

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2014

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	4
II.3 Německo	5
II.4 Japonsko	5
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	6
III.1 Čína	6
III.2 Indie	6
III.3 Rusko	7
III.4 Brazílie	7
IV. Grafy výhledů kurzů	8
V. Vývoj na komoditních trzích	9
V.1 Ropa a zemní plyn	9
V.2 Ostatní komodity	10
VI. Zaostřeno na...	11
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny	11
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014	21
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014	21
A3. Seznam zkratk použitých v GEVu	21
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu	22

Datum uzávěrky dat

Týden 10. - 14. března 2014

Sběr dat CF

10. března 2014

Datum publikace GEVu

21. března 2014

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

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

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek lubos.komarek@cnb.cz Garant Shrnutí	Oxana Babecká Kucharčuková oxana.babecka- kucharukova@cnb.cz Editorka III.1 Rusko III.3 Čína	Tomáš Adam tomas.adam@cnb.cz Editor II.1 Eurozóna	Filip Novotný filip.novotny@cnb.cz II.2 Spojené státy	Milan Klíma milan.klima@cnb.cz II.3 Německo
Soňa Benecká sona.benecka@cnb.cz II.4 Japonsko	Marie Duršpek Raková marie.durspek- rakova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	Jan Hošek jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích	Václav Žďárek Zaostřeno na...	

Březnové vydání Globálního ekonomického výhledu 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. Na konci prvního čtvrtletí letošního roku je naše pozornost dále zaostřena na analýzu dopadů finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny. Jejich změny přitom mají význam nejen pro posouzení sladěnosti ekonomiky v prostředí EU (před vstupem do eurozóny), ale mají přímý vliv na konkurenceschopnost ekonomik v širším ekonomickém (globalizovaném) prostředí.

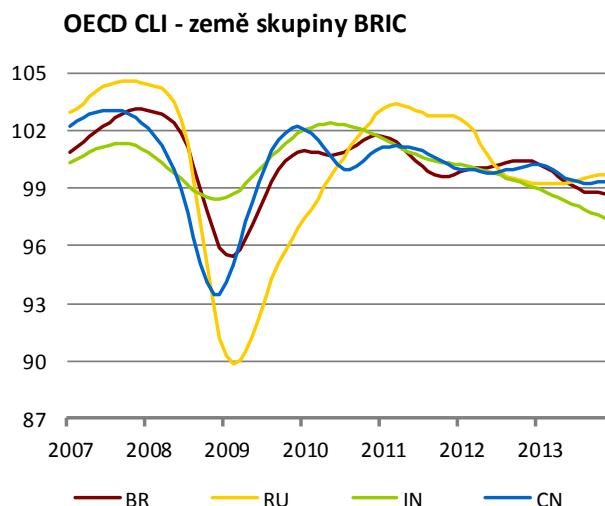
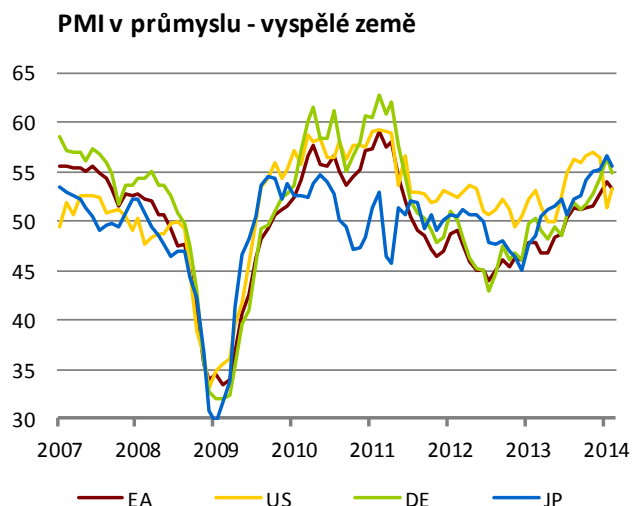
Ekonomický vývoj ve vyspělých zemích se celkově dále mírně zlepšuje, což potvrzují i nadále se zlepšující předstihové ukazatele z průmyslu. Eurozóna by měla zvyšovat svoji ekonomickou dynamiku, nicméně efekty oživení nejsou z důvodu typických zpoždění zatím viditelné na ostře sledovaném trhu práce. Rovněž výhledy inflace se pohybují na velmi nízkých hodnotách, které představují již zřetelnější riziko makrofinanční stability. Další zrychlení ekonomického růstu se očekává i v USA, kde jsou na rozdíl od eurozóny výhledy inflace na hodnotách kolem 2 %. Tato situace umožňuje Fedu nadále provádět politiku nízkých sazeb a jen postupně omezovat měnový stimul. Rovněž japonská ekonomika se vyvíjí uspokojivým směrem (přes dílčí zklamání o příspěvku domácí spotřeby), avšak tamní průmysl bude čelit efektům pozvolna posilujícího jenu.

Čínská ekonomika mírně zpomaluje své hospodářské tempo, a tak tamní vláda vyhlásila cíl udržení růstu pro rok 2014 na hodnotách „kolem 7,5 %“. Pravděpodobnost jeho splnění však pod vlivem přicházejících údajů (např. růst průmyslové produkce) klesá. Ne příliš optimistické výhledy přicházejí pro brazilskou ekonomiku kvůli domácím hospodářským problémům a vyšším inflačním tlakům. Pro ruskou ekonomiku představuje riziko odliv kapitálu a oslabení měny vlivem politického napětí mezi Ruskem a Ukrajinou. Naopak v indickém hospodářství převládají pozitivní výhledy, tj. zvyšování hospodářského růstu při zřetelném desinflačním procesu.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně jsou pro letošní rok nadále nízké, avšak v USA se závěrem letošního roku předpokládá jejich zřetelnější nárůst, který by měl přetrvat i v roce 2015. Americký dolar by měl dle Consensus Forecast vlivem ukončování kvantitativního uvolňování v USA posilovat jak vůči euru, tak vůči japonskému jenu. Posílení dolaru se očekává i vůči brazilské a ruské měně. Dolar nepatrně posílí i vůči indické měně, naopak vůči čínskému renminbi jsou výhledy na jeho oslabení.

Přes pokračující rychle rostoucí těžbu ropy na severoamerickém kontinentu zůstává cena ropy Brent nadále poměrně vysoká díky obnovení růstu poptávky v zemích OECD a díky tamním klesajícím zásobám a jejich nízkému stavu. Přesto výhled cen ropy Brent zůstává v ročním horizontu klesající. K poklesu cen ropy (a surovin obecně, včetně zemního plynu) by mělo přispět i očekávané posílení amerického dolaru v důsledku zpříšňování tamější měnové politiky, což by mělo mít za následek i stahování investorů z komoditních trhů. Na trzích s ostatními komoditami se výhledy jejich cen stabilizovaly, zejména výhledy cen průmyslových kovů, byť aktuálně došlo k viditelnému růstu potravinářských komodit.

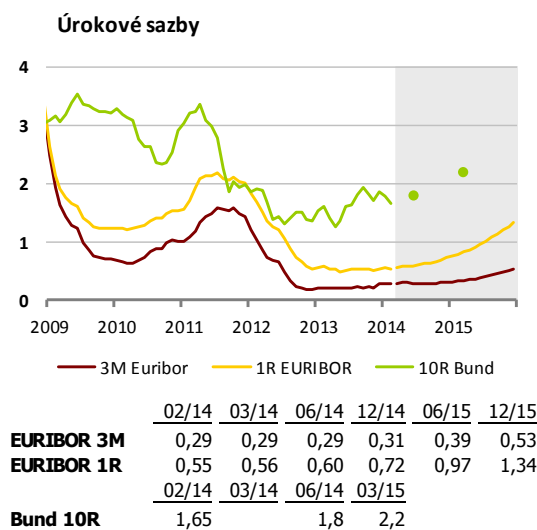
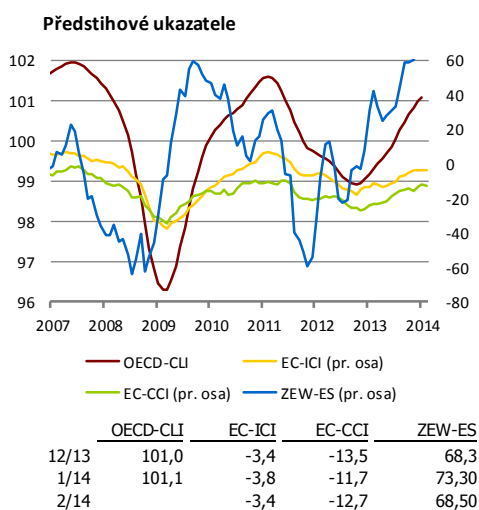
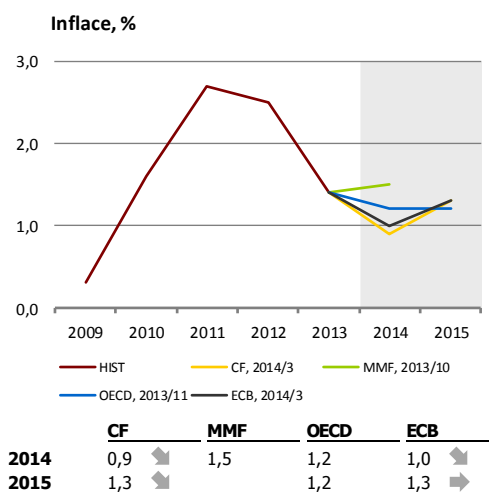
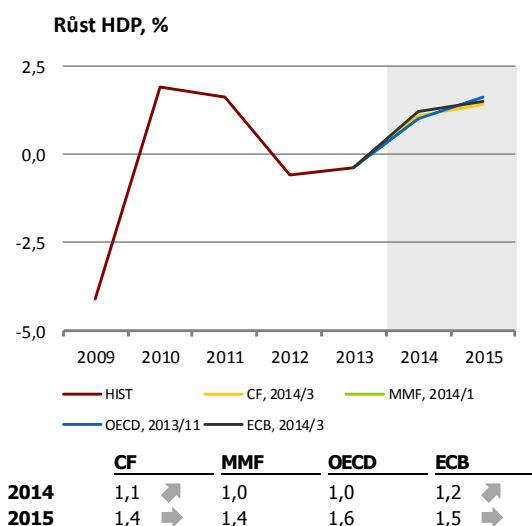
Dostupné řady PMI pro sledované země



II.1 Eurozóna

Mezičtvrtletní růst HDP v eurozóně podle druhého odhadu Eurostatu v posledním čtvrtletí 2013 zrychlil o 0,2 p.b. na 0,3 % a byl tažen čistými vývozy, fixními investicemi a soukromou spotřebou. Naopak tvorba zásob a spotřeba vlády k růstu přispěly záporně. Celkově v roce 2013 HDP v eurozóně poklesl o 0,5 %. Předstihové ukazatele z výrobního sektoru naznačují pokračující oživení i na začátku roku 2014, i přes mírný lednový pokles průmyslové produkce. Pokračující oživení hospodářské aktivity se ale zatím neodrazilo ve vývoji na trhu práce a nezaměstnanost setrvala v lednu již čtvrtý měsíc v řadě na 12 %. Výhled hospodářského růstu eurozóny pro rok 2014 byl revidován mírně směrem nahoru v případě březnového CF a nové předpovědi ECB. ECB navíc zveřejnila o rok prodloužený horizont předpovědi, podle které by měl růst HDP eurozóny v roce 2016 zrychlit na 1,8 %.

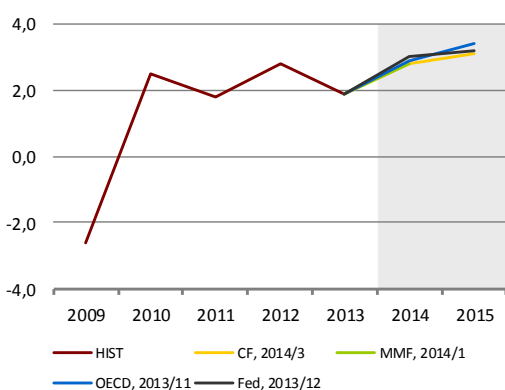
Inflace se v eurozóně i nadále držela na nízkých hodnotách. Podle rychlého odhadu Eurostatu se v únoru podobně jako v předchozích dvou měsících pohybovala na 0,8 %. Bez započtení cen energií, potravin a alkoholu ale vzrostla oproti lednové hodnotě o 0,2 p.b. na 1%. Inflace by v eurozóně měla zůstat utlumená i v následujících měsících. V tomto roce by se měla pohybovat kolem 1 %, v příštím roce by pak měla zrychlit na úroveň kolem 1,3 %. ECB očekává nízkou inflaci i v roce 2016, a to na úrovni 1,5%. Přesto ECB na březnovém zasedání ponechala nastavení měnové politiky beze změny. Zopakovala svůj závazek ponechat základní sazby na stávajících nebo nižších hodnotách po delší časové období a také připravenost reagovat na případnou změnu inflačních očekávání, která jsou v současnosti na středním a delším horizontu ukotvena poblíž cíle ECB. Reakci ECB by ale odstartovalo i zvýšení sazeb na peněžním trhu, které by mohlo ohrozit křehké oživení v eurozóně.



II.2 Spojené státy

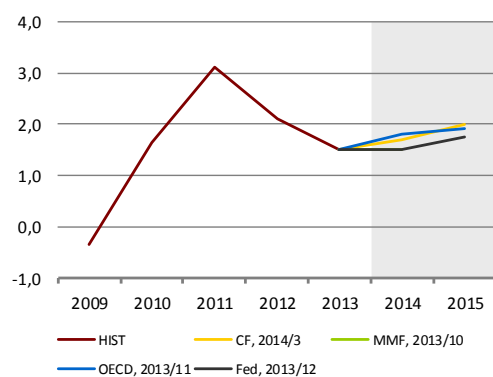
Hospodářský růst Spojených států dosáhl v loňském roce 1,9 %, ovšem se zřetelným zvyšováním tempa až v závěru roku. V letošním roce by měl růst podle sledovaných předpovědí dále zrychlit k 3 % a mírné zrychlení růstu je očekáváno i v roce 2015. Pro aktuální čtvrtletí je pozitivní zprávou únorový opětovný nárůst předstihového indikátoru PMI v průmyslu po jeho výrazném propadu v lednu (efekt nepříznivé zimy v Severní Americe). Celkově je pro letošní rok v souladu s vývojem HDP očekáváno zrychlení tempa růstu průmyslové produkce. Relativně příznivě se v únoru vyvíjely také indikátory spotřebitelské důvěry, a to i přes mírné zvýšení míry nezaměstnanosti. Oživování ekonomické aktivity probíhá při pokračujících utlumených inflačních tlacích, když meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl v lednu jak v případě celého spotřebního koše, tak v případě cen bez energií a potravin hodnoty 1,6 %. Určité zvýšení dynamiky lze nicméně od listopadu loňského roku pozorovat u cen průmyslových výrobců. Březnový CF zvýšil výhled inflace spotřebitelských cen pro roky 2014 i 2015. Inflace by však i s ohledem na výhledy ostatních sledovaných institucí neměla přesáhnout 2% úroveň. V souladu se zpříšňováním měnové politiky Fedu (snížení měsíčních nákupů dluhopisů o 20 mld. USD) je podle CF očekáváno posílení dolaru vůči euru v ročním horizontu ze současné slabé úrovně 1,39 na 1,30 USD/EUR. Aktuální slabá úroveň dolaru koresponduje spíše s kroky ECB, která v březnu nepřistoupila k uvolnění měnové politiky přes velmi nízký výhled inflace. Výhled krátkodobých úrokových sazeb ukazuje na jejich setrvání na rekordně nízkých úrovních během letošního roku a jejich růst v roce 2015. Desetileté výnosy by měly v souvislosti s ukončováním kvantitativního uvolňování v ročním horizontu vzrůst na úroveň 3,5 %.

Růst HDP, %



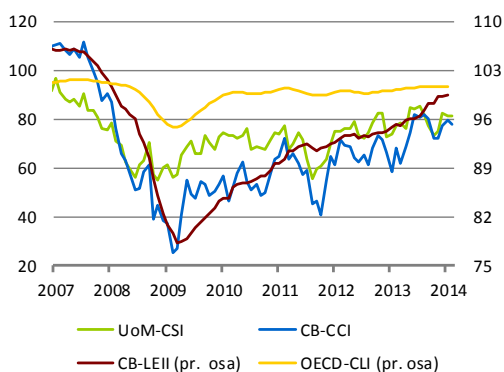
	CF	MMF	OECD	Fed
2014	2,8	2,8	2,9	3,0
2015	3,1	3,0	3,4	3,2

Inflace, %



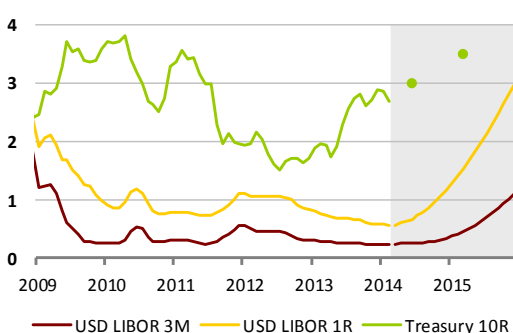
	CF	MMF	OECD	Fed
2014	1,7	1,5	1,8	1,5
2015	2,0		1,9	1,8

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
12/13	99,2	100,8	82,5	77,5
1/14	99,5	100,7	81,2	79,4
2/14			81,6	78,1

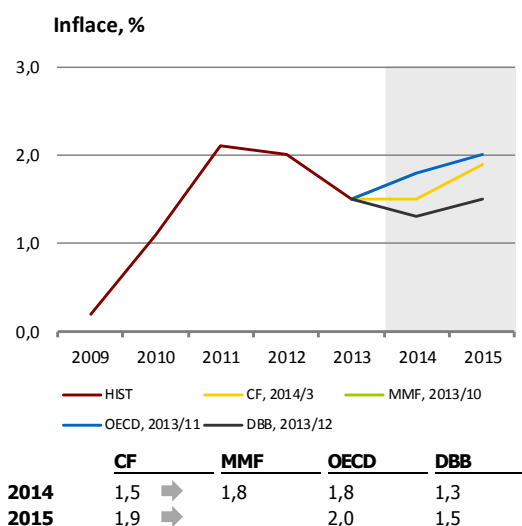
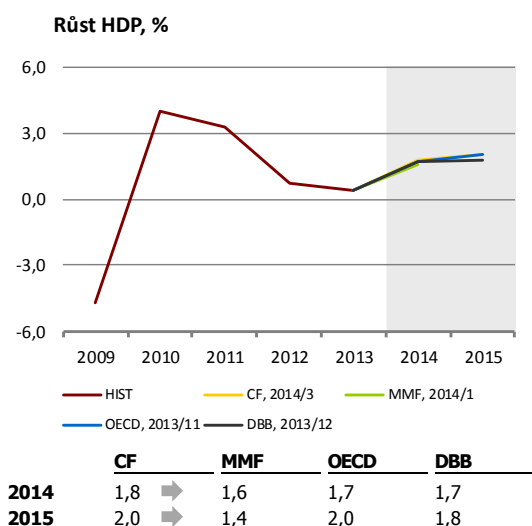
Úrokové sazby



	02/14	03/14	06/14	12/14	06/15	12/15
USD LIBOR 3M	0,24	0,23	0,25	0,35	0,64	1,10
USD LIBOR 1R	0,55	0,55	0,67	1,16	1,98	2,98
Treasury 10R	2,70		3,0	3,5		

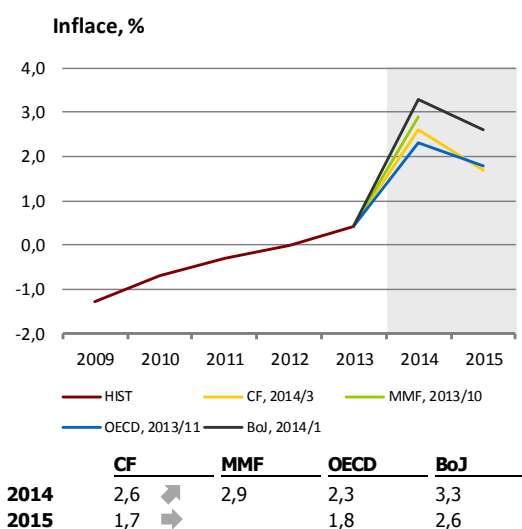
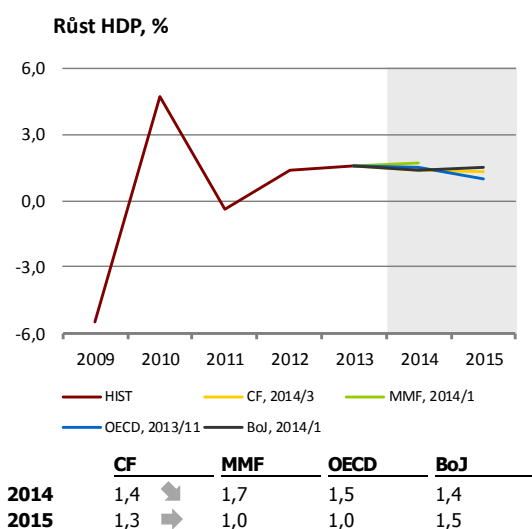
II.3 Německo

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 došlo v Německu ve srovnání s předchozím čtvrtletím ke zvýšení mezičtvrtletního i meziročního tempa růstu HDP. V obou případech silnější růst čistého vývozu převážil nad poklesem růstu domácí poptávky. Pro první čtvrtletí letošního roku CF03 očekává další zrychlení mezičtvrtletního i meziročního hospodářského vývoje. Navštědčují tomu vysoké hodnoty předstihových ukazatelů i lednový vývoj průmyslové výroby a maloobchodního obratu. Pro letošní rok předpokládá CF03, že HDP vzroste o 1,8 % a v příštím roce o 2 %. Hlavním zdrojem vyšší ekonomické dynamiky by se měl stát rychlejší růst domácí poptávky. V minulém roce německá vláda hospodařila s vyrovnaným rozpočtem. Pro letošní rok počítá s rozpočtovým deficitem 0,2 % HDP. Inflace se v únoru dále mírně snížila na 1,2 %. Růst cen zpomalují hlavně ceny energií, jejichž meziroční propad dosáhl 2,7 %.



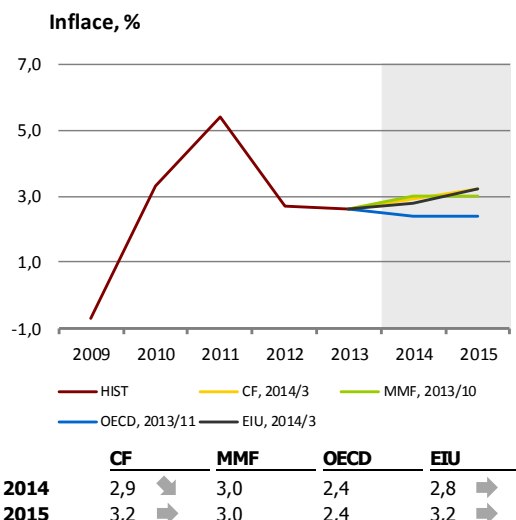
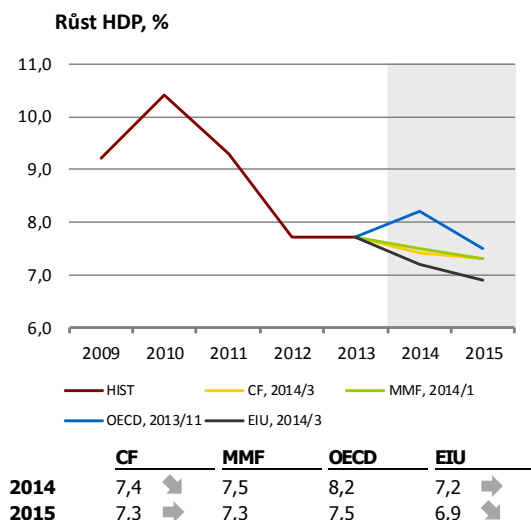
II.4 Japonsko

Japonská ekonomika oproti očekáváním v závěru roku rostla pomaleji, když se hrubý domácí produkt ve 4. čtvrtletí meziročně zvýšil pouze o jedno procento. Mezičtvrtletní růst HDP pak dosáhl 0,3 % a nenaplnila se tak očekávání, že hospodářské oživení dále zrychlí. Zklamala zejména dynamika spotřeby domácností, která přesto rostla páté čtvrtletí v řadě. Spotřebitelé se před plánovaným zvýšením daní budou předzасobovat patrně až v prvním čtvrtletí 2014. Také export a investice podniků zaostaly za předpoklady analytiků, když se zde projevil vliv klesající poptávky v Číně a na dalších asijských trzích. Vyhledky pro první čtvrtletí jsou ale podstatně optimističtější. V lednu průmyslová výroba rostla nejrychleji za dva roky a jadrová inflace i nezaměstnanost si udržely prosincovou dynamiku. Celková inflace však mírně poklesla na 1,4 % a také kurz japonského jenu vůči americkému dolaru posílil vlivem nárůstu averze k riziku a výprodejů na rozvíjejících se trzích. Březnový CF v souladu s novými daty snížil o 0,2 p.b. výhled růstu HDP a zvýšil o 0,2 p.b. výhled inflace pro rok 2014. Předpověď pro rok 2015 změn nedoznala.



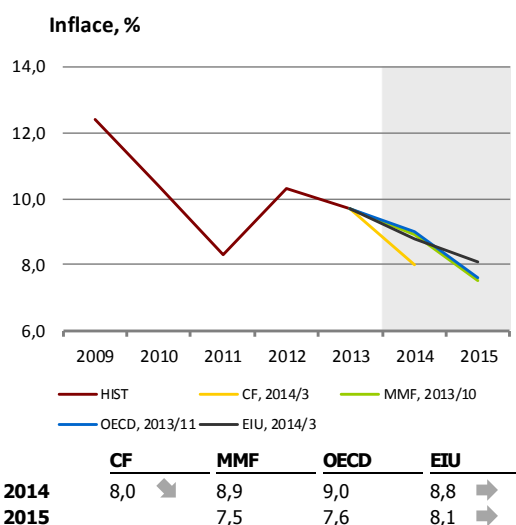
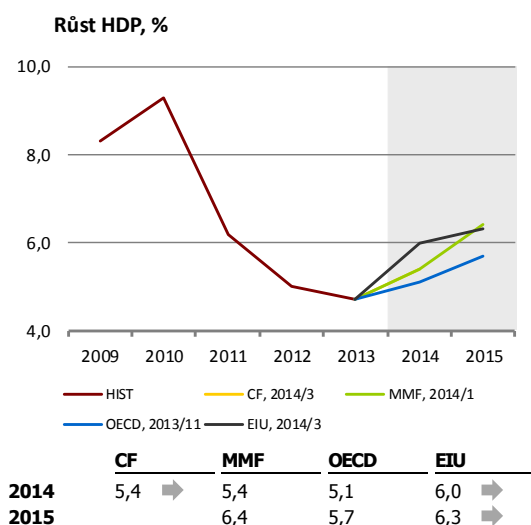
III.1 Čína

V březnu vyhlásila čínská vláda cíl růstu domácího HDP pro letošní rok na úrovni „kolem 7,5 %“, což je o 0,2 p.b. méně v porovnání s růstem ekonomiky v roce 2013. Čínský premiér Li Keqiang navíc zdůraznil možnost určité tolerance podstřelení nebo přestřelení tohoto cíle. Ekonomický vývoj zatím naznačuje větší pravděpodobnost toho, že ani tento cíl se letos dosáhnout spíše nepodaří. Nová data potvrzují zpomalení růstu průmyslové produkce, fixních investic a maloobchodních tržeb. V případě cen průmyslových výrobců je patrná deflace. V únoru navíc nepříjemně překvapil čínský vývoz, který se propadl nejvýrazněji od roku 2009. Březnový CF na letošní rok snížil výhled růstu HDP o 0,1 p.b. na 7,4 % a zároveň revidoval směrem dolů i předpověď spotřebitelských cen (přehodnocení na 2,9 % z únorových 3,1 %). Čínská vláda ponechala inflační cíl na letošní rok na loňské úrovni 3,5 %.



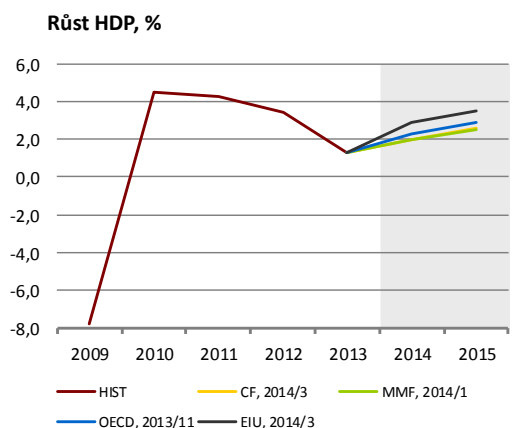
III.2 Indie

Navzdory pokračujícímu odlivu kapitálu z některých rozvíjejících se ekonomik zůstala indická měna stabilní na úrovni blízko 62 rupií za USD. Její stabilita je částečně odrazem vládních opatření na snížení deficitu běžného účtu a dřívějšího měnového utahování centrální bankou. Inflace v únoru klesla na 8,1 %, na nejnižší hodnotu od roku 2012. Měnový fond v únoru zlepšil předpověď růstu HDP na 5,4 % ze 4,6 % díky silnějšímu globálnímu výhledu, zlepšující se exportní konkurenceschopnosti Indie, mírnému monzonu a nedávným politickým reformám. Inflace by se však podle předpovědí mohla blížit v letech 2014-15 až ke dvouciferným číslům, především kvůli růstu cen potravin. Consensus Forecast předpovídá mírné oslabení směnného kurzu za rok na 62,7 rupie/USD.

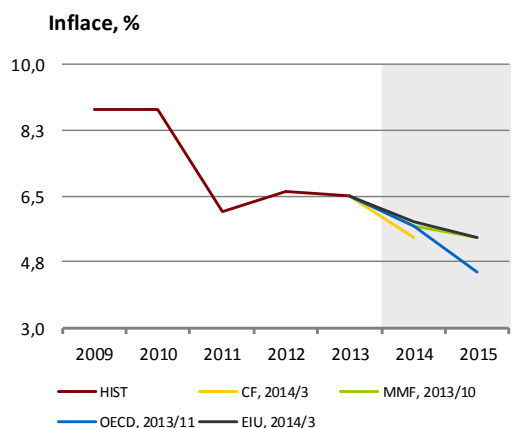


III.3 Rusko

Nově zveřejněné údaje za ruskou ekonomiku nejsou příliš příznivé. Růst průmyslové produkce na přelomu roku kolísal kolem nuly. Zaměstnanost od září mírně, ale soustavně klesá, což může nepříznivě ovlivnit již tak utlumenou domácí poptávku. Rizikem pro odliv kapitálu ze země i obecně pro výhled ekonomického růstu zůstává politické napětí mezi Ruskem a Ukrajinou. Vyhrcoení konfliktu na Krymu vedlo k turbulencím na finančních trzích (především v Rusku, zasažené však byly finanční trhy i jiných zemí regionu) a zejména k oslabení ruského rublu. V polovině března se rubl propadl vůči dolaru na 5leté minimum (RUB 36,5 k 13.3.2014). Dle nového CF bude ruská měna v 2letém horizontu i nadále oslabovat. Ruská centrální banka dočasně zvýšila objem intervencí na devizovém trhu a 3. března zvedla klíčovou úrokovou sazbu o 1,5 p.b. na 7,0 %. Nový CF snížil výhled růstu ekonomické aktivity Ruska v roce 2014 o 0,2 p.b. na 2,0 %. Výhled inflace pro letošní rok březnový CF naopak přehodnotil o 0,1 p.b. na 5,4 %. Ostatní výhledy změn nedoznaly.



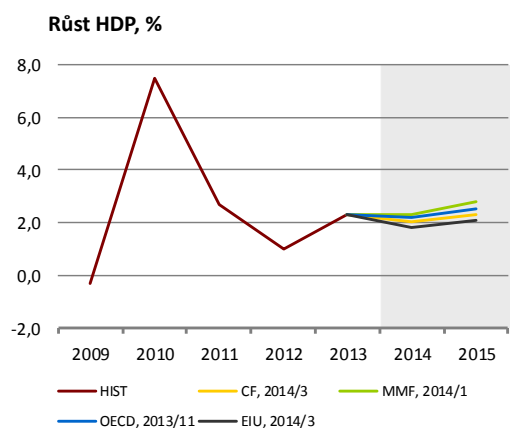
	CF	MMF	OECD	EIU
2014	2,0 ↘	2,0	2,3	2,9 ↗
2015	2,6 ↗	2,5	2,9	3,5 ↗



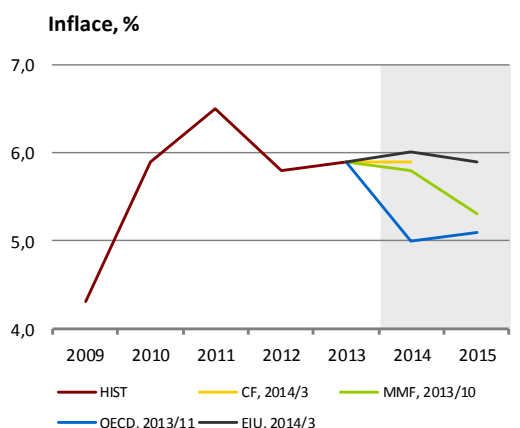
	CF	MMF	OECD	EIU
2014	5,4 ↗	5,7	5,7	5,8 ↗
2015	5,1 ↗	5,4	4,5	5,4 ↗

III.4 Brazílie

Brazilský real v únoru výrazně oslabil v souvislosti s argentinskou měnovou krizí a dalším omezením kvantitativního uvolňování v USA, ale na začátku března opět posílil na hodnoty na konci roku 2013. Centrální banka v březnu pokračovala v programu měnového zpříšňování a zvýšila úrokovou sazbu o dalších 25 bazických bodů na 10,75 %. Zvyšování úrokové sazby by mělo být již u konce, ale banka naznačila ochotu pokračovat v jestřábí politice s cílem zpomalit inflaci. Podle CF03 by v roce 2014 měla inflace zůstat na úrovni z loňského roku (5,9 %). Oslabení realu se též odráží ve větším rozpočtovém deficitu, který by mohl způsobit snížení ratingu. Vláda se snaží s obrovským rozpočtovým deficitem bojovat a zveřejnila určité reformy, např. možné zvýšení některých daní. Avšak kvůli mistrovství světa ve fotbale v létě a prezidentským volbám v říjnu se nejspíše reformy odloží. Růst HDP v roce 2014 mezinárodní instituce (CF, MMF, EIU) předpovídají okolo 2% a v roce 2015 mezi 2 % a 3 %.



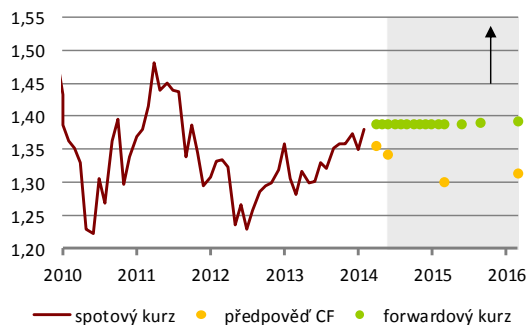
	CF	MMF	OECD	EIU
2014	2,0 ↘	2,3	2,2	1,8 ↘
2015	2,3 ↗	2,8	2,5	2,1 ↘



	CF	MMF	OECD	EIU
2014	5,9 ↗	5,8	5,0	6,0 ↗
2015	5,5 ↘	5,3	5,1	5,9 ↗

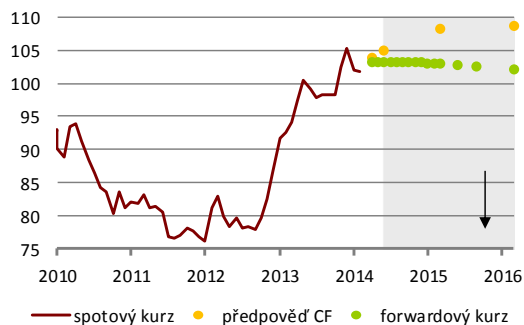
IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

EURO



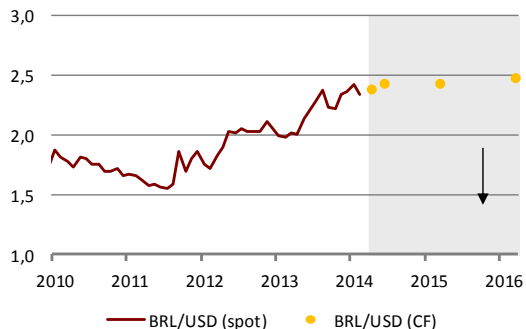
	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	1,388				
předpověď CF		1,356	1,343	1,300	1,313
forwardový kurz		1,388	1,388	1,388	1,393

JAPONSKÝ JEN



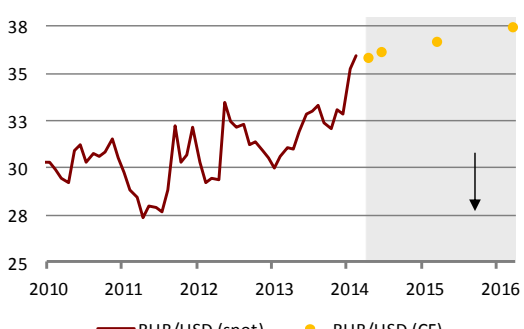
	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	103,20				
předpověď CF		103,80	104,90	108,30	108,70
forwardový kurz		103,25	103,22	102,99	102,04

BRAZILSKÝ REAL



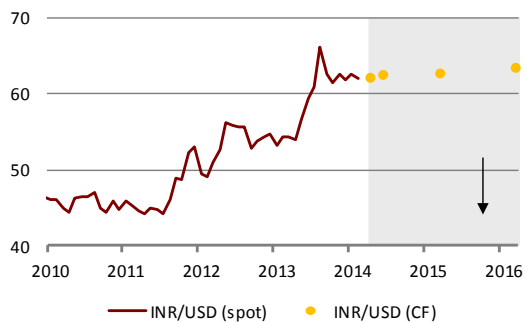
	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	2,35				
předpověď CF		2,38	2,43	2,43	2,48

RUSKÝ RUBL



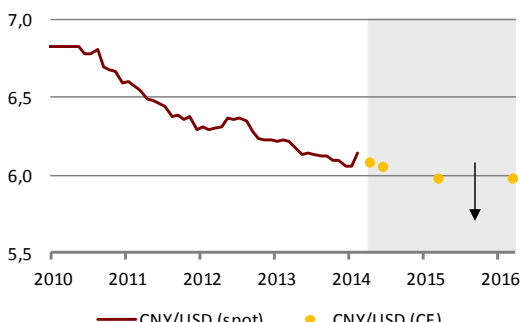
	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	36,41				
předpověď CF		35,84	36,15	36,66	37,47

INDICKÁ RUPIE



	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	60,88				
předpověď CF		62,18	62,43	62,74	63,35

ČÍNSKÝ RENMINBI



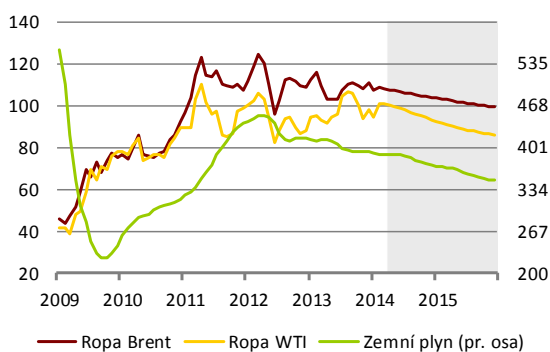
	10/03/14	04/14	06/14	03/15	03/16
spotový kurz	6,14				
předpověď CF		6,08	6,05	5,98	5,97

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

V.1 Ropa a zemní plyn

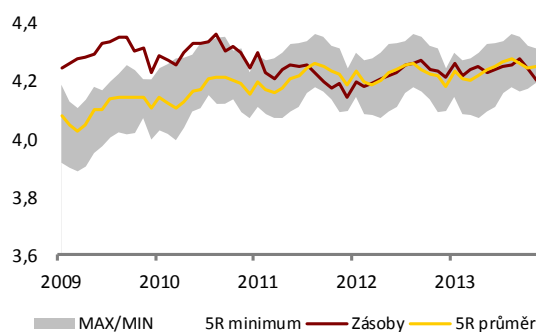
Po mírném růstu na začátku února se cena ropy Brent ve zbytku měsíce opět ustálila v úzkém rozmezí kolem hodnoty 109,5 USD/b. Na začátku března se volatilita cenového vývoje zvětšila z důvodu rostoucího politického napětí v souvislosti s vývojem na Ukrajině, ale přesto měly ceny v první polovině března tendenci spíše k poklesu. Očekává se sezonní pokles poptávky v souvislosti s odstávkami rafinérií z důvodu údržby jejich zařízení. Podporou pro ceny ropy jsou naopak zejména velice nízké zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD, které se dle IEA po silném poklesu ve 4. čtvrtletí 2013 neočekávaně snížily i v lednu (zejména v důsledku chladného počasí v USA). Rovněž odhady globální spotřeby ropy ze strany energetických agentur se postupně zvyšují a tlumí tak očekávaný pokles cen ropy, ke kterému by mělo dojít v důsledku rychle rostoucí nabídky a růstu volných těžebních kapacit zemí OPEC. Těžba by měla růst zejména v USA, Kanadě a Brazílii. K největšímu růstu těžby v únoru však došlo v Iráku (na 35leté maximum), čímž dodávky zemí OPEC poprvé za 5 měsíců překročily hranici 30 mil. barelů za den (30,49). K poklesu cen ropy (a surovin obecně) by měla přispět i očekávané posílení amerického dolaru v důsledku zpřísnování tamější měnové politiky, což by mělo mít za následek i stahování investorů z komoditních trhů. EIA očekává pro letošní a příští rok průměrnou cenu ropy Brent 105 resp. 101 USD/barel, což je prakticky v souladu s vývojem termínovaných tržních kontraktů. Průzkum CF03 předpokládá mírnější pokles, když za rok by se cena ropy Brent měla pohybovat na úrovni 105,4 USD/barel. Rozpětí mezi cenami ropy Brent a WTI by dle EIA mělo vzrůst na průměrných 10 USD/barel letos a 11 USD/barel v roce 2015.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

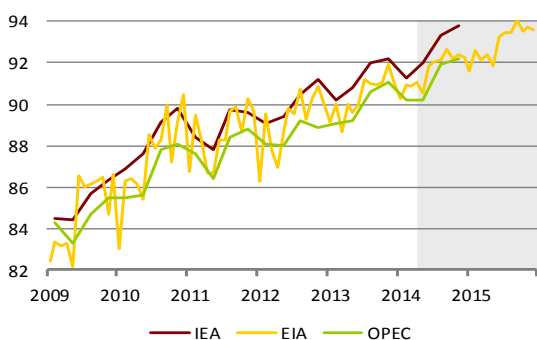


	Brent	WTI	Plyn
2014	-2,27 ↗	-0,58 ↗	-4,61 ↘
2015	-4,58 ↗	-8,72 ↘	-6,44 ↗

CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

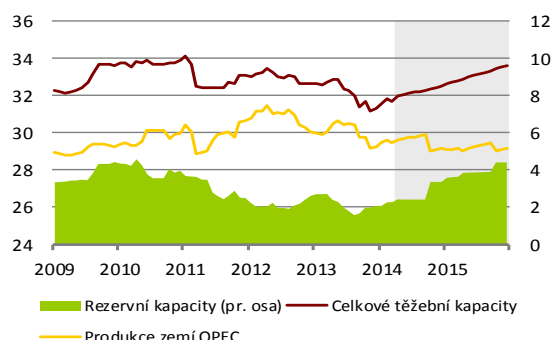


SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2014	1,43 ↗	1,34 ↘	1,25 ↘
2015		1,50 ↘	

PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2014	-1,64 ↘	-0,15 ↘	20,74 ↗
2015	-1,17 ↘	3,13 ↗	52,08 ↗

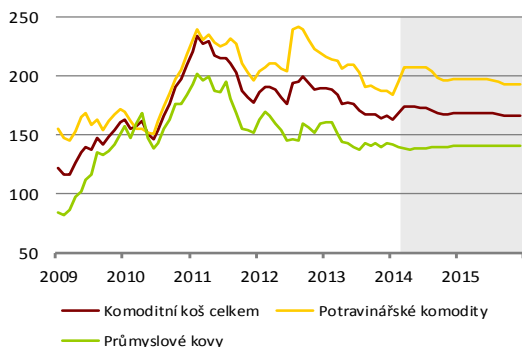
Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).

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

V.2 Ostatní komodity

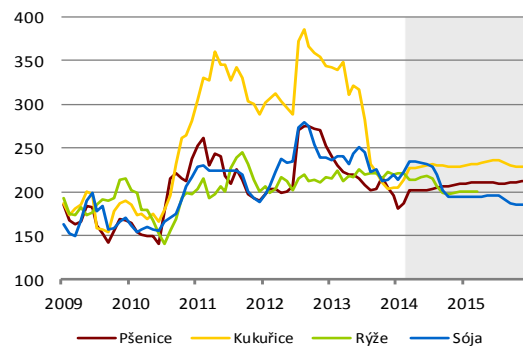
V minulosti jsme na komoditních tržích mohli pozorovat tzv. „supercyklus“, kdy ceny byly tlačeny vzhůru zejména zvýšenou poptávkou rozvíjejících se zemí a spekulativní aktivitou a cenové trendy byly (až na intenzitu růstu) víceméně obdobné napříč různými komoditami. Dnes je vývoj na jednotlivých tržích ovlivňován odlišnými parametry, specifickými pro daný trh. Index cen potravinářských komodit v únoru přerušil dlouhodobý klesající trend a výrazně vzrostl, čímž obrátil k růstu i celkový index neenergetických surovin. Ceny pšenice, kukuřice a sóji rostly od února nejprve kvůli obavám, že extrémní mrazy poškodí úrodu v USA, a rovněž v důsledku nepříznivého počasí v Brazílii. Na začátku března pokračoval růst cen v důsledku politického napětí na Ukrajině, která je třetím největším vývozcem kukuřice na světě a šestým v případě pšenice, a to i přesto, že k fyzickým výpadkům dodávek zatím nedošlo. Předpověď další růst cen neočekává a v polovině letošního roku by s novou sklizní mělo dojít k částečnému poklesu cen. Index cen průmyslových kovů naopak v únoru a na začátku března dále nepatrně poklesl, v zásadě se však pohybuje kolem horizontálního trendu již 11 měsíců v řadě a obdobný vývoj má i jeho předpověď. Proti růstu indexu cen průmyslových kovů působí vysoké zásoby v Číně a zpomalení tamní ekonomiky, částečnou podporu cenám niklu a cínu poskytly úvahy indonéské vlády o zákazu vývozu nezpracovaných rud. Společným faktorem, který by měl tlumit růst cen komodit, je očekávané posílení amerického dolaru a zpřísnění měnové politiky v USA, které by mělo vést k odlivu investic z komoditních trhů.

INDEXY CEN NEENERGETICKÝCH KOMODIT



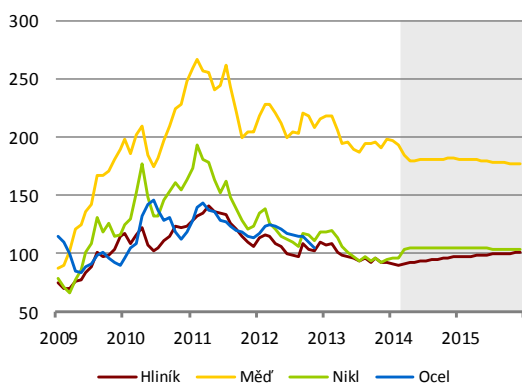
	Celkem	Potraviny	Kovy
2014	-2,5	-0,3	-4,1
2015	-1,5	-2,6	0,8

POTRAVINÁŘSKÉ KOMODITY



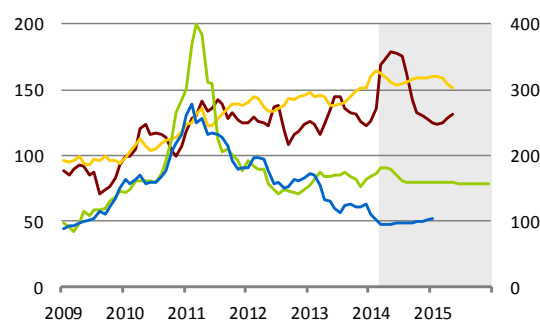
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2014	-6,5	-18,7	-4,2	-6,5
2015	4,9	2,7	-4,9	-11,6

KOVY



	Hliník	Měď	Nikl
2014	-3,8	-7,6	1,2
2015	5,7	-2,4	1,0

MASO, NEPOTRAVINÁŘSKÉ ZEMĚDĚLSKÉ KOMODITY



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2014	17,2	9,5	1,1	-26,5
2015	-16,9	-0,9	-6,1	

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

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny¹

Pro nové členy Evropské unie (EU) včetně Visegrádských zemí (V-4) je typický proces dohánění vyspělých ekonomik (konvergence). Projevuje se ve vývoji reálných ukazatelů, např. ukazatelů produkce, blahobytu a spotřebních možností, ale i cenových a mzdových relací. Cenové přizpůsobovací procesy byly v posledních letech ovlivněny řadou činitelů v EU a zvláště v zemích V-4: rozšířením EU v roce 2004, resp. politikami realizovanými před ním; přijetím společné evropské měny; stále ještě dozívajícími efekty spojenými s nejhlubší ekonomickou krizí od 30. let minulého století. Ta se projevila ve výrazné volatilitě a změnách v tempech růstu ukazatelů ekonomického výkonu, v měnových kurzech a přímo i nepřímo v cenových relacích jednotlivých ekonomik. Poslední dostupné údaje vypovídají nejen o přerušení předchozího konvergenčního procesu, resp. o dočasné divergenci, ale i o pouze postupném návratu k předkrizovým hodnotám. Změny cenových úrovní přitom mají význam nejen pro posouzení sladění ekonomik v prostředí EU (před vstupem do eurozóny), ale mají i přímý vliv na konkurenceschopnost v globalizovaném prostředí.

1 Srovnatelné cenové úrovně

Srovnatelná (komparativní) cenová úroveň (CPL) je založena na rozdílu mezi běžným (tržním, spotovým) měnovým kurzem a kurzem daným paritou kupní síly. Partita kupní síly (PPP, *purchasing power parity*) je umělá měnová jednotka, která je vždy sledována v relaci k jiné měnové jednotce. Například v rámci OECD je jednotka sledována ve vztahu k US dolaru; v případě zemí EU je specificky používán standard PPS, *purchasing power standard*, který je založen na průměru členských zemí.² Paritní kurzy jsou používány pro jejich schopnost odstranit rozdíly v kupní síle mezi zeměmi (vliv odlišných cenových úrovní). Vypočtené PPP/PPS jsou platné pro daný časový okamžik (zpravidla jeden rok) a slouží pro prostorové srovnání mezi sledovanými zeměmi. Pro sledování ekonomické výkonnosti dané země v čase však nejsou vhodné především z důvodu kvalitativních změn.³

Srovnatelná cenová hladina (CPL, *comparative price level*) je cenový ukazatel vyjadřující úroveň cen pro určitý statek nebo soubor statků v dané ekonomice vůči cenové úrovni referenčního celku (země/skupina zemí). Eurostat používá i označení index cenové úrovně (*price level index, PLI*). Srovnatelná cenová úroveň je dána poměrem tržního a paritního měnového kurzu:⁴

¹ Autorem je Václav Žďárek (vaclav.zdarek@atlas.cz). Text vychází ze studie Žďárek (2013), kde byly použity individuální údaje pro země EU poskytnuté M. Konijninem (Eurostat, Lucembursko). Autor děkuje za komentáře k první verzi tohoto textu. Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Po vstupu Chorvatska do EU jde o průměr za 28 členských států.

³ Tento problém se dá řešit pomocí tzv. stálých parit (*constant PPP*, resp. PPS). Princip je podobný jako při výpočtu HDP ve stálých a běžných cenách. Pro stálé parity (PPP/PPS) dochází k fixaci cen a kurzu k určitému „bazickému“ období, zatímco běžné parity se z roku na rok mění v závislosti na aktuálním vývoji, blíže viz Spěváček (2003) nebo Eurostat-OECD (2012); pro příklady „problémů“ viz Cvengroš *et al.* (2008). OECD ve svých publikacích uvádí jak běžné PPP, tak stálé PPP (v současnosti k roku 2005), viz OECD (2014). Výrazné rozdíly obou parit v delším období se vyskytují především pro velmi otevřené a strukturálně se přizpůsobující ekonomiky, resp. ekonomiky s výrazným postavením na světovém trhu dílčího statku, například Norsko nebo Turecko. Pro ČR činila v roce 2012 diference běžné-stálé PPP 2 p.b., ale pro Maďarsko již 7 p.b. (na bázi OECD = 100).

⁴ Metodologie a informace týkající se mezinárodních šetření jsou k nalezení v Spěváček *et al.* (2012) nebo v manuálech WB (2013), Eurostat-OECD (2012). Výsledky mezinárodního kola ICP 2011 pod gescí Světové banky budou publikovány až v březnu 2014 (posun z prosince 2013) a podrobné by měly následovat v dubnu 2014.

$$CPL = \frac{ER_t^{PPS}}{ER_t^D} \quad (1)$$

kde ER_t^D je spotový měnový kurz a ER_t^{PPS} je kurz paritní daný poměrem cenových hladin (země D a země F nebo země D a seskupení F):

$$ER_t^{PPS} = \frac{P_t^D}{P_t^F} \quad (2)$$

kde P_t^D je domácí cenový index a P_t^F je zahraniční cenový index.

Výhodou CPL je jejich přímá interpretovatelnost v tom smyslu, že CPL udává, jaké výše v procentech dosahuje cenová hladina v dané zemi ve srovnání s cenovou hladinou země referenční. Například může jít o výši srovnatelné cenové hladiny pro určitý makroekonomický agregát (HDP či jeho jednotlivé složky např. investice) nebo dílčí položku (např. nájemné, výše poplatku za poštovní služby, cena pořízení domácího spotřebiče nebo motorového vozidla), a to vždy vzhledem k určitému referenčnímu bodu. Tím může být jedna země (např. Německo nebo Rakousko) nebo skupina zemí, např. EU-28 nebo země eurozóny (EA-17).

Vztah mezi CPL a HDP na obyvatele v PPS/PPP je zpravidla znázorňován pomocí grafu s linií 45 stupňů, která představuje „ideální“ situaci – cenová a ekonomická úroveň je podél ní shodná. Poloha ekonomiky nad/pod linií ukazuje nesoulad obou úrovní, tj. vyšší ekonomickou nebo cenovou úroveň. V analytických publikacích bývá rovněž používán index odchylky měnového kurzu (koeficient ERDI, exchange rate deviation index). Tento index je dán relací mezi tržním měnovým kurzem a kurzem paritním (PPP/PPS). V případě rovnosti tržního kurzu a kurzu daného paritou kupní síly je hodnota ERDI rovna jedné (resp. 100). V případě podhodnocení dané měny je index ERDI vyšší než jedna (resp. 100) a naopak. ERDI je určován jako:⁵

$$ERDI = \frac{1}{CPL} \quad (3)$$

2 Cenové úrovně pro HDP

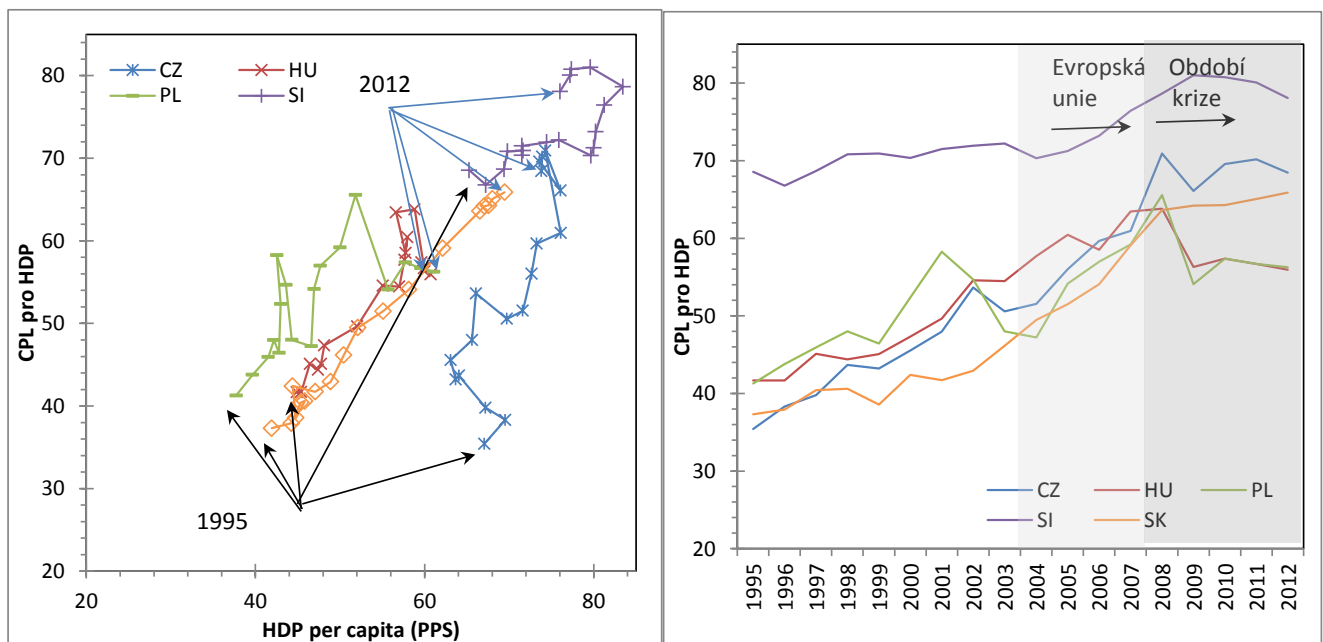
Jednou z „typických“ charakteristik české ekonomiky v minulosti ve srovnání se zeměmi V-4 byl výrazný rozdíl mezi úrovní HDP per capita (p.c.) v paritě kupní síly a výší cenové úrovně pro HDP. Tento rozdíl byl dáván do souvislosti především s neobchodovatelnými složkami v rámci HDP (viz CES, 2011), nedostatečnou konkurencí a existencí „obchodních“ překážek, výrazným znehodnocením kurzu koruny na počátku transformačního procesu atd. (např. viz Skořepa, 2001).⁶ Díky postupné a řadu let trvající apreciaci české koruny tomu tak již není (trendová apreciacie vůči euru započala v první polovině roku 1999 a s několika „výkyvy“ pokračovala až do poloviny roku 2011). V posledních dvou letech byla „záporná“ mezera od pomyslné linie 45 stupňů již jen ve výši 4–5 p.b. (tj. srovnatelná s vyspělými státy EU), viz levá část obrázku 1.

Stávající krize se projevila v zemích V-4 rozdílnou měrou: na straně jedné polská ekonomika zaznamenala pouze mírné zpomalení temp růstu HDP a recese se nedostavila, maďarská ekonomika byla výrazně postižena krizí (částečně již v roce 2007) a země získala pomoc EU a MMF.⁷ Tento rozdílný vývoj jednotlivých ekonomik se odrazil jak ve vývoji reálného HDP, tak v konvergenčních procesech (v dočasném

⁵ Pokud vypočteme vážený průměr ERDI podle hlavních obchodních partnerů, získáme reálný efektivní měnový kurz pro danou ekonomiku. V případě transformujících se zemí jsou hodnoty ERDI vyšší než 1 (100), často díky i depreciacím/devalvacím realizovaným na počátku transformačních procesů. Je-li transformační proces úspěšný, dochází k poklesu ERDI v závislosti na vývoji reálné ekonomiky. Například v ČR hodnota ERDI činila 2,8 v roce 1995, avšak hodnota pro rok 2012 podle posledních údajů dosáhla 1,5 (v relaci k EU-15, autorský výpočet z dat Eurostatu, 2014a). V případě ostatních zemí V-4 byly hodnoty ERDI mírně nižší během 90. let minulého století, v posledních několika letech (zhruba od přelomu 2008/2009) jsou naopak mírně vyšší, a to kromě Slovenska (téměř shodná výše ERDI).

pozastavení, srov. ČNB, 2013), tj. i ve změně CPL. V levé části obrázku 1 je vidět „přešlapování na místě“ (ČR nebo Maďarsko), resp. divergence pro Maďarsko, nebo Slovinsko v posledních letech. V pravé části obrázku 1 je zachycen jen vývoj CPL pro HDP v čase. Patrná je nejen probíhající konvergence (od roku 1995 do roku 2008), ale i vliv měnové politiky ECB (pokračující „příznivé“ změny CPL i HDP p.c.) v letech 2008–2011 v případě Slovenska. Do obou obrázků je pro srovnání doplněna i další ekonomika používající euro, Slovinsko.

Obrázek 1: HDP na obyvatele v PPS a CPL pro HDP (EA-17 = 100)



Poznámka: průměr zemí eurozóny (EA-17) = 100. Období po vstupu do EU a období ekonomické krize jsou barevně odlišena. Údaje za rok 2012 jsou předběžné. Pramen: Eurostat (2014), vlastní výpočet.

Z důvodu konstrukce se srovnatelné cenové úrovně mění vlivem dvou hlavních determinant, jež jsou samy ovlivněny řadou dílčích faktorů a procesů. Z teoretického pohledu jde o pohyb měnového kurzu a tempo růstu cen. Schematicky jej můžeme zapsat kupříkladu pomocí vztahu (4) vycházejícího z přístupu Lewise (2007):

$$\Delta CPL_t = \epsilon_t + \pi_t, \quad (4)$$

kde ϵ_t vyjadřuje změnu měnového kurzu (za určité období) a π_t příspěvek temp růstu cen (ve shodném období).

V reálném ekonomickém prostředí se však CPL mění nejen vlivem dvou výše uvedených determinant, ale je spojena s několika dalšími faktory – například se jedná o změny metodiky (např. způsobu výpočtu paritních kurzů), výskyt chyby měření cenového pohybu atd. Proto je rovnice (4) přepisována do podoby obsahující i dodatečný člen zachycující tyto „ostatní faktory“:

$$\Delta CPL_t = \epsilon_t + \pi_t + \vartheta_t, \quad (5)$$

kde ϑ_t představuje ostatní faktory (v určitém období), zbývající symboly mají význam shodný s rovnicí (4).

⁶ Naopak v rámci nových členských zemí EU například pobaltské země (Estonsko a Lotyšsko) a Chorvatsko vykazovaly po celé období srovnatelných dat (1995–2012) vyšší cenovou než ekonomickou úroveň.

⁷ Obdobně jako česká ekonomika zaznamenala ve sledovaném období dvojnásobný pokles ročního HDP (2009 a 2012) a na rozdíl od ekonomiky české za tři čtvrtletí roku 2013 vykazuje pozitivní tempo mezikvartálního růstu HDP (údaje vychází z Eurostat, 2014a).

Pro jednoduchost můžeme vliv ostatních faktorů zanedbat a zaměřit se na vliv obou výše uvedených determinant (tj. vztah (4)).⁸ Vliv měnového kurzu na CPL je označován jako tzv. **kurzový kanál** a jeho síla plyne z režimu měnového kurzu (fixní nebo volně pohyblivý). Samotný pohyb měnového kurzu je dále ovlivněn jak dlouhodobými (fundamentálními), tak krátkodobými (tranzitorními) faktory, které mohou vést pouze k dočasným fluktuacím, resp. dlouhodobějším tendencím. Vliv změn cen je druhou determinantou CPL, která může být dlouhodobě ovlivňována jak realizovanou hospodářskou politikou vlády, tak opatřeními centrální banky a je označována jako tzv. **cenový kanál**. Například cílování inflace nebo výše změny absolutního cenového indexu (nominální výše agregátu jako je HDP), k němuž směřuje používání konvenčních i nekonvenčních nástrojů centrální banky, má vliv na chování cen v ekonomice. Tím se limituje možnost přizpůsobování cenové hladiny (samozřejmě za předpokladu dosahování stanoveného cíle bez větších odchylek).⁹ Relativní podíl obou determinant CPL je ovlivněn konkrétními podmínkami v dané ekonomice (regionu) a, jak již bylo naznačeno, politikou měnové autority. Pro českou (a rovněž polskou nebo maďarskou) ekonomiku byl v posledních letech dominantní vliv kurzového kanálu. Pro slovenskou (nebo estonskou a slovinskou) ekonomiku, jejichž měnové kurzy jsou od určitého data fixní k EUR, pak byl dominantní cenový kanál; grafické znázornění výše uvedené dekompozice je k nalezení např. v Žďárek (2013).¹⁰

3 Strukturální pohledy na cenové úrovně

V případě analýzy vývoje cenových úrovní lze analyzovat nejen celkové trendy absolutních úrovní, ale je důležité sledovat vývoj i v dílčích segmentech, a to zejména v případě agregátních ukazatelů. Jedním z možných přístupů je dále v textu uvedená strukturální dekompozice agregátu HDP podle hlavních výdajových složek. V jiném přístupu lze analyzovat změny cenových úrovní v čase za pomoci ukazatelů variability cenových úrovní v jednotlivých zemích, k čemuž lze využít rozptyl (směrodatnou odchylku) nebo variační koeficient (poměr směrodatné odchylky a průměru). Tento dodatečný pohled poskytuje informace o vývoji (variabilitě) cenových úrovní v dané ekonomice nebo skupině ekonomik vzhledem k určitému referenčnímu objektu (ekonomice, skupině ekonomik apod.). Význam této dekompozice odráží i skutečnost, že ne všechny složky HDP jsou vystaveny shodně intenzivnímu procesu mezinárodní konkurence, a proto se rychlost přizpůsobování bude lišit.¹¹

Relevantní otázkou je, proč by i v datech za země V-4 (obecně EU) mohlo být pozorováno snižování rozptylu hodnot CPL pro jednotlivé země nebo skupiny zemí. Existuje řada možných vysvětlení, jedno z nich je založeno na hypotéze efektů spojených s integračním procesem. Ten by díky odbourávání bariér mohl posilovat integraci trhů zemí EU a tím podporovat snižování rozdílů v cenových úrovních. Alternativní vysvětlení může být spojeno s procesem postupného zvyšování reálného důchodu na obyvatele (reálné konvergence), tedy růstu ekonomické a životní úrovně

⁸ Jak již bylo naznačeno, za změnami CPL stojí řada dílčích efektů a procesů jako je Balassa-Samuelsonův efekt, změna směnných relací, dopad změn nepřímých daní a deregulací, výše veřejných výdajů, tzv. Linderova hypotéza apod. (viz Komárek et al., 2010), které ovlivňují měnový kurz a vývoj cenové hladiny v ekonomice. Měnová autorita může usilovat o modifikaci jejich působení prostřednictvím používaného cíle (např. pro míru inflace) a používaným režimem měnového kurzu.

⁹ Tempo růstu cen v ekonomice je opět ovlivněno řadou faktorů, které jsou spojeny s agregátní poptávkou a nabídkovou stranou ekonomiky, resp. jejím zapojením do mezinárodního obchodu a změnami v ekonomickém prostředí (daně, dotace, příspěvky apod.).

¹⁰ V případě polské ekonomiky můžeme uvažovat o podobné kombinaci jako v případě české – cílování inflace a volně plovoucí měnový kurz, které tak de facto vymezují „hranice“. V takovéto situaci oba kanály mohou interferovat (tj. vzájemně se „doplňovat“ nebo „rušit“).

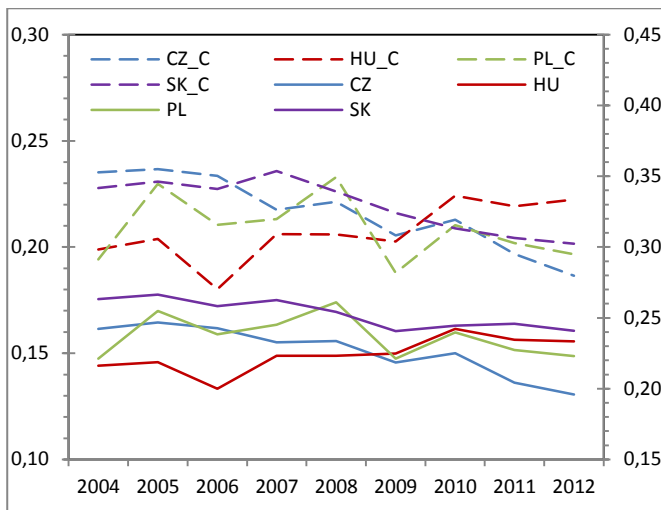
obyvatel dané ekonomiky. Tento jev je jedním z hlavních determinant cenových úrovní a jejich změn v čase v jednotlivých zemích světa.

3.1 Variabilita cenových úrovní v čase

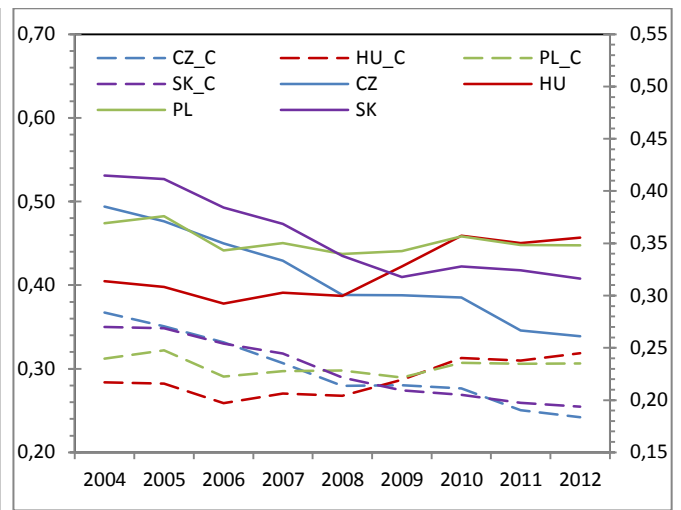
Obrázek 2 ilustruje variabilitu složek CPL pro země V-4 od roku 2004, a to jak pro celkové HDP, tak i jeho hlavní složku, skutečnou individuální spotřebu. Obě části obrázku ukazují, že od vstupu do EU (tj. po roce 2004) došlo jen k velmi nepatrnému snížení variability cenových úrovní jak pro HDP, tak pro složku spotřeby ve srovnání s průměrem zemí EA-17.¹² Naproti tomu variační koeficient nabízí relativně optimističtější pohled, neboť indikuje snižování variability ve sledovaném období, i když s rozdílnou intenzitou (viz Polsko vs. Slovensko). Proces přizpůsobování cenových relací zřejmě vyčerpal existující potenciál v období před vstupem do EU a v současné době je dočasně omezen.¹³ Důvodem může být vliv efektů spojených s finanční krizí (to je dobře patrné v případě směrodatných odchylek), kde se mimo jiné nabízí paralela s empiricky dobře doloženým faktem, že v dobách krizí se zvyšuje korelace ekonomických ukazatelů mezi zeměmi.

Obrázek 2: Variabilita cenových úrovní, země V-4, 2004–2012

a) Nevážené směrodatné odchylky



b) Variační koeficienty



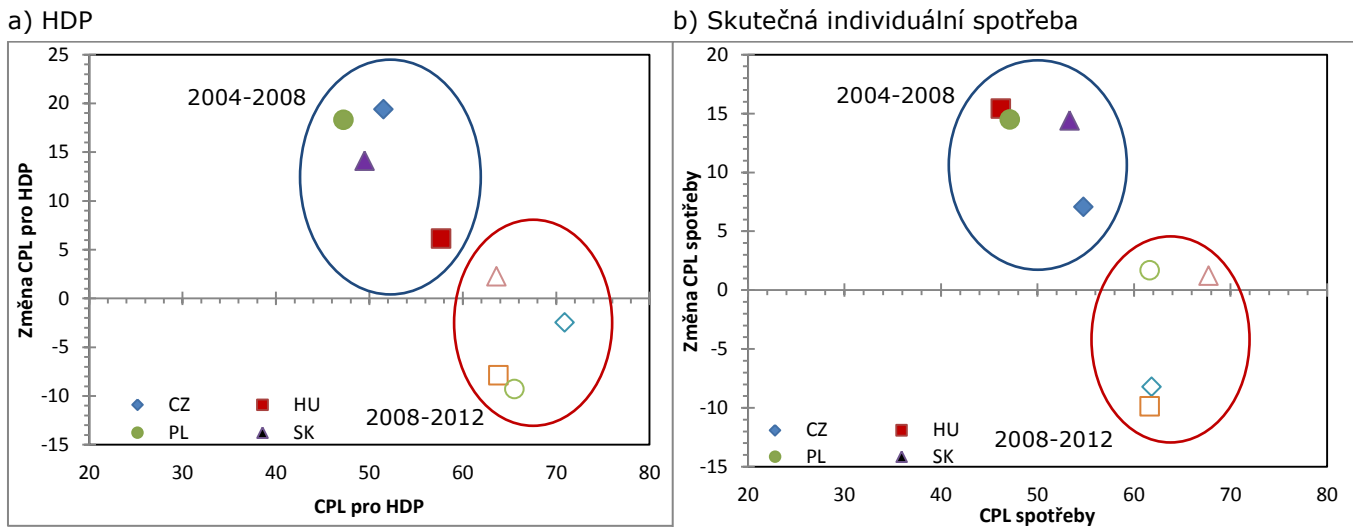
Poznámka.: XX_C – hodnota směrodatné odchytky (variačního koeficientu) pro složku spotřeby (plná čára, levá osa), XX – hodnota směrodatné odchytky (variačního koeficientu) pro HDP (čárkovaná čára, pravá osa). Rozdílná měřítka na osách jsou zvolena, aby byly vidět nepatrně rozdílné tendence ve sledovaném období. Nevážená směrodatná odchytka je vypočtena z individuálních hodnot dílčích složek HDP (nebo individuální spotřeby) pro příslušný rok v jednotlivých ekonomikách V-4 s CPL v relaci k průměru zemí EA-17 = 100. Variační koeficient je podílem nevážené směrodatné odchytky a prostého aritmetického průměru. Pokladové údaje o CPL za rok 2012 jsou předběžné. Pramen: Eurostat (2014), vlastní výpočet.

3.2 Analýza struktury – vývoj CPL složek HDP

Vliv krize na vývoj CPL na úrovni HDP a skutečné individuální spotřeby ilustruje obrázek 3.¹³ V každém grafu obrázku jsou zachyceny výchozí hodnoty CPL a jejich změny v předkrizovém období (2004–2008) a během krize (2008–2012). Kromě do jisté míry „očekávaného schématu“ (růst a pokles), vidíme, že i z pohledu HDP pro jedinou nepřetržitě rostoucí ekonomiku skupiny V-4 během krize (Polsko), se vliv krize projevil výrazným propadem cenové úrovně (cca o -9 p.b.). Naopak slovenská ekonomika zaznamenala pozitivní přírůstek v obou sledovaných obdobích (cca o 14 p.b. a v krizovém cca o 2 p.b. pro HDP). Z hlediska absolutních hodnot úrovně CPL i velikosti

změn v čase lze obdobný vývoj pozorovat i v pravé části obrázku 3, kde jsou zachyceny CPL a jejich změny pro skutečnou individuální spotřebu.¹⁴

Obrázek 3: CPL pro HDP pro země V-4 (EA-17 = 100)



Poznámka.: na bázi CPL v relaci k průměru zemí EA-17 = 100. Plný symbol je pro období před ekonomickou krizí (2004–2008, modrý ovál), shodný symbol pro danou zemi ale bez výplně je pro období ekonomické krize (2008–2012, červený ovál). Údaje za rok 2012 jsou předběžné. Pramen: Eurostat (2014), vlastní výpočet.

Tabulka 1 níže obsahuje údaje o cenových úrovních pro vybrané složky českého HDP mezi roky 2004–2012 vzhledem k průměru zemí EA-17. V pohledu za téměř jednu dekádu lze pozorovat výrazný avšak diferencovaný proces konvergence cenových úrovní. Z úrovně CPL pro HDP odpovídající jedné polovině dosažené v roce 2004 na více než dvě třetiny podle údajů za rok 2012, a obdobná změna pro úroveň konečné spotřeby. Ze dvou třetin na čtyři pětiny v případě hrubé tvorby fixního kapitálu (HTFK). V rámci jednotlivých hlavních částí HDP je dobře patrné jak cenové přizpůsobování, tak i viditelné rozdíly; například pro obchodovatelné statky (např. stroje a zařízení), kde cenové úrovně dosáhly shodných nebo i vyšších úrovní než celkové HDP a podle posledních údajů jsou cca o 27 p.b. nad ním. Na opačné straně se nachází konečná veřejná spotřeba (velmi často tzv. neobchodovatelné statky).¹¹ Tento rozdíl lze pozorovat i v případě složek spotřeby, kdy cenové úrovně výdajů domácností jsou vyšší, neboť na rozdíl od skutečné konečné spotřeby obsahují složky veřejné spotřeby (přímo „neplacené“ služby). I když v průběhu času došlo k odbourávání rozdílů, v námi sledovaném období se pohybovaly okolo 5 p.b. Rozdíly jsou patrné v rámci HTFK, pokud porovnáme cenové úrovně strojů a zařízení a staveb, které ve sledovaném období vykázaly nejvyšší dynamiku. Průměrné tempo růstu CPL (nominální konvergence) bylo tedy rychlejší než tempo růstu ekonomické úrovně (konvergence reálné) – na úrovni celého HDP 3,6 % ve srovnání s 0,4 % ročně.¹²

¹¹ Mezi službami je nutno odlišovat tzv. tržní služby, které dosahují cenové úrovně HDP, od tzv. vládních služeb, které se nacházejí výrazněji pod touto úrovní. Jedním z důvodů je způsob oceňování těchto zpravidla netržních služeb (založeno na nákladech, které jsou do značné míry ovlivněny stále ještě relativně nízkou úrovní mezd).

¹² Dalším charakteristickým rysem české ekonomiky je poměrně výrazné rozptýlení cen (cenových úrovní) jednotlivých komodit. Obdobně je tomu i v ostatních tranzitivních ekonomikách. Provedená srovnání v minulosti např. se sousedním Německem tuto charakteristiku názorně dokládají (viz studie Čiháka a Holuba, 2003).

Tabulka 1: CPL výdajových složek HDP v ČR v relaci k zemím eurozóny

	2004	2006	Změna ¹⁾	2008	Změna ²⁾	2010	Změna ³⁾	2012	Změna ⁴⁾	Celkem ⁵⁾
Konečná spotřeba	47,6	55,0	7,4	67,1	12,1	65,2	-2,0	64,4	-0,8	16,8
Skutečná konečná spotřeba	48,9	56,0	7,1	69,1	13,1	66,8	-2,2	66,1	-0,7	17,2
Výdaje na kon. spot. dom.	53,8	60,2	6,3	74,9	14,7	72,2	-2,7	70,7	-1,5	16,9
Hrubá tvorba fix. kapitálu	65,6	74,9	9,3	83,7	8,8	85,3	1,6	80,7	-4,6	15,0
Stroje a zařízení	88,5	96,3	7,8	104,7	8,4	100,0	-4,7	95,2	-4,8	6,7
Stavby	51,0	60,9	9,9	69,7	8,8	75,7	6,0	70,4	-5,3	19,4
Residenční	40,9	48,8	7,9	58,7	9,9	63,3	4,6	62,2	-1,2	21,3
Ostatní	53,3	60,9	7,6	69,9	9,0	74,3	4,4	70,5	-3,8	17,2
Konečná spotřeba vlády	35,5	44,2	8,6	51,8	7,6	50,9	-0,9	51,0	0,1	15,5
Kolektivní spotřeba	38,8	48,2	9,5	55,2	7,0	55,3	0,1	53,5	-1,8	14,7
Individuální spotřeba	33,3	41,4	8,1	49,2	7,9	48,2	-1,0	49,7	1,5	16,4
HDP	51,5	59,7	8,1	70,9	11,3	69,6	-1,4	68,5	-1,1	16,9

Poznámka: průměr zemí eurozóny (EA-17) = 100. Z důvodu metodické změny v roce 2005 nejsou údaje v letech 2004 a 2006 zcela srovnatelné. Skutečná konečná spotřeba zahrnuje výdaje domácností na konečnou spotřebu a naturální sociální transfery. Kolektivní spotřeba – výdaje na veřejné statky (bezpečnost atd.), individuální spotřeba – výdaje statky a služby poskytované skupinám obyvatel (studující, nemocní atd.). ¹⁾ změna mezi léty 2006 a 2004; ²⁾ změna mezi léty 2008 a 2006; ³⁾ změna mezi léty 2010 a 2008; ⁴⁾ změna mezi léty 2012 a 2010; ⁵⁾ změna za období 2004–2012. Změny HDP p.c. v PPS: 1,6, 1,0, -0,7, 0,2 p.b. a celková změna 2,2 p.b. Údaje za rok 2012 jsou předběžné. Údaje byly zaokrouhleny, a proto nemusí součty souhlasit. Pramen: EUROSTAT (2014), vlastní výpočet.

3.3 Jak je na tom ČR v rámci zemí V-4?

Porovnáme-li vývoj v případě zemí Visegrádské skupiny (viz tabulka 1A v příloze) vzhledem k průměru zemí eurozóny, a to pro shodné období, dříve uvedené charakteristiky zmíněné při analýze ČR platí i zde. V pohledu za celé období 9 let (celková změna CPL) je patrný rozdílný vývoj. I když česká ekonomika jako země s vyšším HDP na obyvatele v PPS stále ještě vykazuje vyšší srovnatelné cenové úrovně, relativně malý je rozdíl ve srovnání s rychle konvergující slovenskou ekonomikou. Kupříkladu celková změna CPL pro HDP mezi 2004 a 2012 dosáhla +16,4 p.b. na Slovensku, což je hodnota srovnatelná s ČR (16,9 p.b.); v Polsku zaznamenala ale jen 9,0 p.b., přičemž v Maďarsku došlo k absolutnímu poklesu o -1,8 p.b.¹³ Slovenská ekonomika v některých složkách HDP již vykazala za rok 2012 vyšší cenové úrovně než česká (např. HTFK dosáhla 85 % vs. cca 80 % v ČR), nebo se jim téměř rovnala (složky konečné spotřeby domácností). Výrazné nárůsty byly zaznamenány i v případě CPL staveb. Polská ekonomika rovněž zaznamenala podstatný nárůst cenové úrovně, avšak kromě částí HTFK zaostala za tempem v ČR a SR, v případě konečné spotřeby domácností jsou rozdíly výrazně vyšší (cca 14 p.b.). Protipólem je Maďarsko, které za celé sledované období vykazovalo pokles CPL pro všechny složky sledované v tabulce a výrazně se tak propadlo, třebaže ještě v letech 2006/2007 patřilo k lídrům V4. Výrazné poklesy nastaly v souvislosti s finanční krizí, která tuto ekonomiku výrazně zasáhla, a to ve dvou vlnách – při jejím „prvním šíření“ do Evropy v druhé polovině roku 2007 a poté společně s ostatními ekonomikami v regionu na konci roku 2008 a především během roku 2009.¹⁴ U všech zemí V-4 lze pozorovat poměrně výrazné zaostávání CPL vládní spotřeby oproti ostatním složkám HDP (rozdíly činí i desítky p.b.) a i v ČR se v roce 2012 pohybovaly na hodnotách jen o něco vyšších než 50 % průměru zemí EA-17.

¹³ Tempově vyjádřeno, šlo o 3,6 %, 2,2 % a -0,4 % ročně, přičemž změny reálného HDP v PPS dosáhly 3,6 %, 3,4 % a 0,7 % ročně.

¹⁴ Protože cíl této studie je odlišný, lze však jen spekulovat o vlivu odchodu zahraničních investorů (PZI), vlivu specifického finančního sektoru (zadluženost v cizích měnách), resp. role nositelů hospodářské politiky.

4 Jaký je výhled pro země V4?

Při vstupu do EU se CPL pro celkové HDP pohybovaly mezi 48–58 % průměru EA-17 a podle údajů za rok 2012 dosáhly 56–69 % téhož průměru. Podle hlavních složek HDP za celé období 9 let byla ukázána existence rozdílného vývoje jak mezi zeměmi, tak mezi skupinami: česká ekonomika si udržovala prvenství, byla však velmi rychle doháněna ekonomikou slovenskou. Polská ekonomika naopak nevykázala výrazné změny CPL i přes rychlý růst HDP. Finanční krizí zasažené Maďarsko v roce 2012 vykazovalo CPL z období před vstupem do EU. Ukazatele měřící míru sladění CPL zemí V-4 s EA-17 (směrodatná odchylka a variační koeficient) ukázaly na pokračující konvergenci cenových struktur (výraznější pro HDP než pro konečnou spotřebu), třebaže v posledních letech velmi pozvolnou a narušenou finanční krizí. V textu nebylo věnováno mnoho prostoru podrobnějším srovnáním, a proto se v některém z příštích čísel Globálního ekonomického výhledu budeme věnovat vývoji cenových úrovní pro jednotlivé složky spotřeby domácností v zemích Visegrádské skupiny, a to ve srovnání s vybranou a nejen geograficky blízkou ekonomikou EU (Rakousko).

Další vývoj CPL představuje otevřenou otázku a bude záviset na průběhu stále ještě probíhající finanční (ekonomické, dluhové) krize a na řešení nerovnováh v globální ekonomice, které se přenášejí přímo i nepřímo prostřednictvím evropských ekonomik do zemí V-4.¹⁵ Zatímco vliv krize se projevil v narušení cenového přizpůsobování díky faktorům nacházejícím se mimo analýzu uvedenou v textu (růst HDP na obyvatele, obchodní a kapitálové toky) a vedl ke zvýšené volatilitě ekonomických veličin (včetně měnových kurzů přímo ovlivňujících CPL), vliv společné měny alespoň částečně působil ve směru opačném. Třebaže slovenská ekonomika je relativně malá a hodně specifická, dostupná data naznačují, že ztráta samostatné měnové politiky a trvalé zafixování měnového kurzu byly částečně kompenzovány růstem stability ekonomického prostředí a přístupem ke společnému trhu bez kurzových oscilací. Díky tomu ztráta samostatné měnové politiky nevedla k narušení konvergenčního procesu. V řadě případů však jde o krátkodobé a střednědobé efekty, neboť ty dlouhodobé se dostaví až v dalších letech s tím, jak bude docházet ke změnám v cenách, mzdách a dalších nákladech domácích producentů, resp. v inovačních strategiích ovlivňujících jejich schopnost konkurovat na domácích i zahraničních trzích.

Z hlediska dlouhodobého výhledu bude i nadále u zemí s režimem plovoucího měnového kurzu docházet k dílčím pohybům CPL souvisejícím s pohybem měnového kurzu. Nelze rovněž předpokládat neměnnost míry zdanění a regulovaných cen, chování firem na trhu, vývoje reálné ekonomiky a důchodů ekonomických subjektů. Ovlivňovat ji bude i zdraví veřejného sektoru, tj. jeho schopnost financovat vyšší výdaje v tradičních skupinách služeb. V pohledu na dílčí skupiny spotřeby existuje jistý prostor pro dohánění jak v případě potravin a nealkoholických nápojů, tak např. ve stravování a ubytování. V každém případě jde o období mnoha dalších let, jak ukazují zkušenosti vyspělých zemí EU-15. Je ale docela dobře možné, že se cenový přizpůsobovací proces i dočasně zastaví na určité úrovni (např. 85 % nebo 95 % v relaci k průměru země nebo skupiny) nebo bude pokračovat v přizpůsobování cenových struktur vzhledem k nějaké evropské ekonomice (např. důležitému obchodnímu partnerovi) při pozvolně pokračující konvergenci reálné. Existují i alternativní hypotézy, které poukazují na možnost vzniku, resp. výraznějšího odlišení cenových „klubů“ v prostředí EU, které by sice mohly vykazovat konvergenci uvnitř daného klubu, ale například jen velmi omezenou mezi sebou navzájem. To by však mělo dopady i na fungování vnitřního trhu (konkurenci) a měnové politiky v případě států měnové unie.

¹⁵ Nejnověji jde o nestabilitu kurzů a trhů cenných papírů v řadě tranzitivních ekonomik spojovaných s přetrvávajícími problémy turecké ekonomiky.

Literatura

- CVENGROŠ, F., SMRČKOVÁ, G., VLČEK, I.: Reálná konvergence – souvislosti a příčiny. MF ČR, Praha, výzkumná studie č. 3, 2008.
- ČIHÁK, M., HOLUB, T.: Price Convergence to the EU; What Do the 1999 ICP Data Tell Us?. ČNB, Praha, Working Paper Series no. 2, May 2003.
- ČNB: Analýza stupně ekonomické sladění České republiky s Eurozónou. ČNB, Praha, 2013.
- EUROSTAT: Economy and Finance (Prices). Eurostat, Luxembourg, 2014.
- EUROSTAT: Economy and Finance (National accounts). Eurostat, Luxembourg, 2014 (a).
- EUROSTAT: Economy and Finance (Exchange rates). Eurostat, Luxembourg, 2014 (b).
- EUROSTAT-OECD: Methodological manual on purchasing power parities (PPPs). Eurostat, Luxembourg, 2012.
- KOMÁREK, L., KOPRNICKÁ, K., KRÁL, P.: Dlouhodobá reálná apreciacie jako fenomén ekonomické konvergence. *Politická ekonomie*, 2010, č. 1, s. 70-91.
- KOLEKTIV CES VŠEM, NOZV NVF: Konkurenční schopnost České republiky 2010–2011. Linde, Praha, 2011.
- LEWIS, J.: Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criteria During a Period of Nominal Convergence. DNB Working Paper No. 130, 2007.
- OECD: Main Economic Indicator. OECD, Paris, Vol. 1, January 2014.
- SKOŘEPA, M.: K rozdílům v cenových hladinách mezi ČR a Německem. *Finance a úvěr*, r. 51, 2001, č. 6, s. 350–363.
- SPĚVÁČEK, V.: Parity kupní síly – nástroj mezinárodních srovnání. *Politická ekonomie*, vol. L, 2003, č. 1, s. 59–78.
- SPĚVÁČEK, V. et al.: Makroekonomická analýza (1. vyd.). Linde, Praha, 2012.
- WORLD BANK: *Measuring the Real Size of the World Economy: The Framework, Methodology, and Results of the International Comparison Program — ICP*. Washington, DC: World Bank, 2013.
- ŽDÁREK, V.: A theoretical and empirical analysis of the process of nominal convergence in transition countries with a particular emphasis on the Czech economy. Disertační práce, FFÚ VŠE Praha, 2013 (mimeo).

Přílohy (Zaostřeno na ...)

Tabulka A1: CPL výdajových složek HDP, země V-4 vůči eurozóně (EA-17= 100)

Maďarsko	2004	2006	Změna ¹⁾	2008	Změna ²⁾	2010	Změna ³⁾	2012	Změna ⁴⁾	Celkem ⁵⁾
Konečná spotřeba	53,5	54,2	0,6	60,2	6,1	53,4	-6,8	51,9	-1,5	-1,6
Skutečná konečná spotřeba	54,8	55,4	0,6	61,9	6,5	55,1	-6,8	53,6	-1,4	-1,1
Výdaje na kon. spot. dom.	60,2	59,5	-0,7	67,3	7,9	61,0	-6,3	59,0	-2,0	-1,2
Hrubá tvorba fixního kap.	74,7	75,9	1,2	77,8	1,9	70,8	-6,9	66,8	-4,0	-7,9
Stroje a zařízení	91,3	90,0	-1,3	97,1	7,1	89,7	-7,4	85,8	-4,0	-5,5
Stavby	63,7	67,5	3,8	65,9	-1,6	58,9	-7,0	53,8	-5,1	-10,0
Residenční	55,0	57,5	2,6	56,0	-1,6	47,3	-8,6	47,4	0,1	-7,6
Ostatní	63,2	63,0	-0,3	61,7	-1,3	60,3	-1,4	51,6	-8,6	-11,6
Konečná spotřeba vlády	41,2	43,2	2,0	46,4	3,1	39,1	-7,2	38,0	-1,2	-3,2
Kolektivní spotřeba	45,7	46,7	1,0	50,4	3,7	44,1	-6,3	41,8	-2,4	-3,9
Individuální spotřeba	38,3	41,0	2,8	43,5	2,5	35,6	-7,9	35,3	-0,4	-3,0
HDP celkem	57,7	58,5	0,8	63,8	5,3	57,4	-6,4	55,9	-1,4	-1,8
Polsko	2004	2006	Změna ¹⁾	2008	Změna ²⁾	2010	Změna ³⁾	2012	Změna ⁴⁾	Celkem ⁵⁾
Konečná spotřeba	44,5	53,3	8,7	59,8	6,6	52,6	-7,2	50,8	-1,8	6,3
Skutečná konečná spotřeba	46,2	55,4	9,1	61,6	6,3	53,8	-7,8	51,8	-2,1	5,5
Výdaje na kon. spot. dom.	51,7	61,3	9,6	67,1	5,8	58,5	-8,7	55,6	-2,9	3,9
Hrubá tvorba fixního kap.	58,9	73,6	14,7	92,8	19,1	79,9	-12,9	79,8	0,0	20,9
Stroje a zařízení	84,8	93,4	8,6	106,2	12,8	97,3	-8,9	92,2	-5,1	7,4
Stavby	43,6	61,4	17,7	83,5	22,1	69,0	-14,5	70,9	2,0	27,3
Residenční	34,7	48,1	13,4	70,9	22,9	56,9	-14,0	54,2	-2,7	19,5
Ostatní	43,3	58,1	14,8	77,6	19,5	67,8	-9,8	72,3	4,4	28,9
Konečná spotřeba vlády	30,4	36,5	6,1	44,2	7,7	40,1	-4,2	40,2	0,2	9,9
Kolektivní spotřeba	33,7	39,7	6,0	47,9	8,2	45,1	-2,8	44,6	-0,4	10,9
Individuální spotřeba	28,3	34,6	6,3	42,0	7,4	37,1	-4,9	37,6	0,5	9,3
HDP celkem	47,2	57,0	9,8	65,5	8,6	57,4	-8,2	56,3	-1,1	9,0
Slovensko	2004	2006	Změna ¹⁾	2008	Změna ²⁾	2010	Změna ³⁾	2012	Změna ⁴⁾	Celkem ⁵⁾
Konečná spotřeba	44,8	49,3	4,5	58,8	9,5	59,3	0,5	60,7	1,4	15,9
Skutečná konečná spotřeba	47,2	52,3	5,1	61,6	9,4	62,0	0,4	63,3	1,3	16,2
Výdaje na kon. spot. dom.	53,3	56,9	3,6	67,7	10,9	68,1	0,3	69,0	0,9	15,6
Hrubá tvorba fixního kap.	70,6	74,4	3,7	83,5	9,1	85,8	2,3	85,0	-0,7	14,4
Stroje a zařízení	96,5	99,8	3,3	102,7	2,9	101,0	-1,7	105,5	4,5	9,0
Stavby	53,5	59,2	5,7	71,3	12,0	74,4	3,1	70,3	-4,1	16,8
Residenční	47,5	55,1	7,7	66,1	10,9	67,8	1,7	61,3	-6,5	13,8
Ostatní	55,9	56,5	0,6	68,1	11,5	74,0	5,9	73,4	-0,5	17,5
Konečná spotřeba vlády	29,5	33,9	4,4	40,7	6,8	42,1	1,5	43,5	1,4	14,0
Kolektivní spotřeba	32,7	34,7	2,1	42,6	7,9	44,6	2,0	45,6	1,0	12,9
Individuální spotřeba	26,6	33,8	7,2	39,4	5,6	40,6	1,2	42,2	1,6	15,6
HDP celkem	49,5	54,1	4,6	63,6	9,5	64,3	0,7	65,9	1,6	16,4

Poznámka: průměr zemí eurozóny (EA-17) = 100. Z důvodu metodické změny v roce 2005 nejsou údaje v letech 2004 a 2006 zcela srovnatelné. Skutečná konečná spotřeba zahrnuje výdaje domácností na konečnou spotřebu a naturální sociální transfery. Kolektivní spotřeba – výdaje na veřejné statky (bezpečnost atd.), individuální spotřeba – výdaje statky a služby poskytované skupinám obyvatel (studující, nemocní atd.). ¹⁾ změna mezi léty 2006 a 2004; ²⁾ změna mezi léty 2008 a 2006; ³⁾ změna mezi léty 2010 a 2008; ⁴⁾ změna mezi léty 2012 a 2010; ⁵⁾ změna za období 2004–2012. Změny HDP p.c. v PPS: Maďarsko: 0,1, 1,1, 0,8, 1,1 p.b. a celková změna 3,1 p.b.; Polsko: 1,1, 4,2, 5,9, 3,4 p.b. a celková změna 14,5 p.b.; Slovensko: 6,0, 8,4, 1,0, 1,9 p.b. a celková změna 17,3 p.b. Údaje za rok 2012 jsou předběžné. Údaje byly zaokrouhleny, a proto nemusí součty souhlasit. Pramen: EUROSTAT (2014), vlastní výpočet.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0,1	2014/3 2014/2	0,0	2014/1 2013/10	-0,1	2013/11 2013/5	0,1	2014/3 2013/12
US	-0,1	2014/3 2014/2	0,2	2014/1 2013/10	0,1	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/9
DE	0,0	2014/3 2014/2	0,2	2014/1 2013/10	-0,2	2013/11 2013/5	0,2	2013/12 2013/6
JP	-0,2	2014/3 2014/2	0,5	2014/1 2013/10	0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2014/1 2013/11
BR	-0,2	2014/3 2014/2	-0,2	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	-0,4	2014/3 2014/2
RU	-0,2	2014/3 2014/2	-1,0	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2
IN	0,0	2014/3 2014/2	0,3	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2
CN	-0,1	2014/3 2014/2	0,2	2014/1 2013/10	-0,2	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	-0,1	2014/3 2014/2	0,0	2013/10 2013/4	0,0	2013/11 2013/5	-0,1	2014/3 2013/12
US	0,1	2014/3 2014/2	-0,2	2013/10 2013/4	-0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2013/12 2013/9
DE	0,0	2014/3 2014/2	0,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	-0,2	2013/12 2013/6
JP	0,2	2014/3 2014/2	-0,1	2013/10 2013/4	0,5	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/11
BR	0,0	2014/3 2014/2	1,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	0,2	2014/3 2014/2
RU	0,1	2014/3 2014/2	-0,5	2013/10 2013/4	0,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2
IN	-0,3	2014/3 2014/2	-1,8	2013/10 2013/4	2,1	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2
CN	-0,2	2014/3 2014/2	0,0	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	0,0	2014/3 2014/2

A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

BoJ	Japonská centrální banka	EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína	EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	EK	Evropská komise
CBOT	Chicago Board of Trade	EU	Evropská unie
CF	Consensus Forecasts	EUR	euro
ČNB	Česká národní banka	EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
DBB	Deutsche Bundesbank	Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
EA	eurozóna	FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
ECB	Evropská centrální banka		

GBP	britská libra	N/A	údaj není k dispozici
HDP	hrubý domácí produkt	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
CHF	švýcarský frank	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ICE	Intercontinental Exchange	PMI	Index nákupních manažerů
IFO	Institute for Economic Research	UoM	University of Michigan
IFO-BE	IFO Business Expectations	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)	USD	americký dolar
JPY	japonský jen	WEO	World Economic Outlook
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment
MMF	Mezinárodní měnový fond		

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

2014

	č. GEVu
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

2013

	č. GEVu
Financializace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš	2012-11

	č. GEVu
Komárek)	
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

2011

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