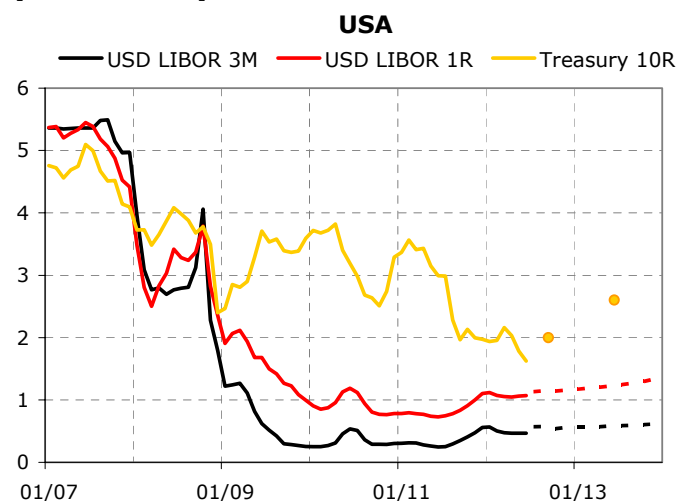
Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 11. června 2012]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Dolarové sazby LIBOR 3M i 1R se v květnu podobně jako v minulých měsících výrazně nezměnily. Tříměsíční sazba se pohybuje na úrovni 0,5 % a jednoletá na úrovni 1,1 %. Mírně rostoucí zůstala rovněž trajektorie implikovaných budoucích sazeb LIBOR, přičemž výraznější nárůst se očekává u jednoletých sazeb. Do konce roku 2013 by 3M sazby měly vzrůst jen o 0,15 p.b. a 1R sazby o 0,3 p.b.

Na amerických dluhopisových sazbách se stále odráží averze k riziku spojená s vývojem v eurozóně. Na začátku června poklesl výnos desetiletého vládního dluhopisu USA pod 1,5 % a také nová předpověď CF se oproti minulému měsíci posunula směrem dolů.



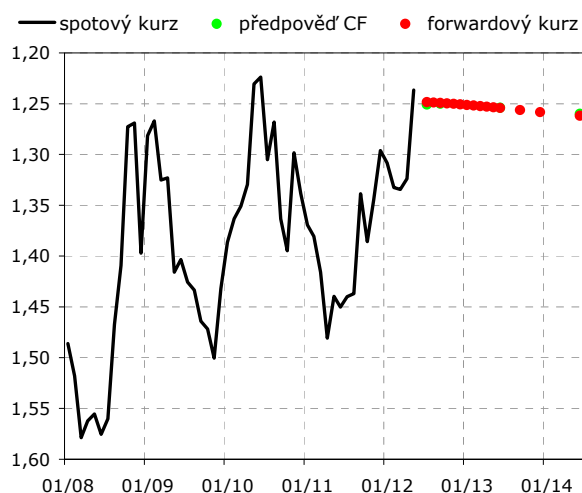
	05/12	06/12	12/12	06/13	12/13
USD LIBOR 3M	0,47	0,47	0,56	0,58	0,62
USD LIBOR 1R	1,06	1,07	1,16	1,23	1,35
	05/12	06/12	09/12	06/13	
Treasury 10R	1,78	1,62	2,00	2,60	

Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 11. června 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

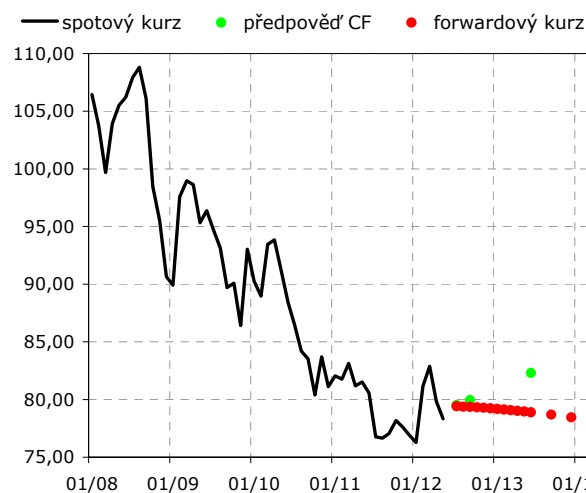
Pokračující nejistota ohledně politické a ekonomické situace v eurozóně přinesla v květnu další oslabení eura vůči americkému dolaru. Na začátku června požádalo Španělsko o mezinárodní finanční pomoc pro domácí bankovní sektor. S obavami bylo také vyhlíženo další kolo voleb v Řecku, kde stále reálně hrozí odmítnutí reformy a odchod země z eurozóny. V květnu 2012 i z tohoto důvodu kurz eura vůči americkému dolaru oslabil až pod 1,23 USD/EUR a také nová předpověď se posunula směrem ke slabším hodnotám eura. Nový CF očekává stabilitu kurzu v dvouletém horizontu okolo 1,25 USD/EUR. Obavy z dluhové krize v eurozóně způsobily oslabení britské libry, což se odrazilo také na horším výhledu. Kurz se bude do konce roku pohybovat okolo 1,55 USD/GBP. V době zvýšené averze k riziku však pokračuje zájem o švýcarský frank a japonský jen. V případě jenu jej navíc podpořily i příznivé zprávy z japonské ekonomiky a červnový výhled přinesl posun směrem k silnějším hodnotám jenu.

USD/EUR



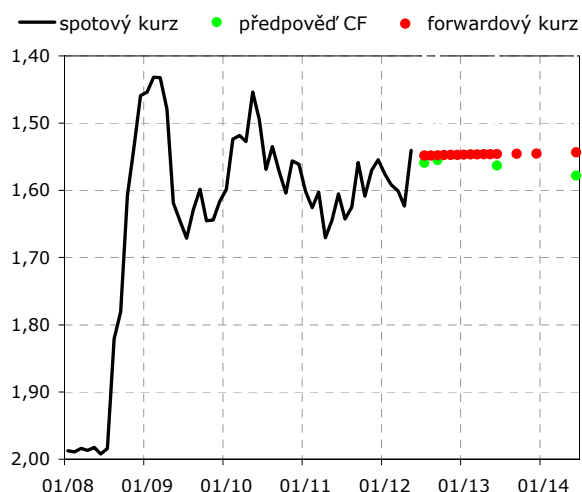
	11/6/12	07/12	09/12	06/13	06/14
spotový kurz	1,248				
předpověď CF		1,251	1,250	1,254	1,260
forwardový kurz	1,248	1,249	1,254	1,262	

JPY/USD



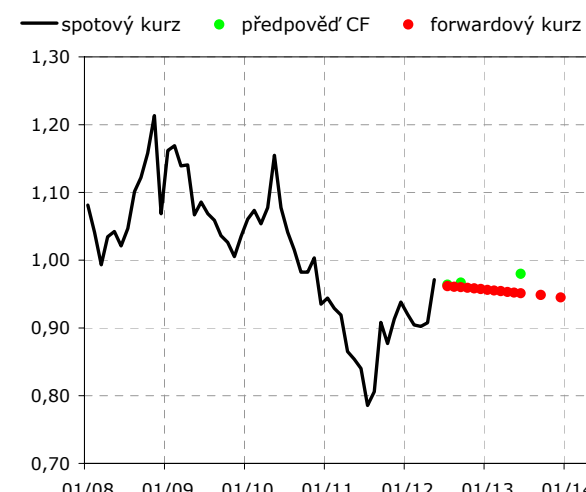
	11/6/12	07/12	09/12	06/13	06/14
spotový kurz	79,44				
předpověď CF		79,52	79,94	82,30	86,31
forwardový kurz	79,41	79,35	78,88	77,99	

USD/GBP



	11/6/12	07/12	09/12	06/13	06/14
spotový kurz	1,549				
předpověď CF		1,559	1,555	1,563	1,578
forwardový kurz	1,548	1,548	1,546	1,544	

CHF/USD



	11/6/12	07/12	09/12	06/13	06/14
spotový kurz	0,962				
předpověď CF		0,964	0,967	0,980	1,007
forwardový kurz	0,962	0,960	0,951	0,939	

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data 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) možnosti zajištění budoucího kurzu.

[Uzávěrka dat: 15. června 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

VI.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent začala od dubna trendově oslabovat. V květnu se propad ještě zrychlil a na počátku června se cena poprvé od února 2011 opět dostala pod hranici 100 USD/barel. Cena klesala mj. v reakci na údaje o nižší poptávce (zejména z Číny), ale i na slabší ukazatele vývoje průmyslu a služeb v eurozóně a horší data z amerického trhu práce. Cenu ropy tlačilo dolů i posilování USD, když euro nejprve negativně reagovalo na zhoršující se politickou situaci v Řecku a poté ve druhé polovině května i na finanční situaci ve Španělsku. K nižším cenám ropy přispívá i nabídková strana. Produkce zemí OPEC se pohybuje poblíž mnohaletých maxim (když rostoucí produkce Iráku a Saudské Arábie kompenzuje klesající vývoz z Íránu) a roste i těžba zemí mimo OPEC (především v USA a Kanadě). Komerční zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD v dubnu a květnu rostly. Výhled cen ropy se posunul oproti minulému měsíci o cca 13 USD/b směrem dolů, ale zároveň se značně zmenšil sklon klesající futures křivky. Díky výraznému poklesu cen ropy by měly začít postupně klesat i ceny zemního plynu.

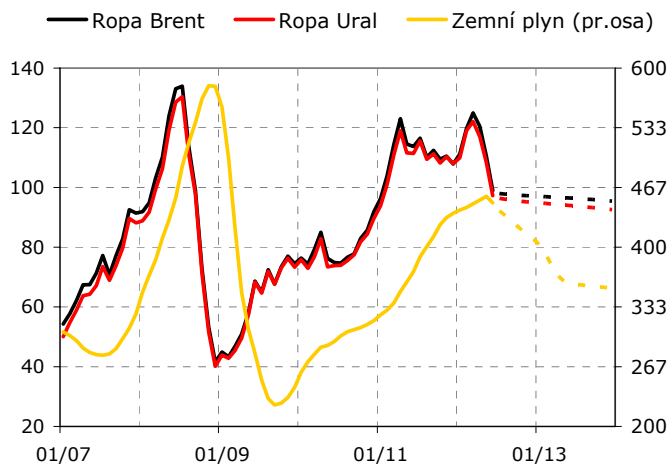
VI.2 Ostatní komodity

Zatímco index cen potravinářských komodit se v průběhu uplynulého měsíce vyvíjel v souladu s minulou předpovědí (jen malý pokles) a jeho výhled se tudíž prakticky nezměnil, index cen průmyslových kovů pokračoval dále v prudkém poklesu a jeho předpověď se tak posunula o cca 4 % níže. Další silný pokles ceny zaznamenaly i technické plodiny (bavlna, kaučuk).

U potravin byl vývoj cen jednotlivých komodit značně heterogenní. Cena pšenice při vysoké volatilitě mírně vzrostla a i její výhled zůstává růstový. Cena rýže naopak poklesla při růstovém výhledu. Ceny kukuřice i sóji byly rovněž volatilní, ale prakticky se nezměnily, u sóji se očekává pokles ceny. Cena kávy pokračovala ve strmém poklesu a mírně poklesla i cena kakaa. Cena vepřového masa prudce vzrostla, zatímco cena hovězího masa stagnovala s výhledem růstu na další historické maximum.

Z průmyslových kovů nejvíce poklesly ceny hliníku a mědi. Klesala i cena oceli, naopak ke zpomalení cenového poklesu došlo u uhlí.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

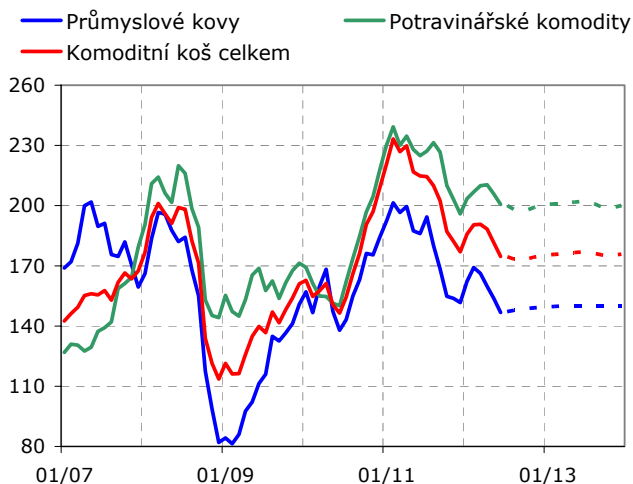


	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	98,9	97,2	96,4	95,5
Ropa Ural	97,3	95,0	93,9	92,6
Zemní plyn	449,5	410,0	359,0	354,3

Poznámka: Cena ropy Brent je v USD/barel (kotace ICE). Cena ruského zemního plynu na hranici s Německem je v USD/1000m³ (databáze MMF). Budoucí ceny plynu jsou odvozeny od cen ropy. Přerušovaná čára znamená výhled. [Uzávěrka dat: 11. června 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	146,7	149,3	150,2	150,1
Potravinářské komodity	200,6	200,3	202,2	200,1
Komoditní koš celkem	174,6	175,1	176,9	175,8

Poznámka: Graf zobrazuje cenové indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled na základě futures kontraktů.

[Uzávěrka dat: 11. června 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

OHLÉDNUTÍ ZA JARNÍM ZASEDÁNÍM INSTITUTU PRO MEZINÁRODNÍ FINANCE¹

Jarní setkání členů Institutu pro mezinárodní finance (IIF)² se letos konalo 6. až 8. června v dánské Kodani. Makroekonomickým týmem IIF byl prezentován aktuální výhled světové ekonomiky, kde pokračuje růstová divergence mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami. Další diskuse se zejména soustřeďovaly na evropskou dluhovou krizi, jejíž definitivní řešení je stále v nedohlednu. V této souvislosti byl diskutován návrh na vytvoření evropské bankovní unie, v případě které je však prozatím velice nejasné její fungování. Dále na konferenci proběhly dva speciální panely. Jeden věnovaný perspektivám ekonomiky Spojených států a druhý složený z ministrů financí skandinávských zemí byl zaměřen na relativně dobré výsledky severovýchodních ekonomik v době finanční krize. V neposlední řadě se diskutovaly možné dopady reformy bankovní regulace, která může mít za následek oslabení ekonomické aktivity vzhledem k tlaku na snižování bilancí bank (deleveraging).³

1. Výhled světové ekonomiky

Aktuální výhled světové ekonomiky je charakteristický zvýšenou nejistotou danou probíhající finanční krizí. Obecně panuje v současnosti hodně pesimistické ovzduší a podle vyjádření hlavního ekonoma IIF dojde pravděpodobně k přehodnocení jejich stávajících výhledů směrem dolů. I když momentální slabost vyspělých ekonomik může podkopat sílu rozvíjejících se ekonomik, tak pokračuje růstová divergence mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami. Nejslabším článkem globální ekonomiky je v současnosti kvůli probíhající dluhové krizi eurozóna, ale zvláštní zřetel je nutné brát i na ekonomiku Spojených států. Na konci roku 2012 totiž vyprší platnost dosavadních daňových úlev a dojde k omezení některých mandatorních výdajů, což by se tvrdě projevilo na ekonomickém růstu. Z tohoto pohledu je pro výhled americké ekonomiky velice důležitý výsledek listopadových prezidentských voleb. Nezanedbatelný je i fakt, že současné problémy eurozóny se negativně promítají do ekonomiky Spojených států v důsledku výrazné provázanosti jejich finančních sektorů. I přes malou exponovanost amerických bank vůči zemím GIIPS⁴ totiž existuje výrazná provázanost vůči bankám EU.

Evropské a americké banky mají příliš mnoho aktiv. Bankovní bilance jsou značně zatíženy a banky čelí zvýšené potřebě kolaterálu při řízení své likvidity. Pohledem na vývoj amerických, německých a japonských výnosů existuje paralela mezi minulou zkušeností Japonska a současným vývojem v eurozóně a ve Spojených státech. V současnosti jsou tedy vyspělé země s určitým časovým posunem na japonské trajektorii.

¹ Autorem je Filip Novotný (Filip.Novotny@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou autorovy vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² IIF (iif.com) je mezinárodní sdružení zejména velkých finančních institucí, které vzniklo v roce 1982 v reakci na mezinárodní dluhovou krizi. Mezi jeho členy patří většina hlavních komerčních a investičních bank, rostoucí počet pojišťoven a investičních firem.

³ Večerní program byl věnován vzdání holdu dnes již bývalému předsedovi IIF a zároveň předsedovi představenstva Deutsche Bank Josefu Ackermannovi, který v letošním roce oba posty opustil a v čele IIF ho vystřídal Douglas Flint z HSBC. Zároveň na konferenci oznámil svou rezignaci dosavadní ředitel IIF Charles H. Dallara.

⁴ Řecko, Irsko, Itálie, Portugalsko, Španělsko.

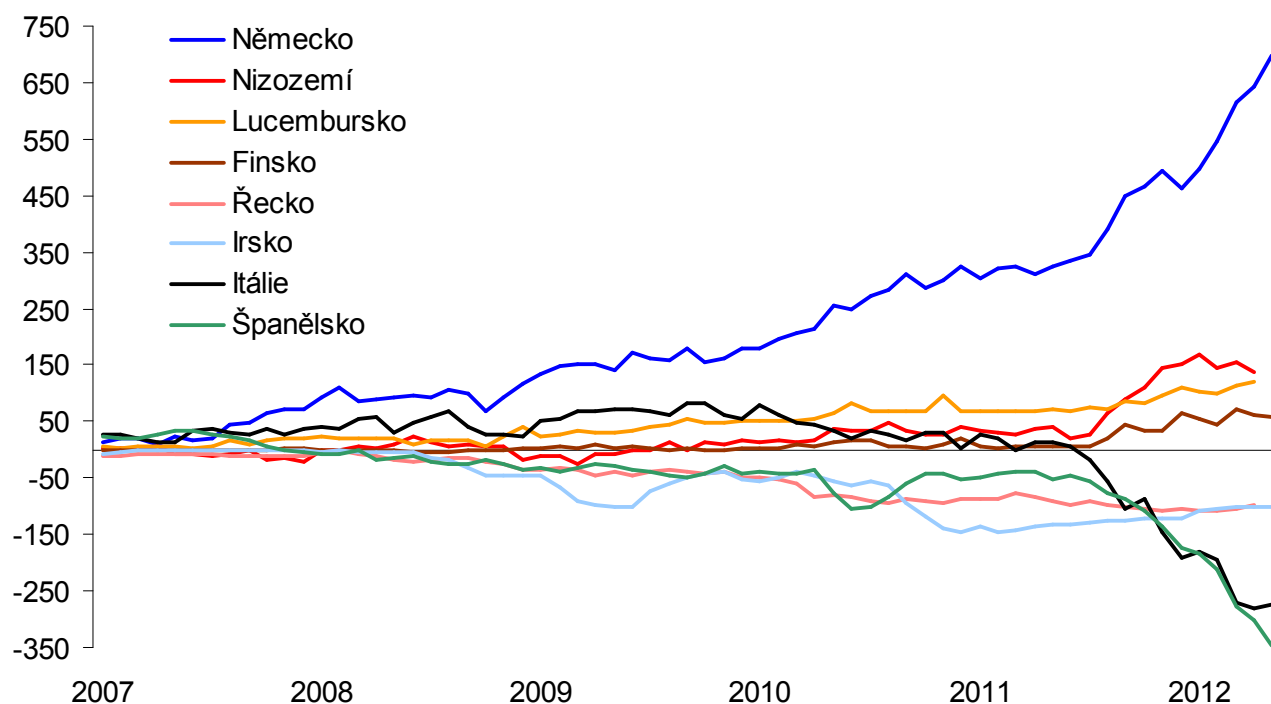
Tabulka VII-1: Výhled růstu HDP podle IIF a srovnání s červnovým CF (v %)

	2012		2013	
	IIF	CF	IIF	CF
Spojené státy	2,4	2,2	2,5	2,4
Eurozóna	-0,2	-0,4	0,9	0,7
Japonsko	2,6	2,5	1,5	1,3
Latinská Amerika	3,5	-	4,4	-
Rozvíjející se Evropa	2,8	-	3,6	-
Rozvíjející se Asie	7,0	-	7,6	-

Zdroj: IIF, CF.

2. Eurozóna

Eurozóna jako celek by měla v letošním roce mírně poklesnout (tabulka VII-1). V prvním čtvrtletí ještě sice stagnovala, ale další výhled je slabý vzhledem k obrovským finančním rizikům. Již výsledky za druhé čtvrtletí 2012 budou nepříjemné. Obecně je makroekonomická situace v Evropě charakteristická hledáním kompromisu mezi velikostí vládních úsporných opatření a ekonomickým růstem. Nicméně i v rámci eurozóny existují výrazné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Zazněl názor, že různá dosavadní členění Evropy by se měla změnit na členění na země severního a jižního křídla. Achillovu patu eurosystému představují nerovnováhy v evropském přeshraničním mezibankovním platebním systému TARGET2, které neodrážejí nerovnováhy na běžných účtech platební bilance, ale jsou dány tržním sentimentem (obrázek VII-1).

Obrázek VII-1: Nerovnováhy v systému TARGET2 (mld. EUR)

Zdroj: Institute of Empirical Economic Research - Universität Osnabrück

3. Skandinávské země

Relativně dobrou ekonomickou situaci zemí severního křídla dokresloval panel složený z ministrů financí skandinávských zemí (Norska, Švédsko a hostitelského Dánska). Všichni se shodli na tom, že nejcennějším zdrojem, který je třeba podporovat a zaměřit se na něj, je lidský kapitál, což je ještě umocněno procesem stárnutí evropské populace. Švédský zástupce v tomto kontextu zmínil také potřebu zaměřit se na integraci přistěhovalců. Dále byla představena některá vládní opatření na povzbuzení ekonomiky, jako například snížení majetkových daní ve Švédsku. Byl zmíněn také nedávný vysoký příliv kapitálu do Dánska, které patří vedle často zmiňovaného Německa k dalším zemím se statutem bezpečného finančního přístavu. Nedávná poptávka po pětiletých vládních dluhopisech byla tak vysoká, že jejich výnosy dosahovaly záporných hodnot.

Ve svém projevu dánská premiérka H. Thorning-Schmidtová uvedla, že skandinávské země jsou typickým příkladem kombinace zdravých veřejných financí, ekonomického růstu a solidarity. Dánsko provedlo daňovou reformu, při níž snížilo zdanění pracovní síly. Mezi další reformní agendu patří zvýšit účast na pracovním trhu, zajistit zdravé veřejné finance, produktivitu a konkurenceschopnost. V neposlední řadě zmínila proces stárnutí populace s tím že, pokud žijeme déle, tak bychom měli také odcházet později do důchodu.

4. Latinská Amerika a Asie

Podobně optimisticky vyzněla také prezentace výhledu pro oblast Latinské Ameriky, kde převažuje nízké veřejné zadlužení (pod průměrem OECD) a solidní kondice bankovního sektoru měřeno kapitálovou přiměřeností a podílem deposit k úvěrům. Bankovní sektor v Latinské Americe je rovněž odolný vůči deleveragingu v eurozóně. Vlády nadto uplatňují proticyklickou fiskální politiku.

Podobně je na tom oblast Asie. Růst spotřebitelských cen v Číně je pod kontrolou, což umožňuje čínské centrální bance uvolnit měnovou politiku. I když Číně žádné prudké přistání nehrozí, tak si nadále zřejmě nemůže dovolit téměř 10% ekonomický růst. Z dlouhodobého pohledu je udržitelný růst HDP odhadován na 7 %. Čína se navíc snaží povzbuzovat sektor služeb, s čímž je spojeno určité omezování sektoru průmyslu. Tímto způsobem se snaží více vybalancovat ekonomiku.

5. Výhled ekonomiky Spojených států

Panel věnovaný Spojeným státům viděl rizika růstu americké ekonomiky převážně směrem dolů. Profesor M. Feldstein z Harvardské univerzity uvedl, že i přes relativně optimistický začátek roku bude ve Spojených státech stěžejí dosažení růstu přes 2 % a možná bude dosažen i růst pouze pod 1 %. V posledních měsících byly zaznamenány mnohem slabší přírůstky v zaměstnanosti, která má velký efekt na HDP, neboť 70 % HDP Spojených států představuje osobní spotřeba. Míra nezaměstnanosti dosahuje 8,2 % a trh práce je stále slabý (mnoho vedlejších pracovních úvazků). Celkově příjmy zaměstnaných v současnosti klesají. Spotřebitelská důvěra byla silně zasažena a maloobchodní tržby na hlavu začaly klesat. Rizikem jsou také exporty, které se v prvním čtvrtletí podílely 50 % na růstu HDP, nicméně nyní je eurozóna v recesi a Japonsko i zbytek Asie zpomalují svůj hospodářský výkon. Feldstein dále zpochybnil efektivnost politiky kvantitativního uvolňování prováděné Fedem. Připustil, že kvantitativní uvolňování mělo efekt ve čtvrtém čtvrtletí 2010, ale jeho účinnost výrazně poklesla v roce 2011. Zaznamenaný efekt v podobě růstu akciového trhu je navíc pro domácnosti méně důležitý. Domácnosti sledují zejména vývoj na trhu nemovitostí, kde zatím stále čtvrtina vlastníků domů dluží na hypotéce více, než je skutečná cena jejich domu, což vede k silným motivům k defaultu.

Rozpočtový deficit Spojených států dosáhl 7 % HDP. Veřejný dluh narostl během několika let z dlouhodobé úrovně 40 % až na 70 % HDP a v horizontu deseti let pravděpodobně vzroste až na 100 % HDP. Příčinou je zejména růst výdajů na různé sociální programy. Po listopadových volbách tak budou zřejmě muset nastat určité kompromisy.

Zástupce Goldman Sachs byl mírně optimističtější ohledně americké ekonomiky. Nicméně s tím, jak se přibližuje konec letošního roku, také vyprší, pokud nedojde k legislativním změnám, dosavadní daňové úlevy a nastanou miliardové škrty v mandatorních výdajích vládního rozpočtu, které byly oddáleny po debatách o rozpočtovém stropu z léta 2011. Ekonomice Spojených států tak potenciálně hrozí, že narazí na začátku příštího roku na „fiskální útes“ v rozsahu přibližně 600 mld. USD. Pokud Kongres nepřijme žádná legislativní opatření, tak by to zcela jistě způsobilo recesi ve Spojených státech. Velkou nejistotou pro ekonomiku Spojených států tudíž zůstává fiskální politika a výsledky voleb.

Podle Goldman Sachs by se při nezměněné v současnosti platné legislativě dostavil negativní efekt do růstu HDP přesahující 3 procentní body v prvních dvou čtvrtletích roku 2013 (IIF odhaduje efekt v rozsahu 2,6 procentního bodu, ovšem za celý rok 2013). Nicméně nejpravděpodobnější scénář Goldman Sachs počítá s efektem mírně nad 1 procentním bodem v prvním čtvrtletí 2013, který postupně vymizí. Základní scénář IIF počítá pro celý rok 2013 s negativním efektem v rozsahu 1,3 procentního bodu.

Co se týče měnové politiky, tak Fed v současnosti míjí svůj druhý cíl, kterým je podpora zaměstnanosti. Zejména dlouhodobá nezaměstnanost s sebou nese vysoké náklady.

6. Možná východiska ze současné situace

Obecně zaznělo, že ve světě existují obrovské rozdíly v nastavení hospodářských politik. Zatímco například banky ve Spojených státech a v EU mají velice exponované bilance, tak banky v Asii a Latinské Americe jsou na tom zcela opačně. Z toho vyplývá, že je potřeba mít pro různé regiony rozdílné hospodářské politiky. Z tohoto pohledu mají zejména tvůrci politiky v rozvíjejících se zemích stále široké spektrum možností.

Každá země má svůj vlastní hospodářskopolitický model, nicméně v regulatorní oblasti je nutná existence jednoho modelu. V této souvislosti CH.H.Dallara z IIF uvedl, že úkolem IIF je poskytovat analýzy současné situace a možných budoucích perspektiv, ne působit jako rádce politikům. Podle J. Rostowského, ministra financí Polska, je současná evropská finanční krize krizí evropských politických institucí.

Co se týká rychle rostoucích rozvíjejících se ekonomik, tak u nich zatím existují rezervy v rozvinutosti vlastních kapitálových trhů. Zatím je totiž 85 % kapitálu poskytováno pouze bankami. Za pozornost stojí, že vzájemné investice mezi rozvíjejícími se ekonomikami dramaticky narostly. Určitý zpětný vývoj z pohledu rozvinutosti finančního trhu lze spatřovat v Řecku, kde přes úspěch restrukturalizace vládního dluhu (účast 97 % věřitelů) byly nové řecké dluhopisy upsány podle práva Velké Británie.

Mezi jinými proběhla také diskuse o možnosti řešení evropské dluhové krize v podobě bankovní unie. Podle hlavního ekonoma IIF zůstává stejně jako v případě návrhu fiskální unie otázkou, kdo by byl ochoten nést zátěž v případě bankovního sektoru. Bankovní unie existuje de facto v každé členské zemi, ale není jasné, jak by měla vypadat na unijní úrovni.

Nový je v oblasti regulace vztah mezi soukromým a veřejným sektorem, kdy zákonodárci tlačí regulátory k více proaktivnímu přístupu. To je změna oproti předchozímu období. První krok k jednotnému dohledu představují tři nové panevropské

finanční autority - Evropská bankovní autorita, Evropská finanční autorita a Evropská pojišťovací autorita. J. Lemierre z BNP Paribas uvedl, že v případě bankovního dohledu není nutné pouze přidávat další úroveň dohledu, ale zejména skutečně integrovat národní dohledy. K bankovní unii dále poznamenal, že v současnosti již vlastně existuje unie likvidity, kterou zajišťuje ECB. Klíčová však bude debata o systému rekapitalizace. Na cestě k užší měnové unii představuje bankovní unie správnou cestu. V určitém smyslu je bankovní unie velký krok na cestě k fiskální unii. Nicméně A.A.Weber z UBS poznamenal, že všichni chápeme ten směr z dlouhodobého hlediska, ale krátkodobě nikdo neví, co by to znamenalo. Stále tedy zůstávají výrazné nejistoty o způsobu řešení současné situace, který by mohl částečně odkrýt červnový summit EU.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BR	Brazílie
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ES	Španělsko
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
GR	Řecko
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
ICE	Intercontinental Exchange
IE	Irsko
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IN	Indie
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
IT	Itálie
JP	Japonsko
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
PT	Portugalsko
RU	Rusko
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

2012

	č. GEVU
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6

2011

	č. GEVU
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12