

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ÚNOR

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Vliv (ne)konvenčních opatření na stínové sazby v eurozóně a USA	13
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	17
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	17
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	18
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	19
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	20

Datum uzávěrky dat

17. února 2017

Sběr dat CF

13. února 2017

Datum publikace GEVU

24. února 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

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

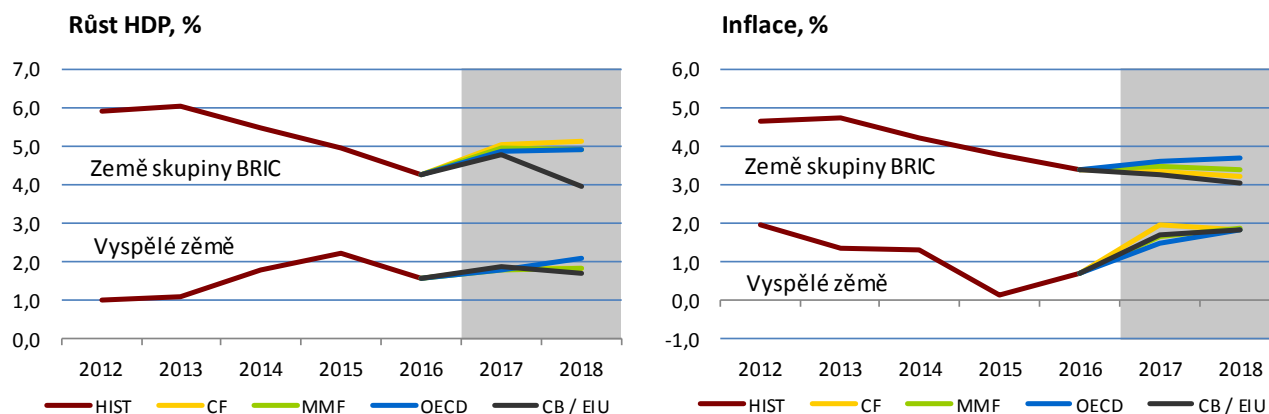
Únorové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále analyticky zaostřena na zkoumání vlivu (ne)konvenčních opatření měnových politik na stínové úrokové sazby v eurozóně a Spojených státech. V článku je na základě námi provedených odhadů ukázáno, že vliv přijatých opatření měnových politik na stínové sazby se lišil dle toho, zda bylo jejich cílem stabilizovat propad finančních trhů nebo dále uvolnit měnové podmínky. Rovněž je zde naznačeno, jak se mohou efekty přijatých opatření centrálních bank měnit v závislosti na aktuální míře finančního stresu.

Aktuální výhledy meziročního hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých zemí se oproti lednu viditelně nezměnily. Spojené státy jakožto nejsilnější ekonomika světa by tak měly v letošním i příštím roce vykázat hospodářský růst lehce pod 2,5 %, což je stále o téměř 1 procentní bod vyšší tempo, než jakého dosáhne v tomto období eurozóna, její největší ekonomika – Německo, ale i Spojené království. Srovnání s Japonskem pak ukazuje ještě markantnější rozdíl v předpokládaném ekonomickém růstu, neboť japonské hospodářství by mělo vykázat jen růst blízko 1 %. Očekávané hodnoty inflace zůstávají v jednotlivých zemích pro letošní i příští rok blízko výše uvedeným hodnotám hospodářského růstu. Oproti minulému měsíci je patrné zvýšení předpovědí inflace v Německu. Přesto zde však, stejně jako v eurozóně jako celku, nedosahuje inflace na výhledu 2% výše, jež je všeobecně považována za kritérium cenové stability v rozvinutých zemích. Ve Spojených státech a Spojeném království by se naproti tomu měla inflace pohybovat zhruba 0,5 procentního bodu nad 2% hladinou. V Japonsku pak zřejmě jen s velkým úsilím dosáhne 1% úrovně.

Výhledy meziročního růstu HDP zemí skupiny BRIC přinesly v únoru potvrzení rozdílnosti hospodářského vývoje jednotlivých zemí, byť se tento rozdíl v čase začíná pozvolna snižovat. U dynamicky se vyvíjející dvojice (Indie a Čína) došlo k přehodnocení jejich očekávaného vývoje směrem dolů, u slumpflací postižených zemí (Rusko, Brazílie) naopak směrem nahoru. Nicméně rozdíly v očekávaných růstech jsou stále velmi výrazné. Indická ekonomika by si totiž měla do konce roku 2018 zachovat svůj hospodářský růst kolem 7,5% úrovně, a to při neakcelerující inflaci. Čínská ekonomika nakonec může zpomalit více, než se doposud očekávalo. Nejpesimističtější výhledy odhadují zbrzdění jejího růstu až mírně nad 4 %, avšak konsensus předpovědí zatím stále leží lehce pod 6% úrovní v horizontu do konce příštího roku. Ruská a zejména brazilská ekonomika by po překonání „slumpflačního“ období (hospodářský pokles doprovázený relativně vysokou inflací) měly příští rok dosahovat téměř totožných makroekonomických parametrů, byť způsobených odlišnými důvody. Jejich hospodářská dynamika by se měla shodně pozvolně zvyšovat a být na konci roku 2018 na dosah 2% ekonomickému růstu při míře inflace lehce pod 5% úrovní.

Výhledy úrokových sazeb setrvávají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné předpokládat jejich ztelnější růst do konce roku 2017, tedy do doby, kdy ECB deklarovala pokračování ve sníženém nakupování cenných papírů v měsíčním objemu 60 mld. eur. V případě Spojených států lze naopak předpokládat, že během letošního roku dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu, ale i dále do budoucnosti lehce posilovat vůči všem sledovaným měnám kromě brazilského realu, ruského rublu a čínského renminbi, vůči nimž by měl posílit výrazněji. Průměrná cena ropy Brent by měla být v letošním i příštím roce blízko 57 dolarů za barel. Ceny neenergetických surovin by se měly v ročním horizontu velmi mírně zvyšovat, a to jak vlivem průmyslových kovů, tak potravinářských komodit.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

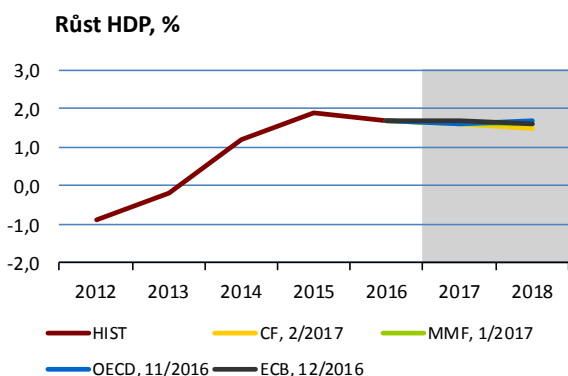


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

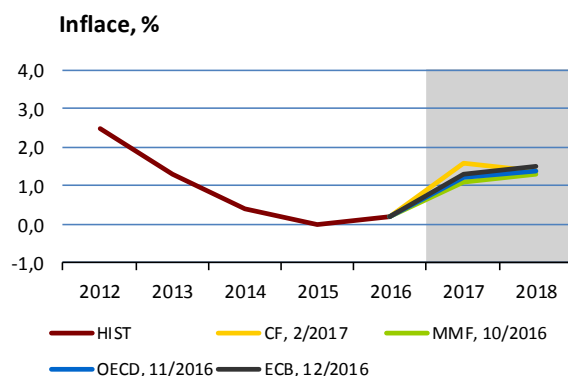
II.1 Eurozóna

Předběžný odhad růstu HDP eurozóny potvrdil její solidní výkon během posledního čtvrtletí loňského roku. Ekonomika tak podle Eurostatu vzrostla mezičtvrtletně o 0,4 %, tzn. stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí, a meziročně si připsala 1,7 %. Růst byl pravděpodobně i nadále tažen především spotřebou domácností, která byla podporována zlepšující se situací na trhu práce (nezaměstnanost v prosinci opět mírně poklesla na 9,6 %) a nízkými úrokovými sazbami. Ukazatele důvěry v ekonomiku vyznívají vesměs pozitivně, i když únorový ZEW indikátor mírně poklesl. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu v lednu dosáhl na více než pětileté maximum (55,2), k čemuž podle průzkumu přispěl slabší kurz [eura](#). Zdá se tedy, že příčiny značné nejistoty ohledně výhledu – související s brexitem, volbami v Nizozemí, Francii a Německu a s vývojem v Řecku – zatím výrazně neovlivnily výkon ekonomiky či důvěru v ní. To potvrzuje i CF, který zvýšil svůj výhled růstu v letošním roce. Také panel SPF revidoval svůj výhled pro letošní rok směrem výše, na 1,5 %. Na této hodnotě by měl setrvat i v následujících dvou letech. Podobné hodnoty růstu očekávají i ostatní sledované výhledy, včetně nové prognózy EK.

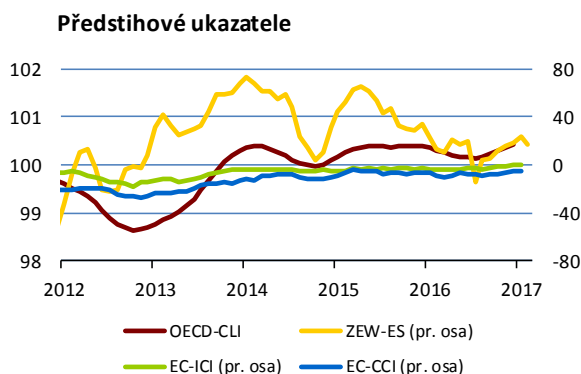
Lednová HICP inflace podle předběžného odhadu Eurostatu opět výrazně vzrostla (z prosincových 1,1 % na 1,8 %). Její rychlý nárůst odráží především efekt základny cen energií, zatímco ostatní kategorie indexu k růstu přispěly podobně jako v předchozích měsících. CF revidoval svůj výhled letošní inflace směrem výše na 1,6 % a v příštím roce očekává s odezněním efektu základny cen energií pokles inflace na 1,4 %. I nadále se očekává uvolněná politika ECB, jejíž nastavení na lednovém zasedání nedoznalo změn. ECB zatím nepozoruje nárůst inflačních tlaků z reálné ekonomiky, který by byl udržitelný pro návrat inflace k cíli, a proto vidí potřebu nadále uvolněné měnové politiky. Výhledy sazby 3M Euribor tak zůstávají nadále v záporných hodnotách. Výnosy německých 10letých dluhopisů od konce loňského roku v souladu s globálním vývojem rostly a jejich výhled je mírně rostoucí.



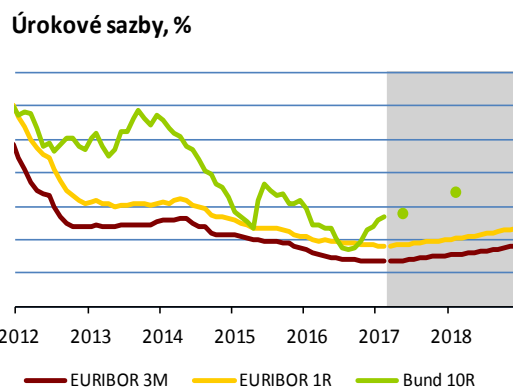
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,6 ↗	1,6 ↗	1,6	1,7
2018	1,5 ↘	1,6 ↘	1,7	1,6



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,6 ↗	1,1	1,2	1,3
2018	1,4 ↘	1,3	1,4	1,5



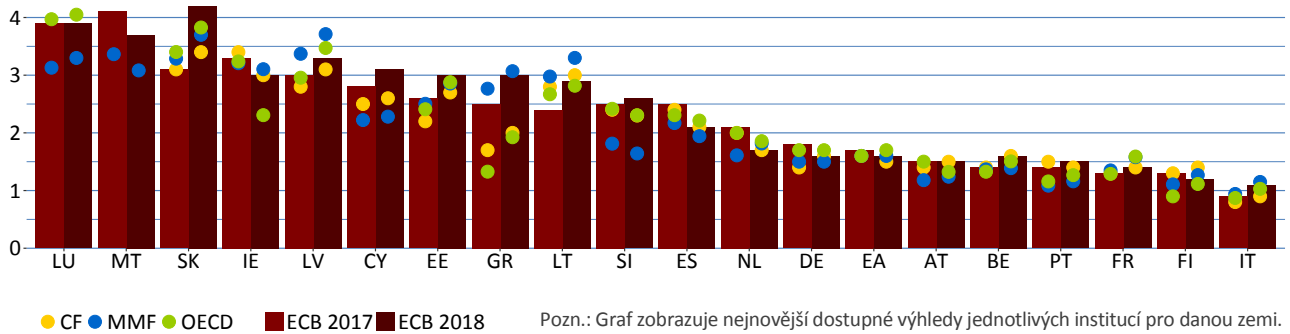
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
12/16	100,4	18,1	0,0	-5,1
1/17		23,2	0,8	-4,9
2/17		17,1		



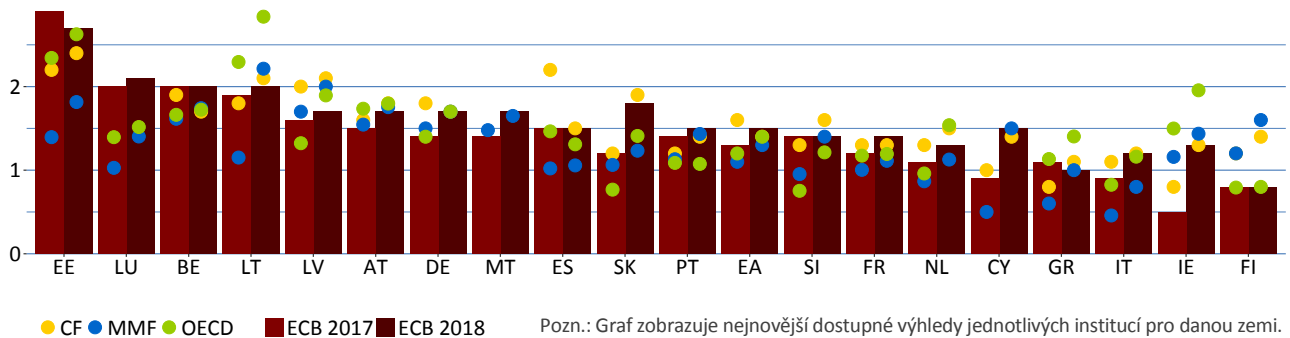
	01/17	02/17	05/17	02/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,31	-0,22
1Y EURIBOR	-0,09	-0,10	-0,07	0,02
10Y Bund	0,30	0,35	0,40	0,70

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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



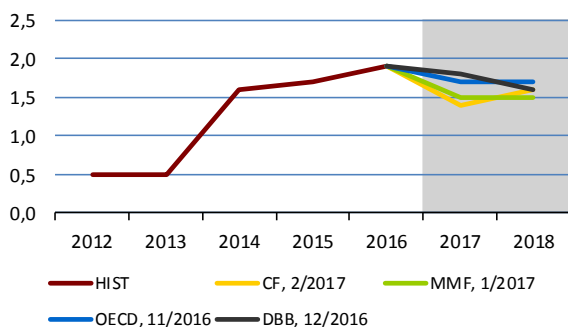
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



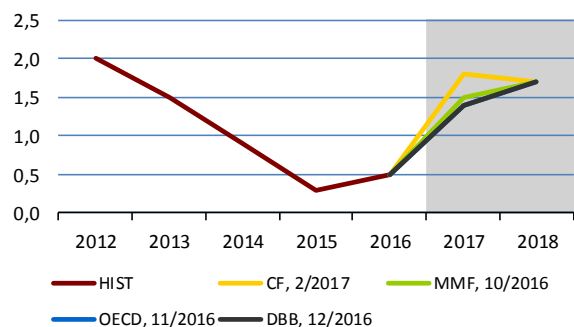
II.2 Německo

Tempo růstu HDP Německa v roce 2016 zrychlilo na 1,9 %. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2016 vzrostl HDP meziročně o 1,8 % (oproti předchozímu čtvrtletí o 0,4 %). K růstu přispěly zejména vyšší vládní výdaje v souvislosti s uprchlickou krizí a silná soukromá spotřeba, která byla podpořena tvorbou nových pracovních míst a vysokou úrovní zaměstnanosti. Ačkoliv měl zahraniční obchod stále mírně negativní příspěvek k růstu HDP, vývoz zboží zaznamenal rekordní hodnoty a přispěl k rekordnímu obchodnímu přebytku v roce 2016. V souladu s tímto vývojem došlo ke zvýšení výhledů růstu HDP (CF a MMF) na letošní i příští rok, i přesto však dynamika ekonomické aktivity oproti loňskému roku mírně zpomalí. Inflace po svém výrazném nárůstu v prosinci dále vzrostla na 1,9 % v lednu. Podle výhledů sledovaných institucí by se však měla v letošním i příštím roce stále nacházet pod 2% úrovní. Inflace bez cen energií a potravin zůstala stabilní na úrovni 1,2 %.

Růst HDP, %



Inflace, %

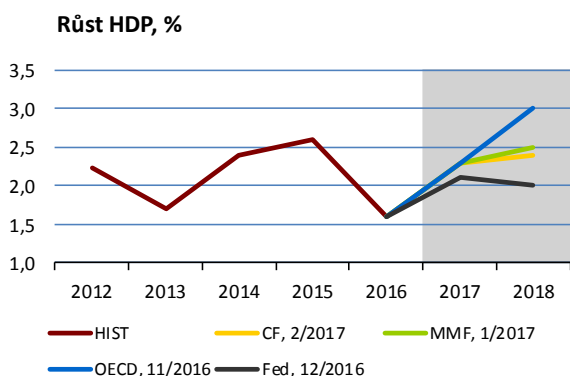


II.3 Spojené státy

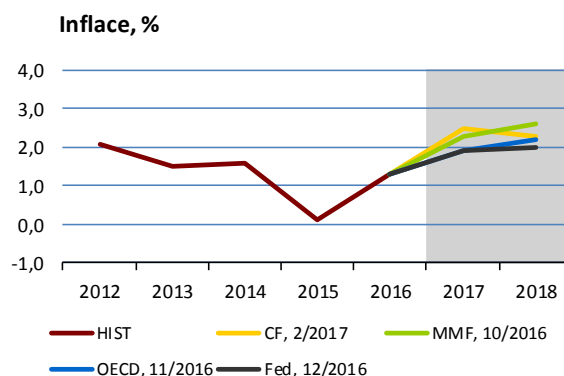
Růst americké ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dle prvního odhadu zpomalil na 1,9 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Hlavním důvodem byl propad exportního výkonu s tím, jak vymizel vliv rekordního vývozu sójových bobů. Dovozy, na druhou stranu, dosáhly nejvyšší dynamiky za poslední dva roky. Potvrzuje se však robustnost domácí poptávky, když soukromá spotřeba rostla solidním tempem 2,5 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Kladně k růstu přispěly i vyšší zásoby a investice podniků. Poprvé za loňský rok dosáhly kladného růstu výdaje na zařízení, což odráželo oživení růstu těžby ropy a plynu v souvislosti s vyššími cenami komodit.

Na začátku roku 2017 trh práce (zejména ve stavebnictví a maloobchodě) překvapil vyšším než očekávaným růstem, zklamání ale přinesl vývoj mezd. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v lednu 227 tisíc oproti očekávaným 180 tisícům. Míra nezaměstnanosti se již devět měsíců v řadě drží pod 5 % (v lednu 4,8 %). Průměrná hodinová mzda nicméně vykazala meziročně nárůst jen o 2,5 % (očekáváno 2,8 %). Optimismus spotřebitelů se v lednu udržel na historických maximech a meziroční růst maloobchodních prodejů dosáhl nejvyšší hodnoty od poloviny roku 2012 (5,6 %). Taktéž průmyslová aktivita ve Spojených státech v závěru roku 2016 akcelerovala. Meziroční změna průmyslové produkce poprvé po dvou letech dosáhla kladných hodnot (0,7 %) a předstihový indikátor [PMI](#) se v lednu opět zvýšil (56).

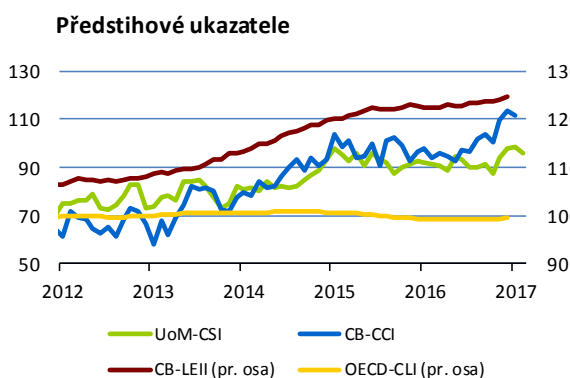
Pokračující expanze americké ekonomiky se dále pozitivně projevuje na nárůstu inflačních tlaků – celková meziroční inflace spotřebitelských cen dosáhla 2,5 % a jádrová inflace 2,3 %. V souladu s aktuálním cenovým vývojem pak rostla také inflační očekávání, a to na nejvyšší úroveň od roku 2015. Nejasná prohlášení nového prezidenta a obrat směrem k většímu protekcionismu přinesl v lednu oslabení amerického [dolaru](#) vůči ostatním hlavním světovým měnám. Únorový CF zvýšil výhled růstu HDP v roce 2018 a inflace v roce 2017. Nová předpověď MMF pak přinesla mírně vyšší růst ekonomiky v obou letech.



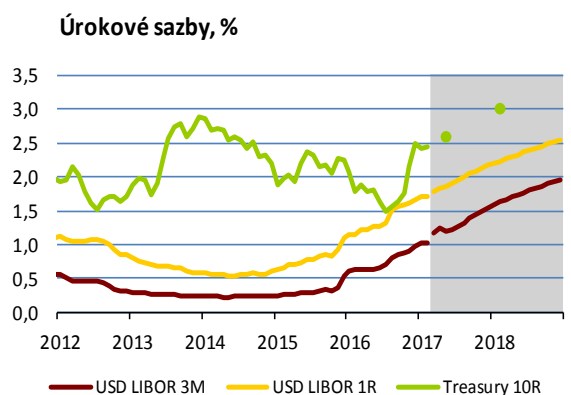
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,3 →	2,3 ↘	2,3	2,1
2018	2,4 ↗	2,5 ↗	3,0	2,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,5 ↘	2,3	1,9	1,9
2018	2,3 ↗	2,6	2,2	2,0



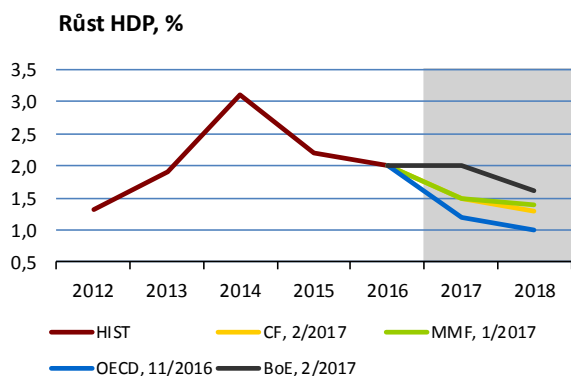
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
12/16	98,2	113,3	124,6	99,5
1/17	98,5	111,8		
2/17	95,7			



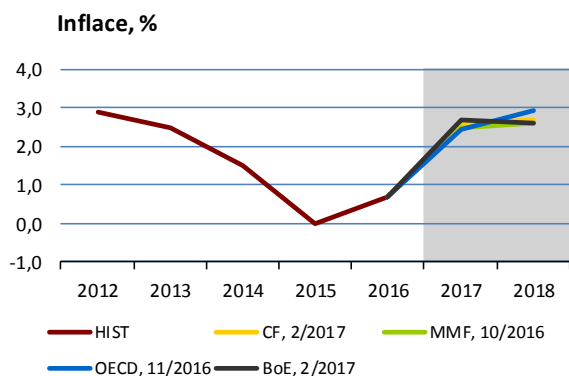
	01/17	02/17	05/17	02/18
USD LIBOR 3M	1,02	1,04	1,19	1,63
USD LIBOR 1R	1,71	1,71	1,86	2,24
Treasury 10R	2,43	2,45	2,60	3,00

II.4 Spojené království

Robustní ekonomický růst britské ekonomiky podle předběžných údajů nezpomalil ani v závěru roku 2016. HDP vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí meziročně o 2,2 %, za celý loňský rok pak o 2 %, což řadí Spojené království mezi jednu z nejrychleji rostoucích ekonomik skupiny G7. Mezičtvrtletní růst si udržuje 0,6% tempo, jež bylo v posledním čtvrtletí vesměs výhradně taženo růstem v sektoru služeb. Dynamika průmyslové produkce zrychlila v prosinci na 4,3 % meziročně, podobným tempem rostly i maloobchodní prodeje (v lednu však už jen 1,5%). Nákupní manažeři zůstávají ohledně budoucího vývoje optimističtí (PMI ve službách i zprac. průmyslu zůstává kolem 55). Sledované instituce zvýšily své výhledy růstu HDP Británie pro letošní rok na 1,5 % (CF a MMF), resp. 2 % (BoE). Oslabený kurz **libry** skrze rostoucí ceny výrobních vstupů postupně zvyšuje inflaci spotřebitelských cen (v lednu 1,8 %). BoE tak pro celý letošní rok předpokládá její růst až na 2,7 %, svou měnovou politiku však prozatím zpřísnit neplánuje.



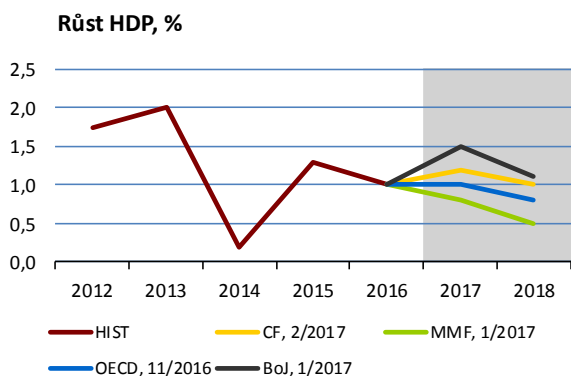
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	1,5	1,5	1,2	2,0
2018	1,3	1,4	1,0	1,6



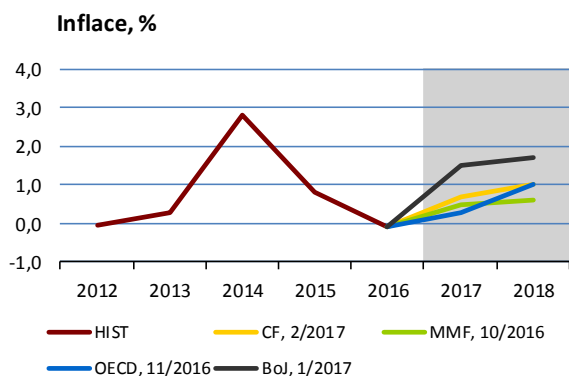
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	2,6	2,5	2,4	2,7
2018	2,7	2,6	2,9	2,6

II.5 Japonsko

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 vzrostla japonská ekonomika dle předběžných údajů o 1 % (anualizovaně, mezičtvrtletně). Růst podporovaly investice a čistý export, naopak soukromá spotřeba stagnovala. Dynamika průmyslové výroby navzdory vývoji předstihových ukazatelů v prosinci zpomalila. Růst maloobchodních tržeb v prosinci zvolnil kvůli stálému poklesu výdajů domácností, ale také kvůli výskytu ptačí chřipky v zemi. PMI ve zpracovatelském průmyslu se však v lednu dále zvýšil. Hodnocení nákupních manažerů se zlepšuje ve všech kategoriích. CF a BoJ zvýšily své predikce růstu HDP pro oba sledované roky o 0,1, resp. 0,2 p. b. MMF pak revidoval o 0,2 p. b. nahoru výhled pro rok 2017. Inflace se v prosinci lehce snížila (na 0,3 %), a to kvůli zmírnění růstu cen čerstvých potravin. CF zvýšil o 0,1 p. b. výhledy inflace pro rok 2017 i 2018. BoJ v únoru nastavení měnové politiky nezměnila, stejně jako výhledy inflace.



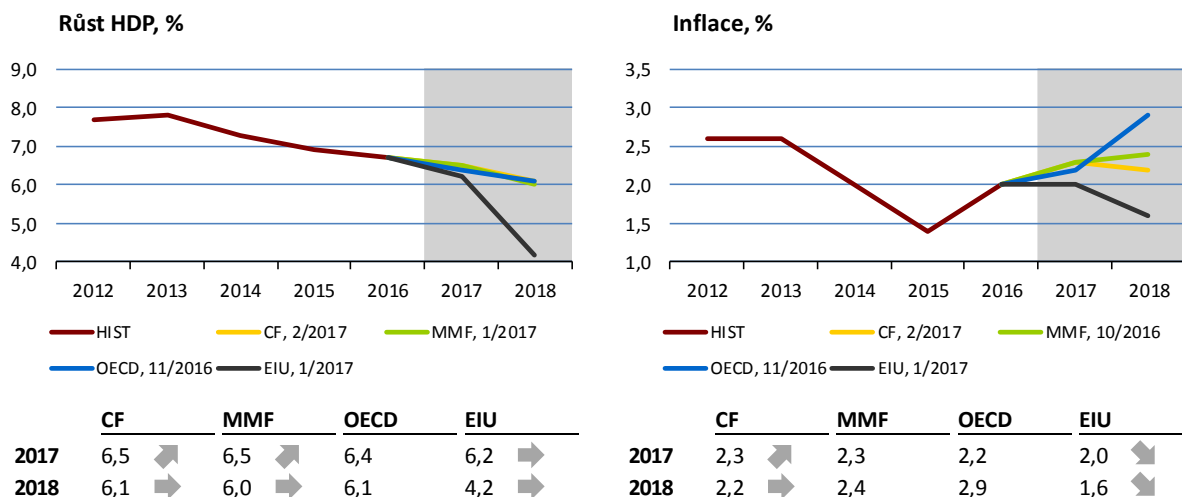
	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	1,2	0,8	1,0	1,5
2018	1,0	0,5	0,8	1,1



	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	0,7	0,5	0,3	1,5
2018	1,0	0,6	1,0	1,7

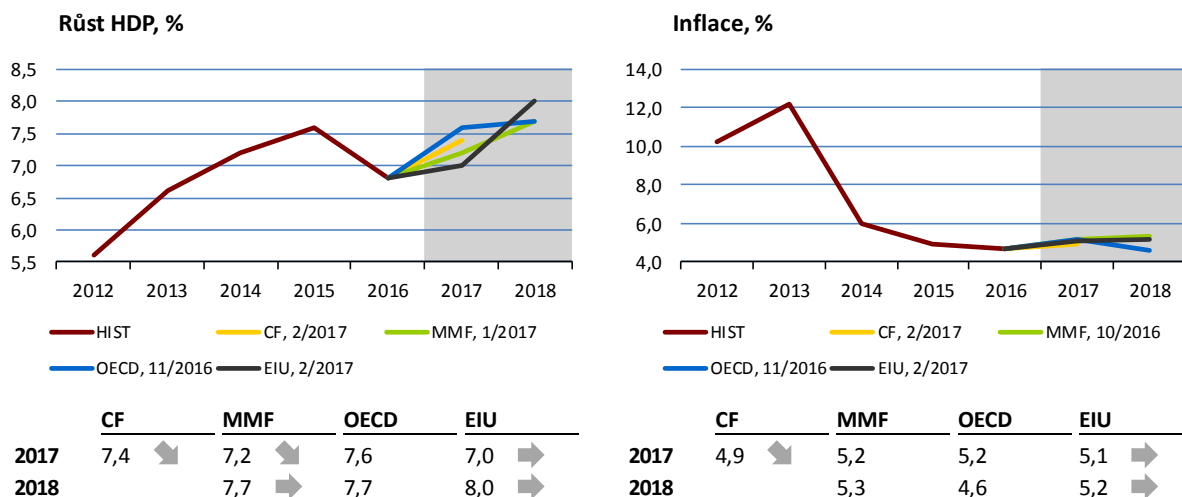
III.1 Čína

Nově zveřejněné údaje potvrzují stabilní nárůst inflačních tlaků v čínské ekonomice. Meziroční růst cen průmyslových výrobců dosáhl v lednu nejvyšší hodnoty za posledních šest let (6,9 %), když prudce vzrostly ceny oceli a dalších materiálů. Spotřebitelská inflace dosáhla tříletého maxima (2,5 %), zejména z titulu rostoucích cen paliv a potravin. Cenové tlaky spolu s pokračujícím odlivem kapitálu vedly centrální banku ke zvýšení základní repo sazby o 10 b. b. Vyšší sazby by však mohly ohrozit růst ekonomiky, protože vyšší úrokové náklady by mohly vést vysoce zadlužené firmy směrem ke snižování dluhu. Kapitálové kontroly, zavedené v závěru roku 2016, se sice projeví ve větší stabilitě kurzu, ale výše devizových rezerv se dále snižovala a v lednu objem rezerv klesl poprvé pod 3 bil. USD. Únorový CF zvýšil výhled růstu HDP a inflace v tomto roce. EIU revidoval dolů pouze výhled inflace, a to v obou letech. Nová předpověď MMF očekává vyšší růst HDP v roce 2017.



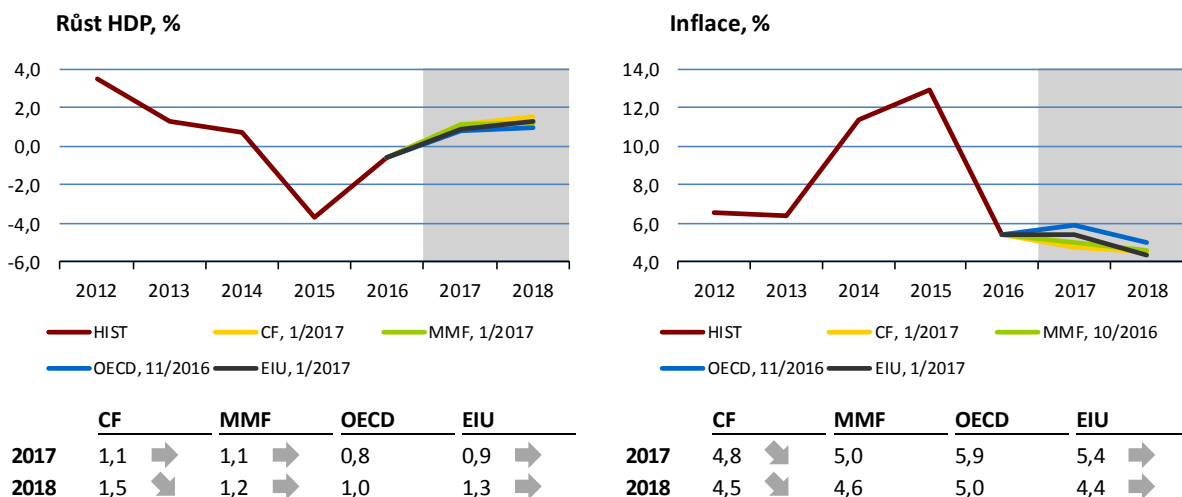
III.2 Indie

Indická průmyslová výroba v prosinci klesla díky výraznému propadu produkce ve zpracovatelském průmyslu a odrážela tak vliv zavedené demonetizace v zemi. PMI ve zpracovatelském průmyslu se však v lednu vrátil do pásma expanze, především kvůli příznivému hodnocení výstupu a nových objednávek. MMF snížil z důvodu očekávaného zpomalení indické ekonomiky ve druhé polovině tohoto fiskálního roku výhled růstu HDP o celý 1 p. b. (na 6,6 %) a pro následující fiskální rok 2017/18 o 0,4 p. b. Únorový CF pak upravil predikci pro fiskální rok 2017/18 o 0,1 p. b. směrem dolů. Inflace se v lednu snížila na hodnotu 3,2 %, neboť dále zpomaloval růst cen potravin, když klesaly ceny zeleniny a luštěnin. Podle CF bude v současném i příštím fiskálním roce inflace o 0,1 p. b. nižší, než předpokládalo minulé šetření. Rezervní banka Indie ponechala na svém únorovém zasedání nastavení úrokových sazeb beze změny, klíčová repo sazba tak nadále činí 6,25 %.



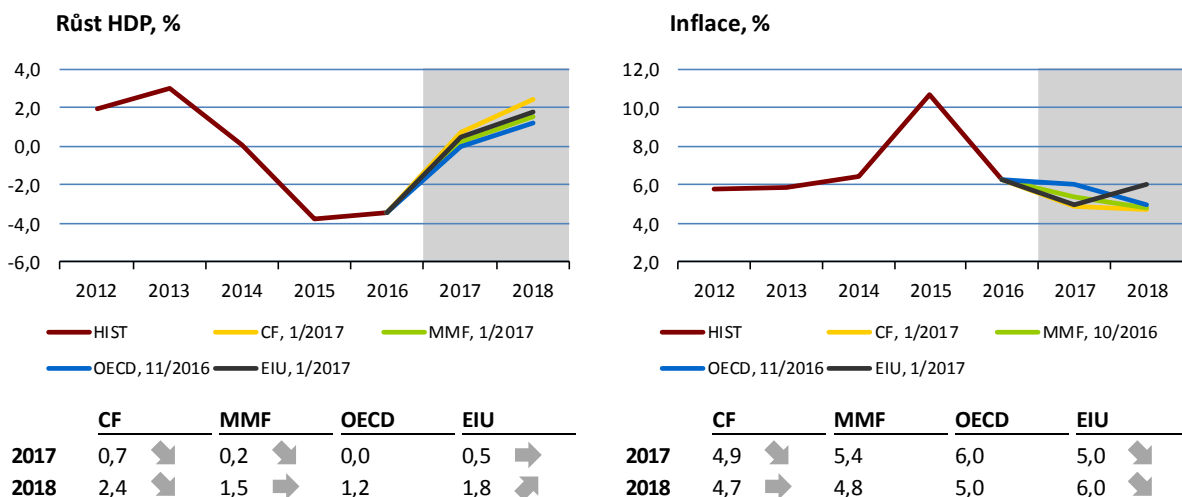
III.3 Rusko

Podle prvního odhadu Rosstatu se ekonomika Ruska v roce 2016 propadla jen o 0,2 %. (Poslední dostupný odhad CF pro rok 2016 uvádí -0,6 %.) Nejvíce se snížily spotřeba domácností a dovoz. Jejich pokles ve stálých cenách vloni dosáhl 5 %. Ekonomiku naopak podpořil vývoz, který stoupl 2,3% tempem. Hrubá tvorba fixního kapitálu poklesla o 1,4 %. Spolu s prvním odhadem za loňský rok byl revidován výpočet HDP v letech 2014–2015. Ve výsledku bylo pro rok 2015 tempo jeho propadu sníženo na 2,8 % z původních 3,5 %. Dle nových výhledů CF, MMF a EIU ekonomický růst v letošním roce dosáhne zhruba 1 %. Tempo zotavení ruské ekonomiky tak bude výrazně slabší, než např. v Brazílii, jejíž ekonomika by letos také měla začít růst. Příští rok je pak očekáván růst HDP Ruska maximálně o 1,5 %. Meziroční inflace se v horizontu dvou let sníží ze současných 5 % (v lednu 2017) na 4,4–4,5 %.



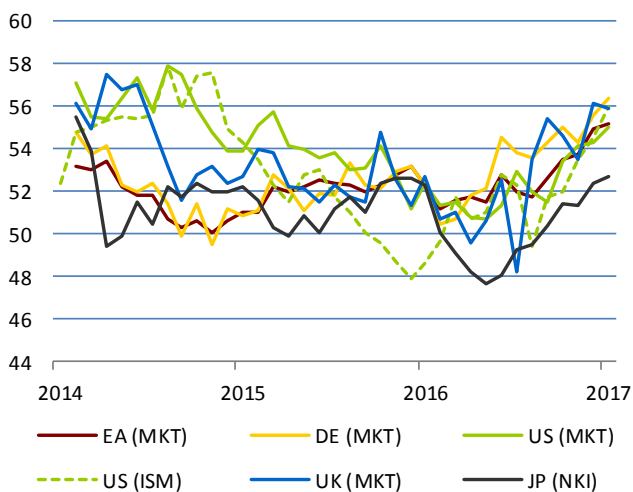
III.4 Brazílie

V lednu tempo růstu spotřebitelských cen v Brazílii zpomalilo na nový rekord: 5,4 % meziročně, což představuje nejnižší hodnotu od září 2012. Prudké snížení inflace nejen zvyšuje naděje analytiků na dosažení střední hodnoty inflačního cíle již v letošním roce (či dokonce na pokles inflace pod cílovou hodnotu), ale zároveň zesiluje očekávání na snížení samotného inflačního cíle, jehož střední hodnota je stanovena od roku 2005 na úrovni 4,5 %. Inflační cíl pro rok 2019 bude vyhlášen v červnu. Ukotvení inflačních očekávání spolu se snížením úrokové sazby (aktuálně 13 %) podpoří investiční aktivitu a tím i celkové zotavení brazilské ekonomiky, která by letos měla opustit dvouletou recesi. Nové předpovědi CF, MMF a EIU odhadují pro letošní rok růst HDP v rozmezí 0,2–0,7 % (pro příští rok 1,5–2,4 %) a snížení inflace ke konci roku 2017 na 4,9–5,0 % (CF a EIU).

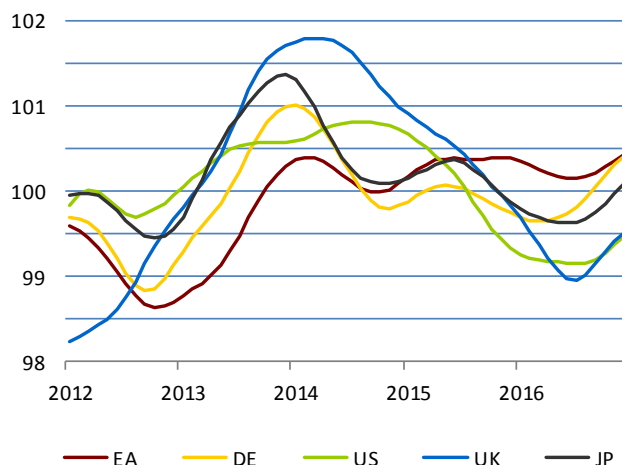


IV.1 Vyspělé země

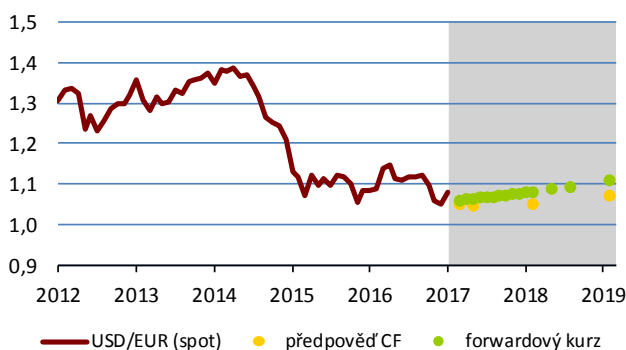
PMI v průmyslu



OECD-CLI

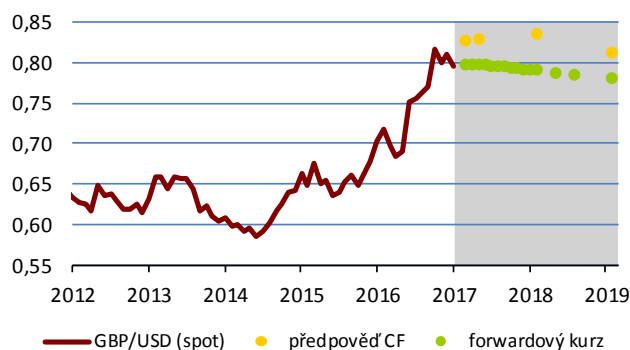


Americký dolar (USD/EUR)



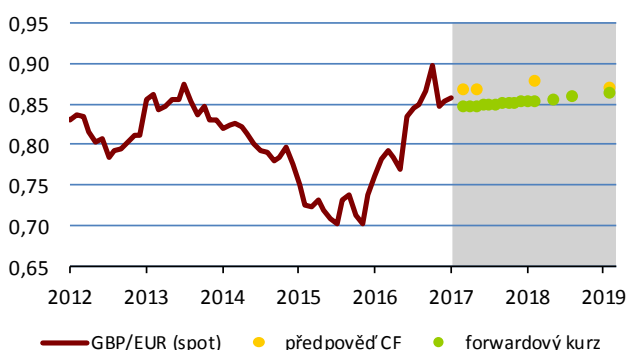
	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	1,061				
předpověď CF		1,050	1,047	1,051	1,071
forwardový kurz		1,061	1,064	1,081	1,107

Britská libra (GBP/USD)



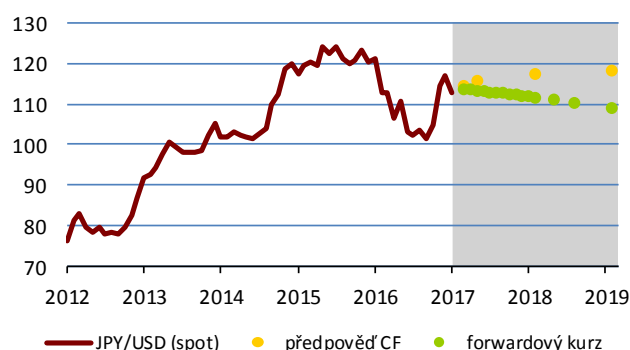
	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	0,800				
předpověď CF		0,826	0,829	0,835	0,812
forwardový kurz		0,798	0,797	0,790	0,780

Britská libra (GBP/EUR)



	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	0,849				
předpověď CF		0,867	0,868	0,878	0,869
forwardový kurz		0,847	0,848	0,854	0,863

Japonský jen (JPY/USD)

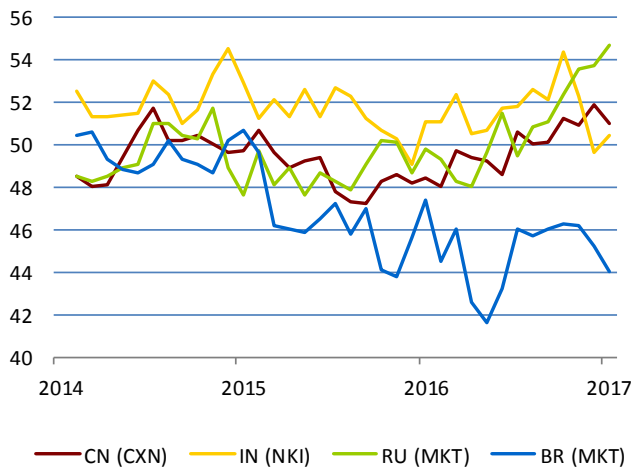


	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	113,9				
předpověď CF		114,6	115,5	117,2	118,1
forwardový kurz		113,7	113,3	111,6	108,8

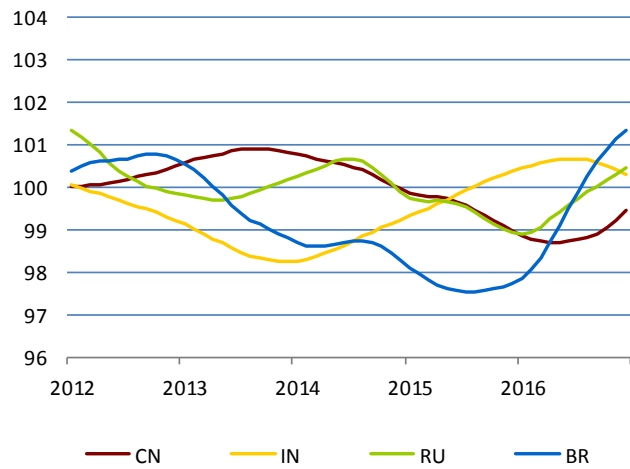
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

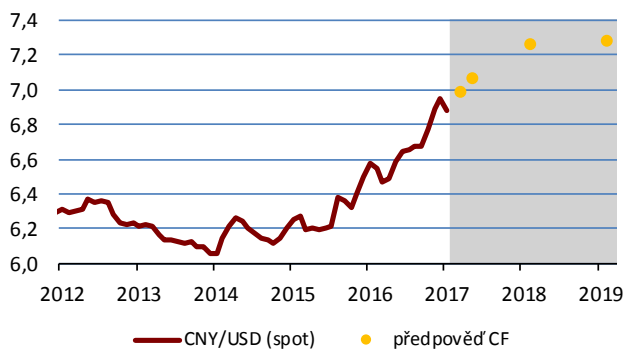
PMI v průmyslu



OECD-CLI

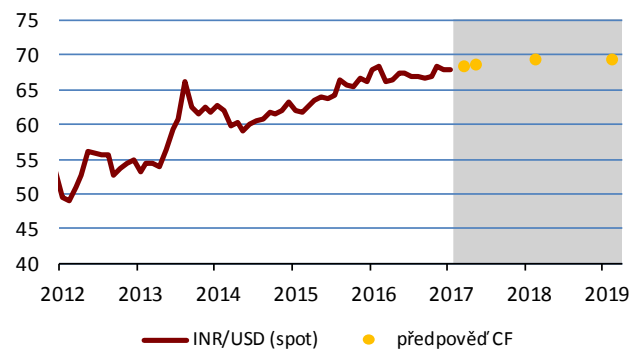


Čínský renminbi (CNY/USD)



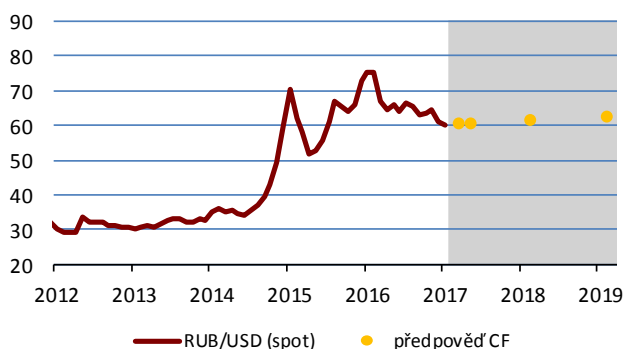
	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	6,878				
předpověď CF		6,990	7,066	7,259	7,278

Indická rupie (INR/USD)



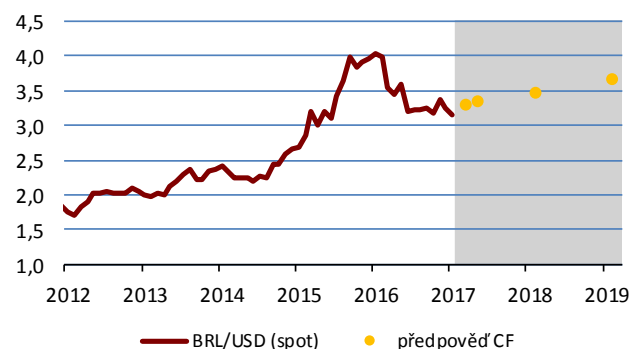
	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	67,00				
předpověď CF		68,27	68,63	69,31	69,30

Ruský rubl (RUB/USD)



	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	58,09				
předpověď CF		60,38	60,66	61,55	62,62

Brazilský real (BRL/USD)



	13/2/17	03/17	05/17	02/18	02/19
spotový kurz	3,116				
předpověď CF		3,286	3,338	3,459	3,668

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

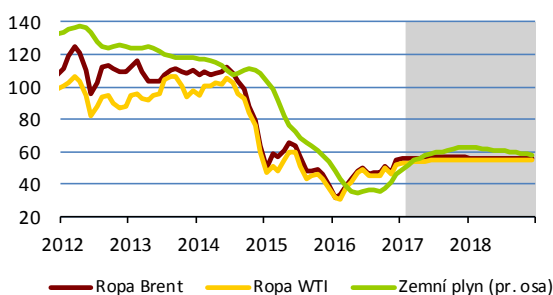
V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent se již od poloviny prosince minulého roku udržuje v průměru mírně nad hranicí 55 USD/barel a ovlivňují ji v současnosti dva hlavní faktory: snížení produkce ropy, dohodnuté mezi kartelem OPEC a dalšími velkými těžaři, a proti tomu působící obavy z oživení břidlicové těžby v USA. Odhaduje se, že země kartelu OPEC dodržují dohodnuté omezení těžby až na 90 % (v minulosti byly podobné závazky plněny jen na cca 60 %), a spekuluje se i o tom, že by se dohoda mohla prodloužit i do druhé poloviny roku a případně ještě zpřísnit, pokud globální zásoby ropy dostatečně neklesnou. Ceny ropy WTI nad hranicí 50 USD však vedou k růstu vrtné aktivity v USA a z toho plynoucí růst břidlicové těžby bude snižovat účinnost opatření ze strany kartelu OPEC a dalších velkých producentů ropy.

Tržní futures křivka k datu průzkumu únorového CF implikovala pro letošní rok průměrnou cenu 56,3 USD/barel a pro příští rok pokles na 55,9 USD/barel. S tím je v souladu i předpověď CF s hodnotou 56,4 USD/barel pro roční horizont. EIA ve své únorové předpovědi naopak očekává mírný růst ceny z letošních průměrných 55 na 57 USD/barel v příštím roce, přičemž globální zásoby by měly dle EIA letos v průměru jen nepatrně klesat a v roce 2018 naopak jen nepatrně růst. Rizikem pro další vývoj cen ropy jsou rekordní objemy čistých dlouhých pozic spekulativních fondů. Ty sice signalizují očekávání dalšího růstu cen ropy, ale mohou být rovněž rychle redukovány, což by mělo za následek pokles cen ropy.

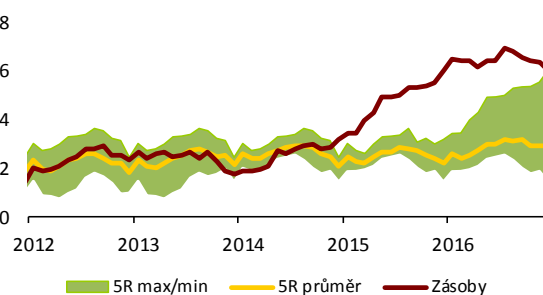
Cena zemního plynu v USA silně klesala v reakci na nadprůměrné teploty ve druhé polovině ledna. I v Evropě ceny plynu mírně klesly, i když zde byly teploty naopak značně podprůměrné. Ceny uhlí klesaly poté, co prosincová produkce v Číně po uvolnění vládních restrikcí dosáhla ročního maxima.

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

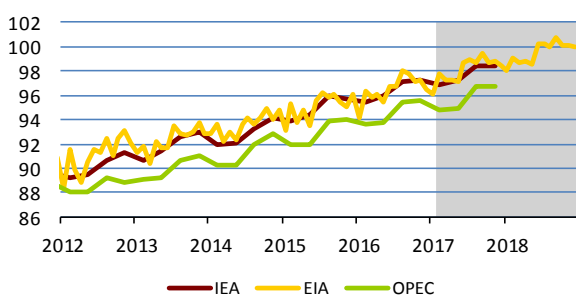


	Brent	WTI	Plyn
2017	56,30 ↘	54,34 ↘	213,98 ↘
2018	55,89 ↘	55,16 ↘	221,46 ↘

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

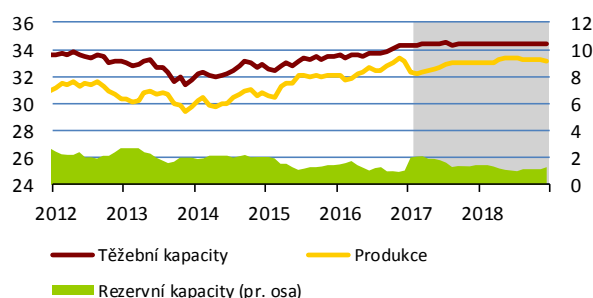


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,75 ↘	98,09 ↘	95,83 ↘
2018		99,55 ↘	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,70 ↘	34,39 ↘	1,70 ↘
2018	33,20 ↘	34,41 ↘	1,21 ↘

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

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

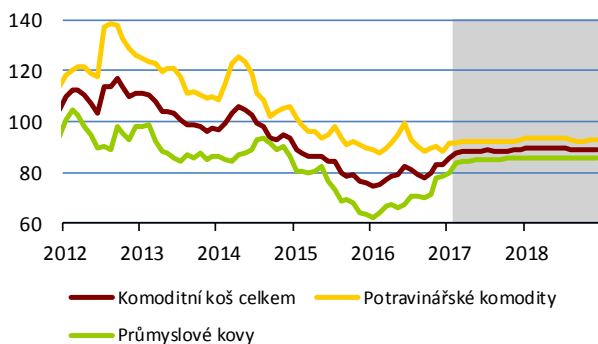
V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v lednu rostl již čtvrtý měsíc v řadě a v růstu pokračoval i v první polovině února. Od září 2016 do poloviny února vzrostl o 12 %. Obdobný vývoj vykázal i index cen základních kovů, který za stejné období vzrostl dokonce o téměř 20 % (a od začátku roku 2016 o cca 35 %). Index cen potravinářských komodit v lednu a na počátku února rovněž rostl, ale nadále se pohybuje poblíž nejnižších hodnot od poloviny roku 2010. Na výhledu všechny tři indexy prakticky stagnují.

Ceny základních kovů byly na poptávkové straně podporovány globálním růstem zpracovatelského průmyslu, i když PMI v Číně mírně klesl (na 51 bodů). Na nabídkové straně podporovaly zprávy o možném omezení produkce v Číně cenu hliníku a cenu mědi zvyšovaly zprávy o hrozící stávce v největším světovém dole v Chile. Ceny reagovaly růstem i na slabší dolar. Naopak pokles cen nemovitostí v Číně působil proti růstu cen kovů.

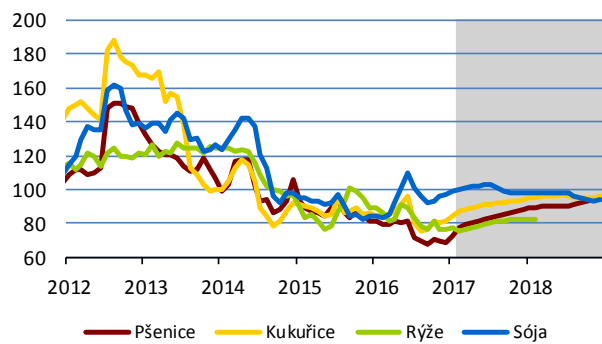
Index cen zemědělských komodit byl tažen vzhůru zejména cenami zrnin. USDA odhaduje o 10 % meziročně nižší úrodu pšenice, když její osevní plocha bude druhá nejnižší za dobu sledování. Na růst cen zrnin působilo i sucho v hlavních pěstitelských oblastech na počátku roku 2017. Cena cukru rostla kvůli nižšímu odhadu produkce v Indii následkem sucha v minulém roce. Naopak v silném poklesu pokračovala cena kaka. Zastavil se růst cen hovězího masa a poblíž sezonního maxima se nacházejí ceny vepřového masa. Z nepotravinářských komodit rostla jak cena bavlny, tak zejména cena kaučuku, jež od srpna 2016 vzrostla o více než 100 % díky rostoucí poptávce po čínské produkci pneumatik.

Indexy cen neenergetických komodit



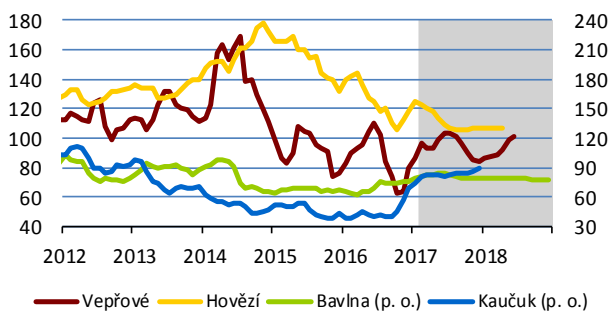
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	88,3 ↗	92,3 ↗	84,6 ↗
2018	89,3 ↗	93,2 ↗	85,6 ↗

Potravinářské komodity



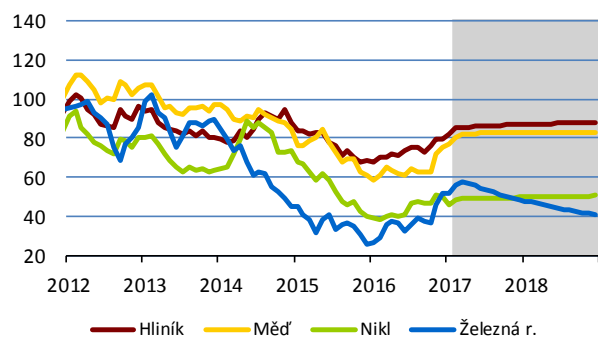
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	82,3 ↗	90,7 ↗	79,6 ↗	100,3 ↗
2018	91,2 ↗	95,7 ↗	82,0 ↗	96,7 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	94,3 ↗	112,0 ↗	81,4 ↗	82,9 ↗
2018	92,6 ↗	106,9 ↗	79,0 ↗	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	85,8 ↗	81,9 ↗	49,0 ↗	53,2 ↗
2018	87,5 ↗	83,0 ↗	50,2 ↗	44,3 ↗

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

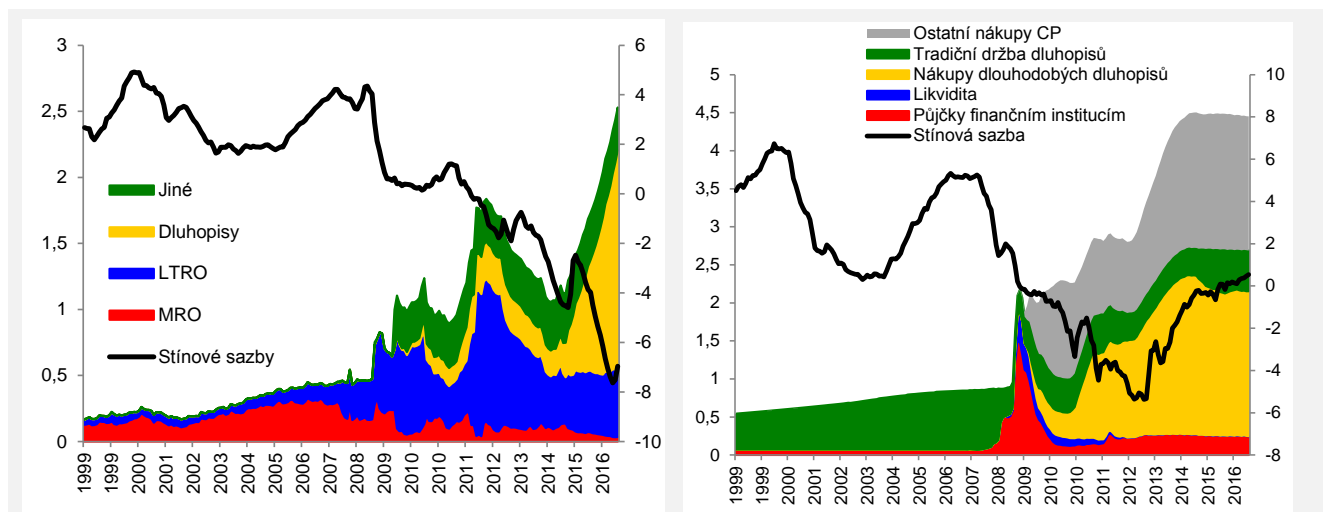
Vliv (ne)konvenčních opatření na stínové sazby v eurozóně a USA¹

Cílem tohoto příspěvku je ukázat, jak se ve vývoji tzv. stínových sazeb² dvou nejvýznamnějších ekonomických teritorií (eurozóny a USA) promítlo provádění jejich měnové politiky. Tomuto tématu se zatím odborná literatura nevěnuje, nicméně stínové sazby jsou centrálními bankami používány jako měřítko postoje měnové politiky a jednoduchá pravidla ve vztahu k (ne)konvenčním nástrojům by diskuzi mohla zjednodušit. Naše hrubé odhady naznačují, že vliv přijatých opatření měnové politiky na stínové sazby se v první řadě liší v závislosti na tom, zda jejich cílem bylo stabilizovat propad finančních trhů nebo dále uvolnit měnové podmínky. Jednoznačně negativní vliv mají nákupy cenných papírů (státních dluhopisů). Dostupné modelové přístupy rovněž naznačují, že efekty přijatých opatření v eurozóně se mohou měnit v závislosti na aktuální míře finančního stresu.

1 Stínové sazby a operace Fedu a ECB

Pod pojmem stínové sazby se skrývá hypotetický vývoj tržních sazeb, kdyby neexistovalo omezení v podobě nulové spodní hranice sazeb (ZLB). Nominální sazby nemohou spadnout výrazně pod nulu, protože v tom případě je preferována hotovost jako bezriziková investice. Black (1995) nabídl způsob, jak spočítat hodnotu call opce na držbu hotovosti při ZLB, kterou lze následně od výnosů dluhopisů odečíst. Konstruuje se tedy hypotetická výnosová křivka, jako kdyby fyzická hotovost neexistovala. Celá řada studií použila modely ocenění opcí s cílem odhadnout cenu opce na držbu hotovosti při ZLB (ZLB / currency option effect), v této práci se ale zaměříme pouze na stínové sazby podle Krippnera (2014). Tento přístup odvozuje stínové sazby z výnosové křivky (tzv. Shadow Short Rates, SSR)³.

SSR jsou k dispozici pro eurozónu, USA, Japonsko a Velkou Británii, ale v této analýze se soustředíme jen na první dva jmenované ekonomické celky. Graf 1 ukazuje vývoj stínových sazeb a opatření ECB, kam patří hlavní refinanční operace (MRO), dlouhodobé refinanční operace (LTRO), nákupy dluhopisů a ostatní operace (mezí zápůjční facilitata atd.). V předkrizovém období byl patrný nárůst u hlavních refinančních operací, zatímco v letech 2009 až 2012 realizovala ECB programy dlouhodobějších refinančních operací. V posledních dvou letech objem nekonvenčních opatření vzrostl z titulu programů nákupů aktiv.



Graf 1 Eurozóna

Zdroj: Datastream, Krippner (2014)

Pozn.: stínové sazby v %, jinak v bil. EUR

Graf 2 USA

Zdroj: Cleveland Fed, Krippner (2014)

Pozn.: stínové sazby v %, jinak v bil. USD

Stínové sazby v USA jsou uvedeny na Grafu 2, společně s nástroji Fedu s cílem uvolnit úvěrování. Databáze Clevelandského Fedu (tzv. credit easing tools)⁴ zahrnuje operace, které lze rozdělit do tří kategorií: půjčky finančním institucím, dodávání likvidity klíčovým úvěrovým trhům a nákupy dlouhodobých cenných papírů.

¹ Autorkou je Soňa Benecká. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

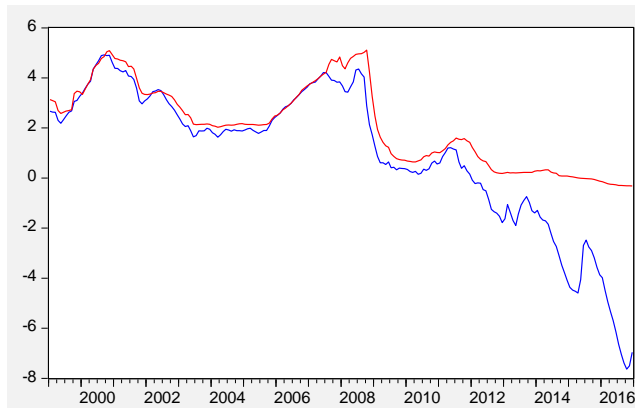
² Představení konceptu stínových sazeb a jejich kvantifikace lze nalézt např. v Benecká, Komárek a Novotný (2015).

³ <http://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measures-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy/comparison-of-international-monetary-policy-measures>

⁴ <https://www.clevelandfed.org/our-research/indicators-and-data/credit-easing.aspx>

2 Odhady dopadů měnověpolitických opatření na stínové sazby v eurozóně

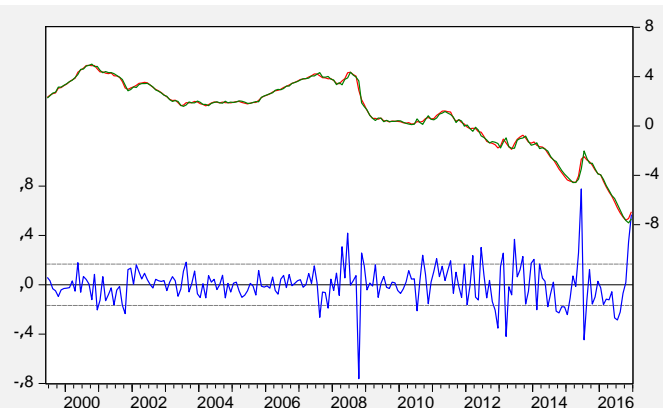
Před dosažením nulové spodní hranice kopírují stínové sazby sazby tržní. Graf 3 ukazuje vývoj stínových sazeb ve srovnání s tržní sazbou 3M Euribor. Rozdíl mezi sazbami, tj. mezeru sazeb, poprvé výrazně vzrostl v roce 2008 v návaznosti na opatření ECB s cílem dodat na finanční trhy likviditu. Prudký nárůst je patrný i v období, kdy ECB zavedla dlouhodobé refinanční operace či nákupy dluhopisů. V důsledku pokračující expanze programů nekonvenčního charakteru pak stínové sazby poklesly na konci roku 2016 na historické minimum (-7,6 %).



Graf 3 Stínové sazby a 3M Euribor

Zdroj: ECB, Krippner (2014)

Pozn.: červená – 3M Euribor, modrá – stínové sazby



Graf 4 Modelování stínových sazeb pomocí ARDL

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: červená – skutečnost, zelená – odhad, modrá – rezidua

Pokusili jsme se modelovat sazby (SHADOW) pomocí regresní metody ARDL (Autoregressive Distributed Lag).⁵ Mezi vysvětlující proměnné patří 3M Euribor (EURIBOR), hlavní refinanční operace (MRO), dlouhodobé refinanční operace (LTRO), nákupy dluhopisů (SEC) a ostatní operace (OTHER). Jako fixní regresory jsme použili trend a ukazatel systemického stresu v eurozóně (CISS). Výsledný model ARDL (3, 3, 5, 5, 2, 4) odhaduje mezeru velmi dobře, viz Graf 4. Výrazné odchylky jsou patrné pouze v roce 2008, 2015 a v závěru sledovaného období. Je možné, že vlivem změny očekávání došlo k jednorázovému výkyvu na dluhopisových trzích.

Výhodou modelů ARDL je možnost převést je na dlouhodobou formu, přičemž nalezený (signifikantní)⁶ dlouhodobý vztah je:

$$\text{Cointeq} = \text{SHADOW} - (0,6691(\text{EURIBOR})^{***} + 14,0529(\text{MRO})^{***} + 4,2298(\text{LTRO})^{***} - 5,5236(\text{SEC})^{**} + 4,2891(\text{OTHER}) + 0,6916(\text{CISS}) - 0,0395(\text{TREND})^{***})$$

Vliv finančního stresu není statisticky významný, a to ani v krátkém období. Zatímco refinanční operace mají tendenci zvyšovat stínovou sazbu, nákupy dluhopisů mají jednoznačně efekt opačný a sazby snižují. Vliv nákupů dluhopisů se zdá nejvýraznější, zatímco ostatní operace z dlouhodobého hlediska vliv na stínovou sazbu nemají. Bohužel testy naznačují nestabilitu koeficientů (rekurzivní odhady) a výsledek pro dlouhodobé refinanční operace není intuitivní. Na druhou stranu, dva programy LTRO se lišily v očekávaném dopadu na finanční trhy (dodání likvidity vs. podpora úvěrování).

Proto jsme jako alternativu připravili také nelineární model s prahem (Threshold regression). Tato metoda hledá počet režimů v závislosti na prahové veličině. Jako prahová proměnná byla použita míra finančního stresu v eurozóně. Očekávan je tedy různý dopad nekonvenčních opatření na stínové sazby v závislosti na nestabilitě na finančních trzích.

Protože je nutné konstruovat model v diferencích, lze se zaměřit na změny ve stínové sazbě (SHADOW). Ty vysvětlují kromě výše zmíněných proměnných také 3M Euribor (EURIBOR) a dummy proměnná pro období záporných sazeb (BREAK). Výsledky ukazuje Tabulka 1. Ve dvou režimech je patrný odlišný vliv různých opatření. Zatímco hlavní refinanční operace měly tendenci podporovat likviditu na trhu, dlouhodobé refinanční operace i nákupy dluhopisů v době finančního stresu vedly k poklesu stínové sazby. Kladné znaménko u nákupů cenných papírů v režimu s nízkým finančním stresem by mohlo odrážet změnu očekávání, ale význam tohoto efektu bude spíše malý. Období nízkého stresu po dosažení ZLB bylo poznamenáno v průměru nižší úrovní stínových sazeb, než před dosažením ZLB. V období finančního stresu mají vliv na vývoj stínových sazeb také výkyvy CISS. Na osvětlení některých jevů by však bylo potřeba aplikovat složitější metody, které jsou nad rámec tohoto článku.

⁵ Jedná se o regresní model ve tvaru ARDL (p, q): $y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-p} + \alpha_0 x_t + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + \varepsilon_t$

⁶ F statistika pro tzv. Bound test dosáhla hodnoty 5,9, tj. jasně přesáhla 1% kritickou hodnotu pro horní hranici. Koeficient EC (error correction) je záporný a signifikantní. Statistická významnost – na 1 %, 5 %, 10 % (***, **, *).

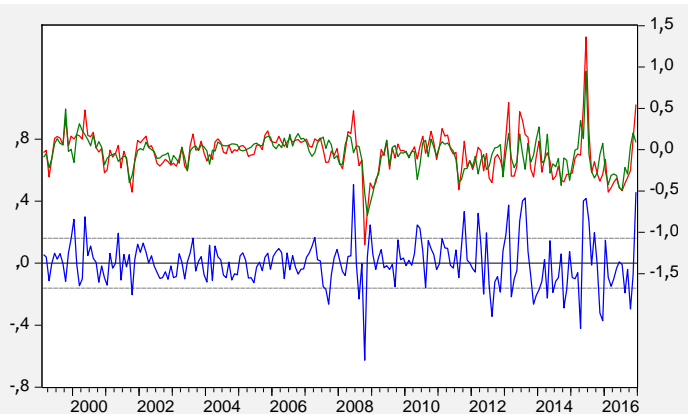
	Nízký stres	Vysoký stres
D(EURIBOR)	0,8***	0,69 ***
D(MRO)	2,01**	-1,46
D(LTRO)	-1,07	-0,75 *
D(SEC)	5,28*	-4,21 ***
D(OTHER)	7,36	0,62 ***
D(CISS)	1,08	-1,22 ***
BREAK	-0,14**	-0,03
C	0,02*	-0,02

Hodnota prahu: 0,126

Tabulka 1 Stínové sazby a mezeru od Euriboru

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: vysvětlovaná veličina – D(SHADOW), statisticky významná na 1 %, 5 %, 10 % (***, **, *)



Graf 5 Modelování stínových sazeb pomocí regrese s prahem

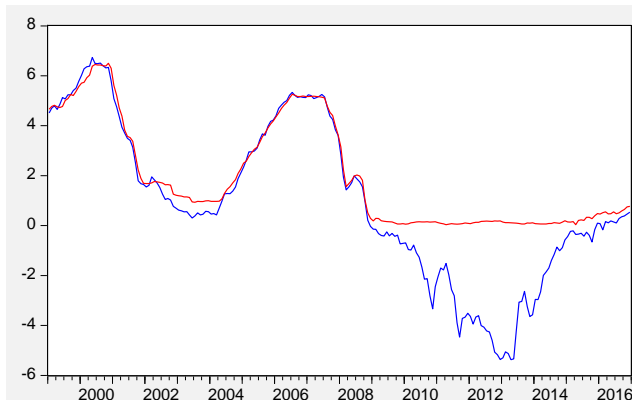
Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: červená – skutečnost, zelená – odhad, modrá – rezidua

3 Odhady dopadů měnověpolitických opatření na stínové sazby v USA

Stejný přístup jako v případě eurozóny jsme aplikovali na stínové sazby v USA (SHADOW). Graf 6 ukazuje jejich vývoj ve srovnání s 3M repo sazbou (REPO).

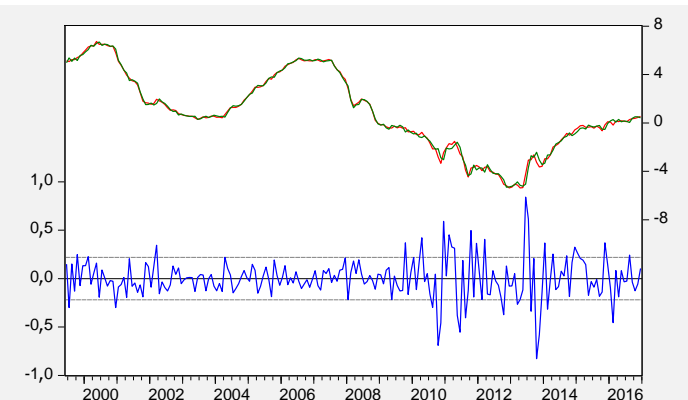
Mezi vysvětlující proměnné mezery sazeb patří půjčky finančním institucím (LOAN), likvidita (LIQ), nákupy dlouhodobých dluhopisů (TREAS), tradiční držba dluhopisů (THOLD) a ostatní nákupy cenných papírů (OTHER). Jako fixní regresory jsme opět použili trend a ukazatel finančního stresu v USA (STRESS), kterým je Kansas City Financial Stress Index.⁷ Model ARDL (2, 2, 2, 0, 5, 0, 4, 0) opět odhaduje mezeru velmi dobře, viz Graf 7.



Graf 6 Stínové sazby a 3M repo

Zdroj: Datastream, Krippner (2014)

Pozn.: červená – 3M repo, modrá – stínové sazby



Graf 7 Modelování mezery pomocí ARDL

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: červená – skutečnost, zelená – odhad, modrá – rezidua

Výsledný (signifikantní)⁸ dlouhodobý vztah pak má formu:

$$\text{Cointeq} = \text{SHADOW} - (1,1513(\text{REPO})^{***} + 31,6745(\text{LOAN})^{***} - 54,2727(\text{LIQ})^{***} - 3,9739(\text{TREAS})^{***} + 20,6475(\text{THOLD})^{***} + 9,3692(\text{OTHER})^{***} - 1,4430(\text{STRESS})^* + 1,4730(\text{BREAK}) - 0,0898(\text{TREND})^{***})$$

Záporný dopad na stínové sazby je výrazný u dvou opatření – nákupy dlouhodobých dluhopisů a dodávání likvidity. Půjčky finančním institucím naopak přispěly ke stabilizaci propadu sazeb, když z finančních trhů likvidita vymizela. Tradiční držba dluhopisů je standartní nástroj Fedu, ale stínové sazby reagují také na vývoj finančního stresu.

Podobně jako v případě eurozóny jsme otestovali nelineární model s prahem (Graf 8), kde prahem je opět finanční stres. Model se dvěma režimy není tak úspěšný jako v případě stínových sazeb pro eurozónu. Jak ukazuje Tabulka 2, dodávání likvidity může mít opačný efekt na stínové sazby v závislosti na míře finančního stresu.

⁷ <https://www.kansascityfed.org/research/indicatorsdata/kcfsi>

⁸ F statistika pro tzv. Bound test dosáhla hodnoty 4,3, tj. přesáhla 1% kritickou hodnotu pro horní hranici. Koeficient EC (error correction) je záporný a signifikantní. Statistická významnost – na 1 %, 5 %, 10 % (***, **, *).

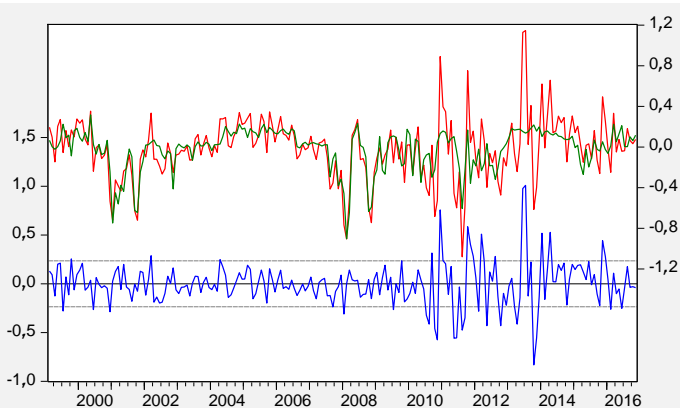
	Nízký stres	Vysoký stres
D(REPO)	0,8***	1,02***
D(LOAN)	-0,85	0,82**
D(LIQ)	69,3***	-2,00*
D(TREAS)	2,79*	-5,03***
D(THOLD)	-4,8	1,24
D(OTHER)	7,36	-2,5*
BREAK	0,005	0,09
C	0,04**	-0,05*

Hodnota prahu: 0,55

Tabulka 2 Stínové sazby a mezera od Euriboru

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: vysvětlovaná veličina – D(SHADOW), statisticky významná na 1 %, 5 %, 10 % (**, **, *)



Graf 8 Modelování stínových sazeb pomocí regrese s prahem

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn.: červená – skutečnost, zelená – odhad, modrá – rezidua

4 Závěr

Naše hrubé odhady naznačují, že vliv přijatých opatření měnové politiky na stínové sazby se v první řadě liší v závislosti na cíli (stabilizace finančních trhů vs. uvolnění měnových podmínek). Jednoznačně negativní vliv mají nákupy státních dluhopisů. Efekt přijatých opatření v eurozóně se také může měnit v závislosti na aktuální míře finančního stresu. Pro přesnější nalezení vztahů by bylo ovšem potřeba využít sofistikovanější metody.

Zdroje

Black, F. (1995): "Interest Rates as Options". The Journal of Finance, 50: 1371–1376.

Benecká, S. – Komárek, L. – Novotný, F. (2015): Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky. Globální ekonomický výhled, říjen 2015.

Krippner, L. (2014): "Measuring the stance of monetary policy in conventional and unconventional environments," CAMA Working Papers 2014-06, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, The Australian National University.

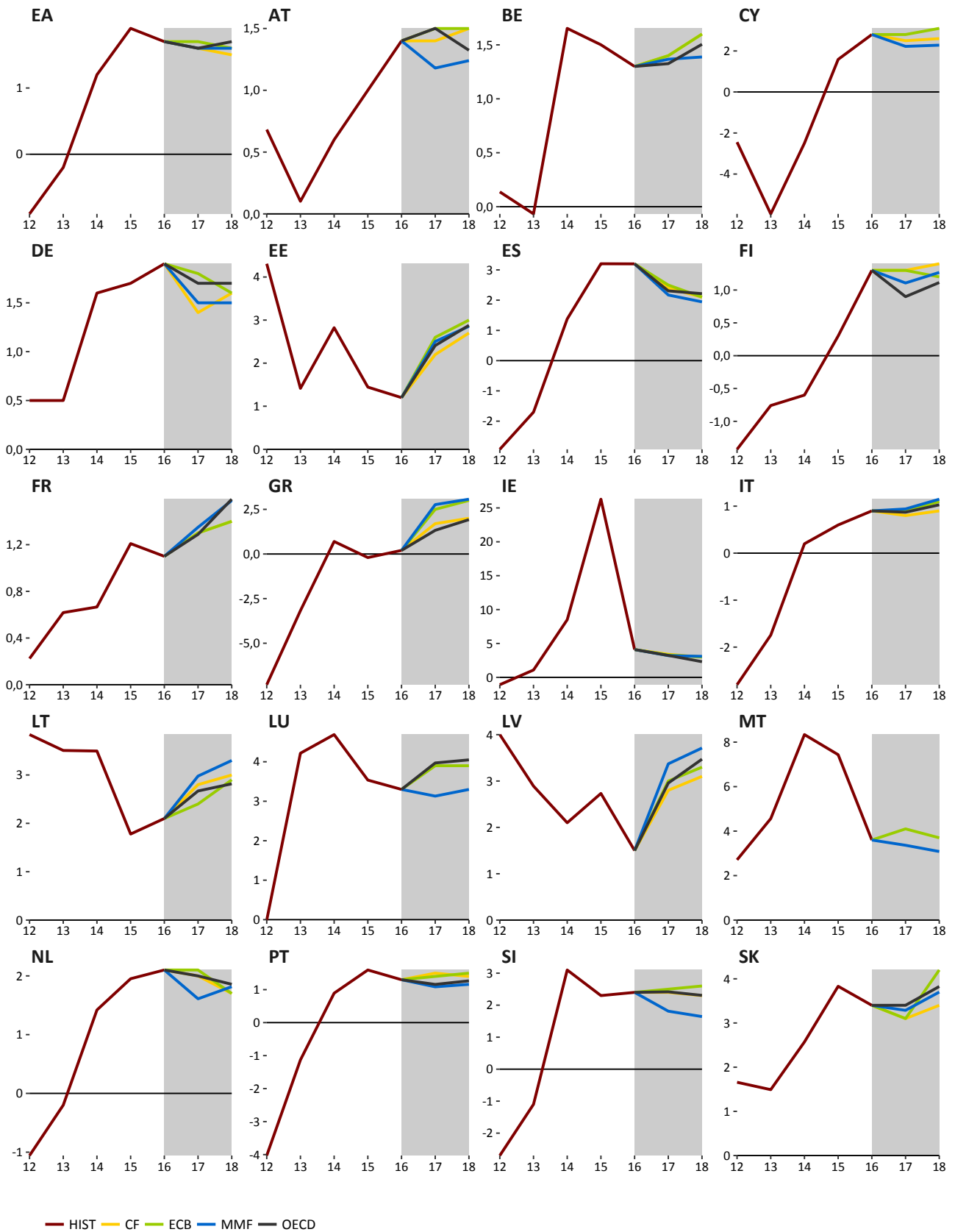
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,2	2017/2	+0,1	2017/1	+0,2	2016/11	+0,1	2016/12
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/9
DE	+0,1	2017/2	+0,1	2017/1	+0,2	2016/11	+0,2	2016/12
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/6
US	0	2017/2	+0,1	2017/1	+0,2	2016/11	+0,1	2016/12
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/9
UK	+0,1	2017/2	+0,4	2017/1	-0,8	2016/11	+0,6	2017/2
		2017/1		2016/10		2016/6		2016/11
JP	+0,1	2017/2	+0,2	2017/1	+0,3	2016/11	+0,2	2017/1
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/11
CN	+0,1	2017/2	+0,3	2017/1	+0,2	2016/11	0	2017/1
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/12
IN	-0,1	2017/2	-0,4	2017/1	+0,1	2016/11	0	2017/2
		2017/1		2016/10		2016/9		2016/12
RU	0	2017/1	0	2017/1	+0,3	2016/11	0	2017/1
		2016/12		2016/10		2016/6		2016/12
BR	-0,1	2017/1	-0,3	2017/1	+0,3	2016/11	0	2017/1
		2016/12		2016/10		2016/9		2016/12

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

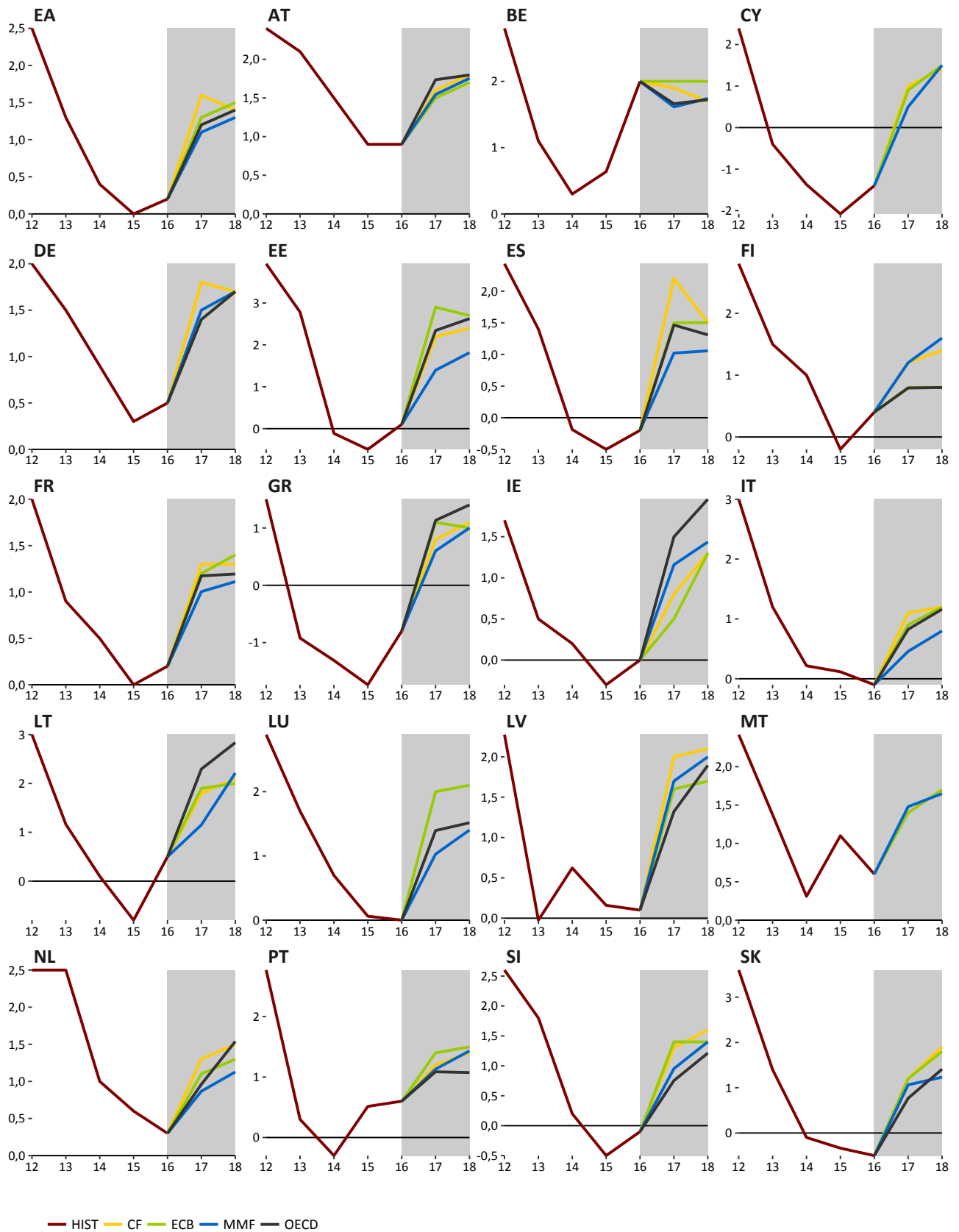
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,2	2017/2	0	2016/10	0	2016/11	+0,1	2016/12
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/9
DE	+0,1	2017/2	+0,1	2016/10	-0,1	2016/11	-0,1	2016/12
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/6
US	+0,1	2017/2	+0,8	2016/10	-0,1	2016/11	0	2016/12
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/9
UK	+0,1	2017/2	+0,6	2016/10	+0,8	2016/11	0	2017/2
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/11
JP	+0,1	2017/2	-0,7	2016/10	-1,8	2016/11	0	2017/1
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/11
CN	+0,1	2017/2	+0,3	2016/10	-0,8	2016/11	-0,2	2017/1
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/12
IN	-0,1	2017/2	-0,1	2016/10	+0,6	2016/11	0	2017/2
		2017/1		2016/4		2016/6		2016/12
RU	-0,1	2017/1	-1,5	2016/10	+0,6	2016/11	0	2017/1
		2016/12		2016/4		2016/6		2016/12
BR	-0,1	2017/1	-0,7	2016/10	+0,3	2016/11	-2,7	2017/1
		2016/12		2016/4		2016/6		2016/12

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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