

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Německo</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Spojené státy</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Spojené království</b>	<b>6</b>
<b>II.5 Japonsko</b>	<b>6</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>7</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>7</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>7</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>8</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>8</b>
<b>IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Vyspělé země</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Země skupiny BRIC</b>	<b>10</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>11</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>12</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>13</b>
<b>Ratingová hodnocení vysoce zadlužených zemí eurozóny</b>	<b>13</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>22</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017</b>	<b>22</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017</b>	<b>22</b>
<b>A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny</b>	<b>23</b>
<b>A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny</b>	<b>24</b>
<b>A5. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>25</b>

**Datum uzávěrky dat**

17. srpna 2018

**Sběr dat CF**

13. srpna 2018

**Datum publikace GEVu**

24. srpna 2018

**Poznámky ke grafům**

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

**Tým zpracovatelů**

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

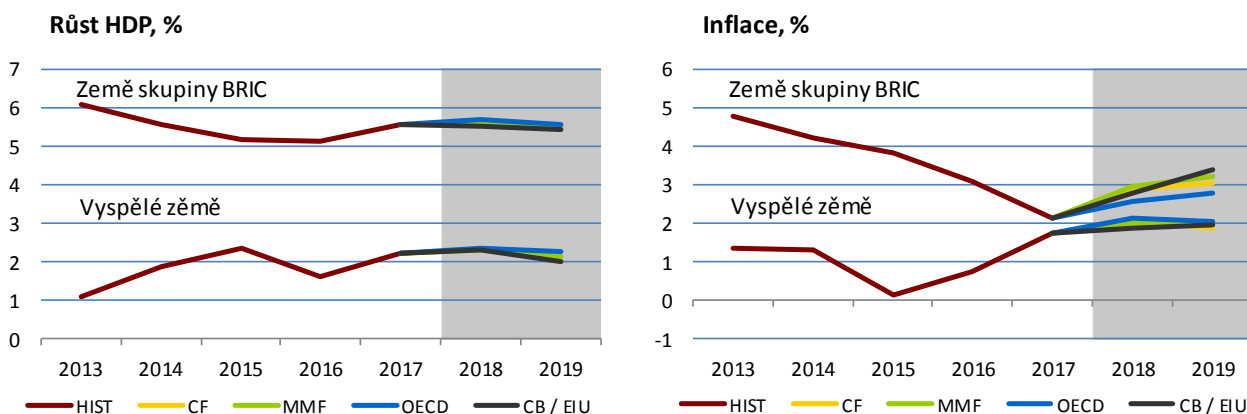
Druhé letošní prázdninové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Analytická část tohoto čísla je věnována ratingovým hodnocením vysoce zadlužených zemí eurozóny. Zde je nejprve stručně popsána aktuální situace na pomyslném trhu ratingových agentur, včetně otázek spojených s mírou jejich regulace. Následně je porovnáván vztah dlouhodobého kreditního ratingu vybraných zemí EU s vývojem jejich veřejného dluhu k HDP. S výhodou zpětného pohledu a znalostí hlavních efektů poslední finanční krize zde vyslovujeme tezi, zda by celkové ratingové ohodnocení země nemělo mnohem více zohledňovat výši dluhové zátěže a její udržitelnost.

Srpnové výhledy hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých ekonomik oproti minulému měsíci sice téměř nedoznaly změn, jsou však zatíženy narůstající nejistotou. Ta pramení především ze stále se zhoršujících očekávání ohledně vývoje světového obchodu vlivem zaváděných protekcionistických opatření Spojených států a následných odvetných opatření postižených zemí. Novou nejistotou je aktuální vývoj v Turecku, zejména z pohledu přelivu nákazy do další země. Přes výše uvedené nejistoty aktuální výhledy ukazují, že Spojené státy budou pokračovat v robustním hospodářském růstu, a to i přes další očekávané zpřísnování měnové politiky Fedu. Viditelně nižší ekonomickou dynamiku oproti USA nadále avizují výhledy pro eurozónu a Německo a zejména pak pro Spojené království a Japonsko. Výhledy inflace se ve vyspělých zemích pohybují relativně blízko 2% růstu spotřebitelských cen. Nejvíce za tímto pomyslným ideálem cenové dynamiky zaostávají výhledy pro Japonsko.

Srpnové výhledy ekonomické výkonnosti zemí skupiny BRIC lze hodnotit stále jako solidní. Pro Indii i Čínu setrvávají výhledy tradičně silné ekonomické dynamiky kolem aktuálních úrovní již řadu měsíců. Aktuální vydání předpovědí je nicméně posunula nepatrně níže. U Číny se očekává pozvolné zpomalení hospodářského růstu k 6,5 % v letošním roce a 6,2 % v roce příštím. Dynamika indické ekonomiky se bude z loňských slabších úrovní navracet k 7,5% tempu. Zda se budou výhledy dále snižovat, bude zejména u Číny záviset na míře eskalace obchodních sporů se Spojenými státy. Očekávané hodnoty inflace pro Čínu jsou stále relativně nízké a jen slabě převyšují 2% úroveň. Očekávání cenového růstu v Indii se nezměnilo a dosahuje 5 %, což lze považovat za hodnotu v makroekonomickém souladu s tamním robustním hospodářským růstem. Výhledy růstu pro Brazílii a Rusko se přes některé aktuální pozitivní zprávy snížily. Brazílská ekonomika by měla i přes aktuální korekci výhledů směřovat k téměř 2,5% a ruská pak k 2% růstu, a to při inflaci na hodnotách blížících 4 %.

Úrokové sazby v eurozóně setrvávají dle tržních výhledů záporné až do konce roku 2019. V případě Spojených států lze naopak očekávat pokračující pozvolné zvyšování úrokových sazeb, zřejmě již na zářijovém zasedání Fedu. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu oslabit vůči všem námi sledovaným měnám. Výhled ceny ropy Brent se v ročním horizontu bude dle CF pohybovat poblíž 72 USD/barel. Ceny jak kovů, tak především potravinářských komodit směřují na výhledu k růstu.

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

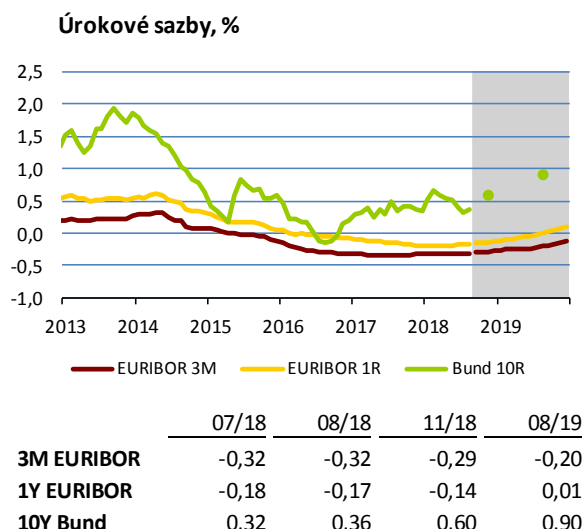
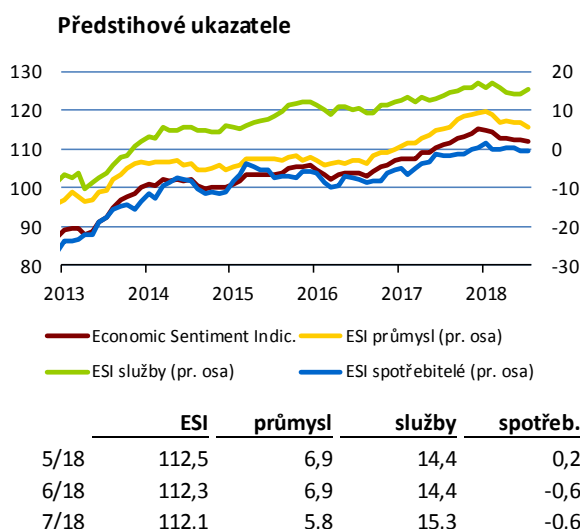
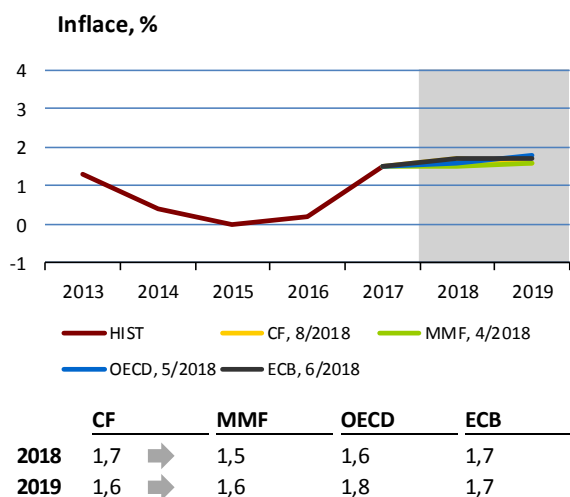
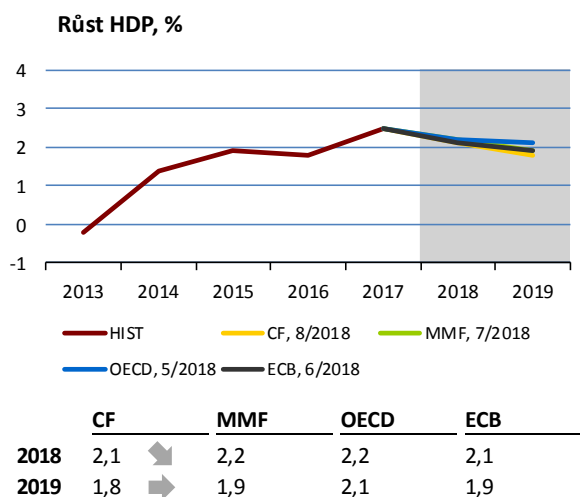


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

### II.1 Eurozóna

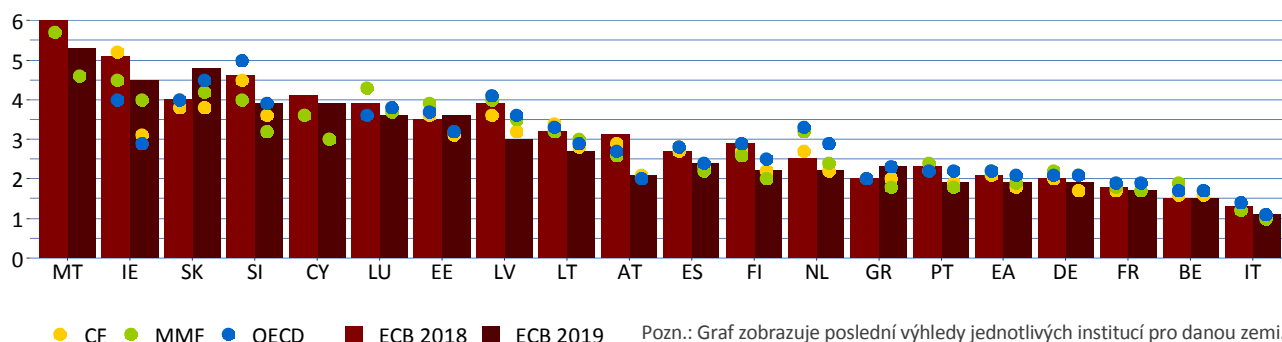
Mezičtvrtletní růst HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí podle rychlého odhadu Eurostatu dosáhl 0,4 %. Setrval tak na stejné hodnotě jako v předchozím čtvrtletí, a to navzdory dalšímu zhoršení některých předstihových i koincidenčních ukazatelů (např. průmyslová produkce v dubnu a v červnu meziměsíčně poklesla). K udržení tempa růstu měnové unie přispěla především německá ekonomika, jejíž mezičtvrtletní růst zrychlil na 0,5 %; naopak Španělsko a Itálie zaznamenaly zpomalení. Růstová dynamika v eurozóně zůstává tedy nižší oproti druhé polovině loňského roku, což se odrazilo v dalším zpomalení meziročního růstu až na 2,2 %. V červenci se nicméně pokles většiny předstihových ukazatelů stabilizoval a PMI ve zpracovatelském průmyslu nepatrně vzrostl na hodnotu 55,1. Nachází se tak sice v pásmu expanze, ale jeho nižší hodnoty odrážejí nejistotu ohledně výhledu růstu globální ekonomiky spojenou především s nárůstem protekcionistických opatření v mezinárodním obchodě. Tato nejistota má již hmatatelný efekt např. na růst nových vývozních objednávek, jehož tempo dosáhlo téměř dvouletého minima. V souladu s tímto vývojem revidoval CF svůj výhled růstu pro letošní rok směrem dolů na 2,1 %.

Celková inflace v eurozóně se od června nachází nad cílem ECB a v červenci dosáhla 2,1 %. Její nárůst od května odráží výrazně vyšší příspěvek cen energií, zatímco jádrová inflace setrvala na podobných hodnotách jako v předchozích měsících (1,1 %). ECB na svém červencovém zasedání ponechala nastavení měnové politiky beze změny. Zároveň zopakovala své očekávání ohledně pokračování programu nákupů aktiv (objem čistých nákupů bude od října snížen na 15 mld. EUR až do konce roku, poté bude ukončen) a výše základních sazeb, které by měly zůstat na stávající úrovni alespoň do léta 2019. Tato očekávání jsou nicméně podmíněna střednědobým výhledem inflace. Kurz eura vůči dolaru oslabil v polovině srpna pod 1,15 a byl pod tlakem měnové krize v Turecku, kde mají některé evropské banky a podniky významné expozice.

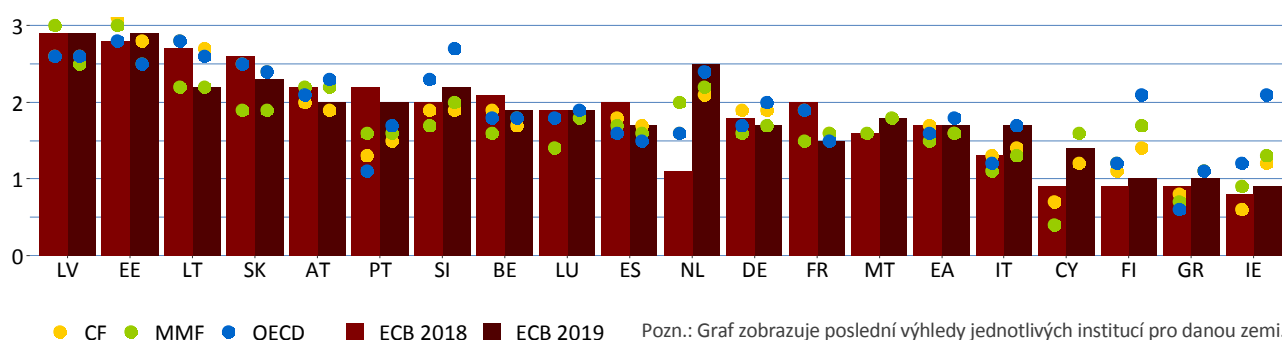


## II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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

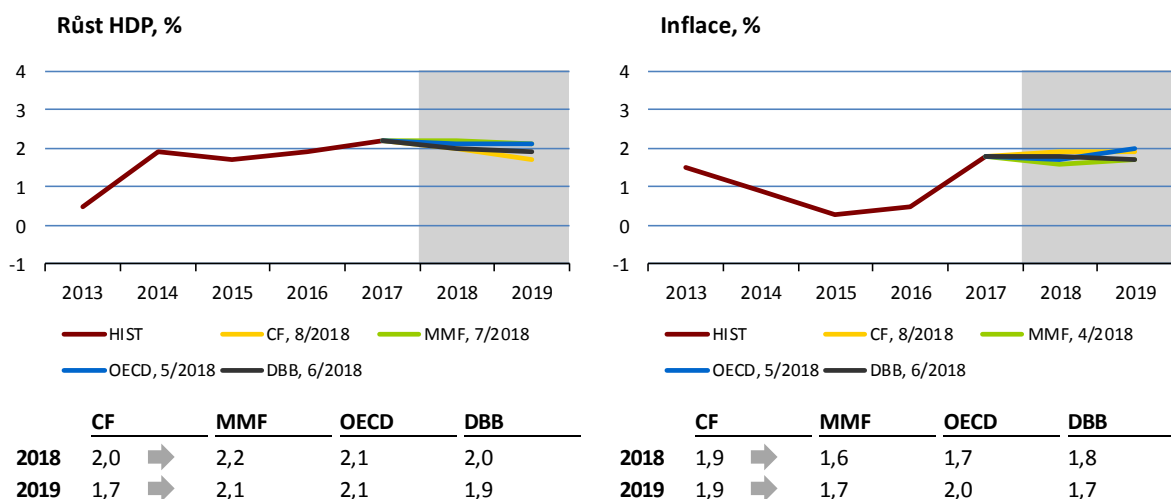


### Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %



## II.2 Německo

Výhled růstu německé ekonomiky zůstal pro letošní i příští rok nezměněn. Očekává se tak postupné mírné zpomalování růstu. Riziko protekcionistických opatření v zahraničním obchodě negativně ovlivňuje podnikatelskou důvěru, neboť Spojené státy jsou nejvýznamnějším exportním trhem pro německé zboží (8,8 % na celkových vývozech). I po mírné trendové korekci dosahují přebytky celkového zahraničního obchodu Německa vysokých hodnot. Předstihový ukazatel IFO v červenci dále poklesl stejně jako ZEW indikátor sentimentu, který nicméně v srpnu svůj předchozí pokles korigoval. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se v červenci zvýšil (na 56,9) po dosažení svého 18 měsíčního minima v červnu. Po předchozích poklesech se míra nezaměstnanosti ustálila v prvním prázdninovém měsíci těsně nad 5% úrovni. Inflace v červenci oproti dvěma předchozím měsícům zvolnila a za celý letošní rok nedosáhne 2% úrovně. Inflace bez volatilních cen energií a potravin zůstala v červenci stabilní.



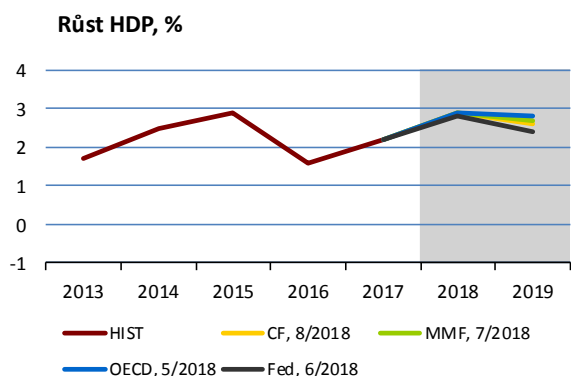
### II.3 Spojené státy

Obchodní spor USA s Čínou se dále zhoršil, když prezident Trump pohrozil zvýšením cel na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD z původně plánovaných 10 % na 25 %. Cla by se po tomto kroku vztahovala už na zhruba polovinu čínského dovozu do USA, což by se v domácích cenách a poptávce již projevilo. Čínská strana vyjádřila připravenost zavést nová cla ve výši 5 až 25 % na více než 5 tisíc amerických produktů v celkovém objemu 60 mld. amerických dolarů, pokud by USA k tomuto kroku přistoupily.

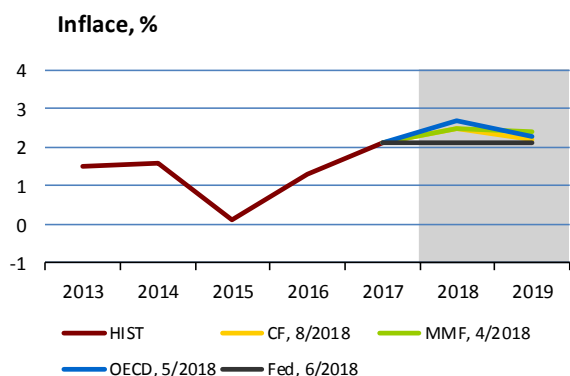
Ekonomická aktivita ve Spojených státech roste solidním tempem. Podle prvního odhadu růst HDP ve druhém čtvrtletí 2018 dosáhl nejvyššího tempa za poslední dva roky (4,1 % mezikvartálně, anualizovaně). V případě spotřebitelských výdajů se oproti prvnímu čtvrtletí příspěvek zvýšil, zatímco u zásob byl záporný. Jednorázově došlo ke zvýšení čistých exportů, když vývozci sójových bobů urychlili vývozy před zavedením cel ze strany Číny. V americké ekonomice se také naplno projevil vliv daňové reformy, kterou prezident Trump schválil v závěru loňského roku.

Dynamika růstu by se tak měla udržet na solidní úrovni i ve třetím čtvrtletí, kdy by dle atlantského Fedu měl růst HDP dále mírně zrychlit na 4,3 %. Aktuální údaje potvrzují pokračování expanze. Meziroční růst maloobchodních tržeb dosáhl v červenci 6,4 %. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v červenci jen 157 tisíc, míra nezaměstnanosti nicméně poklesla na 3,9 % a průměrná hodinová mzda roste i nadále tempem 2,7 % meziročně. Předstihový indikátor ISM PMI ve zpracovatelském průmyslu v červenci mírně poklesl, díky složce nových objednávek, zejména na vývoz.

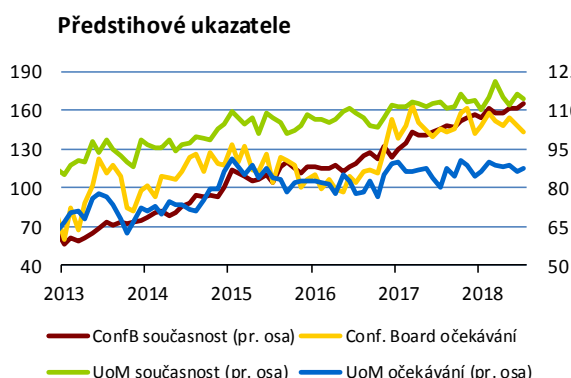
Jádrová PCE inflace činila v červenci 1,9 %, stejně jako revidovaná hodnota pro červen. Celková CPI inflace v červenci dosahovala 2,9 %, zejména v důsledku vývoje cen energií. Zasedání americké centrální banky na začátku srpna změnu v nastavení měnové politiky nepřineslo, ale další zvýšení pásma základních sazeb lze očekávat již v září. Červencový CF změnu ve výhledu nepřinesl.



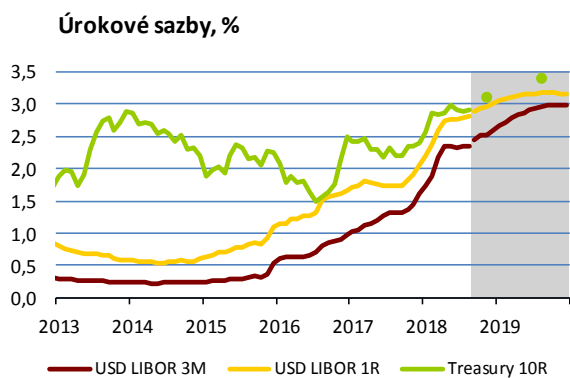
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,9 →	2,9	2,9	2,8
2019	2,6 →	2,7	2,8	2,4



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



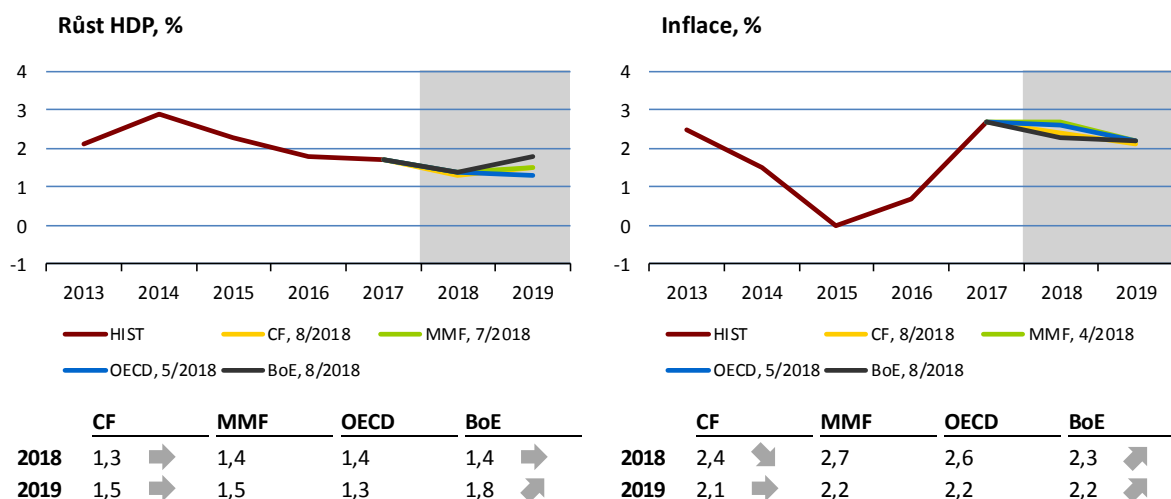
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
5/18	161,2	107,2	111,8	89,1
6/18	161,7	104,0	116,5	86,3
7/18	165,9	101,7	114,4	87,3



	07/18	08/18	11/18	08/19
USD LIBOR 3M	2,34	2,33	2,52	2,96
USD LIBOR 1R	2,79	2,79	2,97	3,17
Treasury 10R	2,89	2,92	3,10	3,40

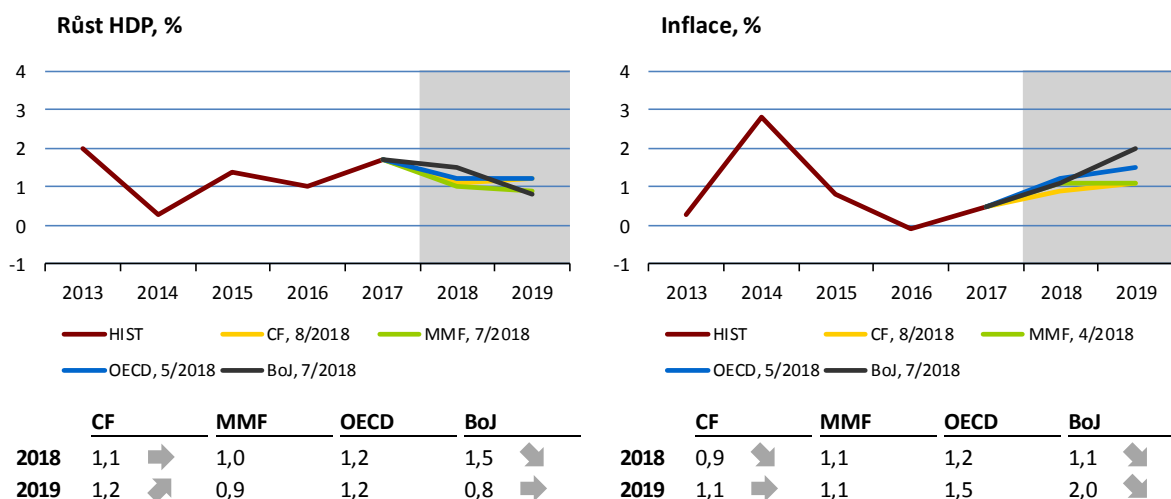
## II.4 Spojené království

Britská ekonomika zaznamenala ve druhém čtvrtletí mírné zrychlení hospodářského růstu (z 0,2 % v prvním čtvrtletí, vlivem mrazivého počasí, na 0,4 % mezičtvrtletně). Na straně poptávky byl zdrojem oživení návrat fixních investic k růstu, na straně nabídky pak solidní růst sektoru služeb. I tak se ovšem Spojené království s meziročním růstem ve výši 1,3 % pohybuje výrazně pod současnými tempy většiny ostatních rozvinutých ekonomik. Další vývoj je navíc zatížen extrémní nejistotou v souvislosti se stále ještě nedojednanými konturami konečné podoby brexitu, jehož datum se rychle přibližuje. BoE na svém srpnovém zasedání nakonec přistoupila ke zvýšení základní úrokové sazby o 25 b. b. na 0,75 %. Inflace se drží nad inflačním cílem (2,4 % v červnu a 2,5 % v červenci). Aktuálně ji zvyšuje především nedávné další oslabení britské libry a růst cen energií. Její výhled pro letošní a příští rok pak zůstává po drobných korekcích lehce nad 2 %, zejména kvůli vzrůstajícímu napětí na trhu práce.



## II.5 Japonsko

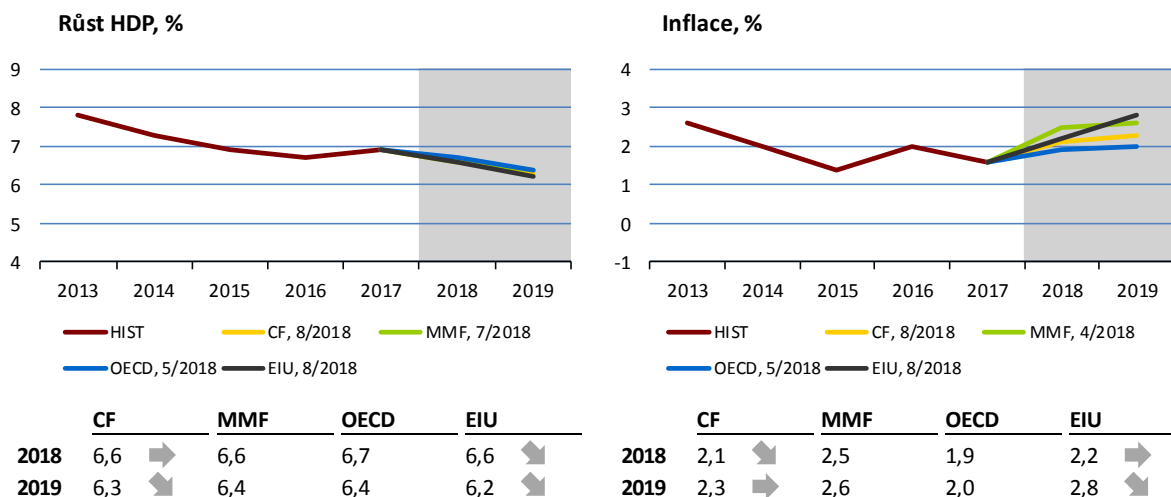
Japonská ekonomika ve druhém čtvrtletí vzrostla na základě předběžných údajů o 1,9 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), což představuje značné oživení ve srovnání s propadem o 0,9 % v předchozím čtvrtletí. Růst HDP byl podporován zejména spotřebou domácností a kapitálovými výdaji. Meziroční dynamika maloobchodních tržeb se v červnu zvýšila, stejně jako růst mezd. Meziroční růst průmyslové produkce naopak klesl. PMI ve zpracovatelském průmyslu pak v červenci poklesl na 51,6 bodů. Důvodem bylo dle nákupních manažerů pomalejší tempo růstu výstupu a nových objednávek. Výhledy růstu HDP byly mírně upraveny oběma směry. Červnová inflace zůstala v meziročním vyjádření na 0,7 %. Růst cen dopravy byl sice opět rychlejší, nicméně vyvážilo jej zpomalení dynamiky cen potravin. BoJ ponechala v červenci nastavení měnové politiky beze změny. Předpovědi inflace pak byly revidovány směrem dolů.





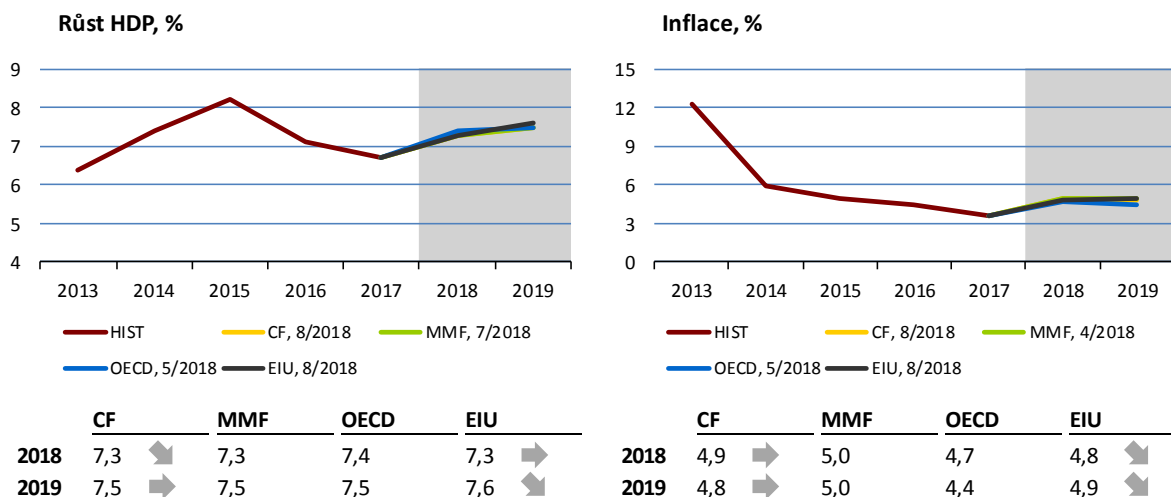
### III.1 Čína

Meziroční růst HDP ve druhém čtvrtletí 2018 mírně zvolnil na 6,7 %. Toto zvolnění ekonomické expanze bylo široce očekáváno s ohledem na snahy Číny vyrovnat se s dluhovou zátěží při současné eskalaci obchodních sporů se Spojenými státy. CF a EIU očekávají, že HDP v letošním roce vzroste o 6,6 %, v příštím pak dynamika čínské ekonomiky zpomalí k 6,2 %. Inflace v červenci vzrostla na 2,1 %, což je zároveň hodnota, kterou předpovídá nový CF pro konec tohoto roku. Zhoršující se likvidita na čínských finančních trzích a tlak na oslabování renminbi vůči americkému dolaru vedly centrální banku k celé řadě kroků s cílem stabilizovat trhy. Přinesly mimo jiné pokles tříměsíční mezibankovní sazby blízko ke 3 %. Oslabení čínské měny dosáhlo od konce loňského roku už 5,3 %. Jeho tempo se výrazně zintenzivnilo na konci června, v posledních týdnech je však již mírnější.



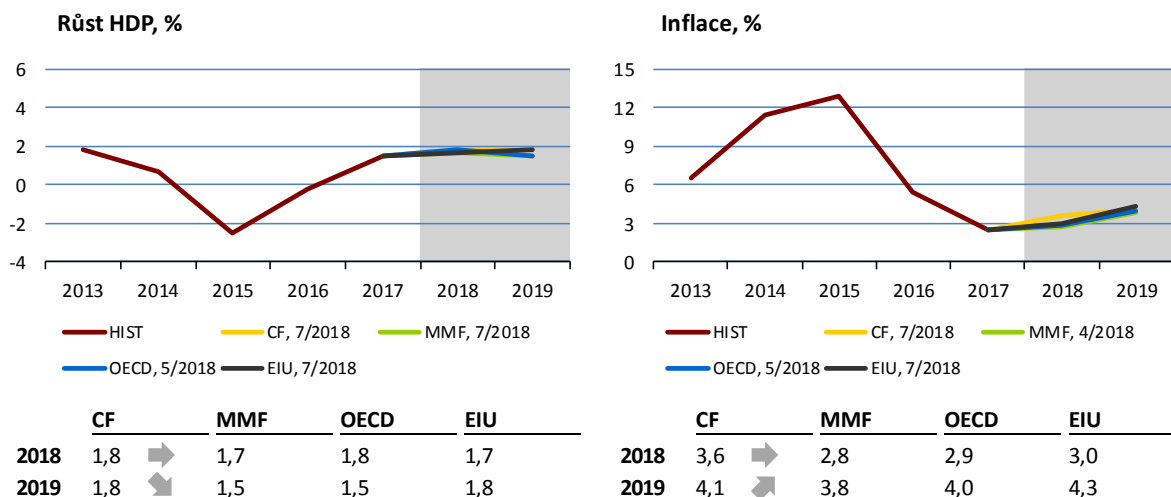
### III.2 Indie

Meziroční dynamika průmyslové produkce se v červnu výrazně zvýšila. Důvodem byl růst produkce elektřiny, výroby ve zpracovatelském průmyslu a těžby. PMI ve zpracovatelském průmyslu v červenci nicméně klesl na 52,3 bodů. Jak uvádějí nákupní manažeři, pokles odráží pomalejší tempo růstu výstupu, nových objednávek a zaměstnanosti. Srpnový CF upravil výhled růstu HDP pro tento fiskální rok nepatrně směrem dolů. EIU pak mírně snížil predikci růstu HDP pro příští fiskální rok. Meziroční růst spotřebitelských cen se v červenci snížil o 0,8 p. b. na 4,2 %, zejména kvůli zpomalení v dynamice cen potravin. RBI však s ohledem na nejistoty spojené s vývojem inflace zvýšila na svém srpnovém zasedání základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 6,5 %. Učinila tak již podruhé v řadě. EIU snížil předpovědi inflace pro oba sledované roky, CF predikci nezměnil. Obě instituce aktuálně očekávají ve sledovaném horizontu inflaci lehce pod úrovní 5 %.



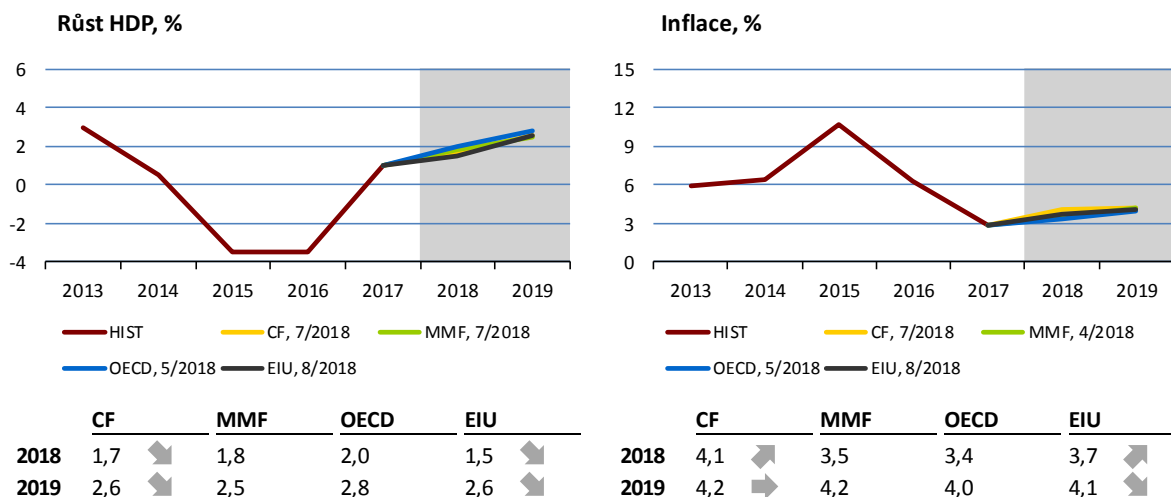
## III.3 Rusko

Meziroční tempo růstu hospodářské aktivity Ruska se dle předběžného odhadu ruského statistického úřadu zvýšilo ve druhém čtvrtletí o 0,5 p. b. na 1,8 %. Světový fotbalový turnaj nedávno konaný v Rusku přispěl k růstu HDP skrze služby cestovního ruchu, zejména ubytování, dopravu a restaurace. Ve zbývajících čtvrtletích letošního roku počítá Ruská centrální banka s růstem ekonomiky ve výši 1,5 až 2 %, což je přibližně v souladu s posledním dostupným výhledem CF, který za celý letošní rok očekává 1,8% růst HDP. Tento výhled zůstal beze změny. Stejně tak se nezměnil ani výhled inflace k letošnímu prosinci (3,6 %). Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen v červenci zrychlilo z 2,3 % na 2,5 % v důsledku růstu cen potravin. Ovšem předpověď CF má stále ještě prostor pro naplnění, pokud bude dosud pozvolný růst cen urychlen např. plánovaným růstem DPH nebo vnějšími riziky.



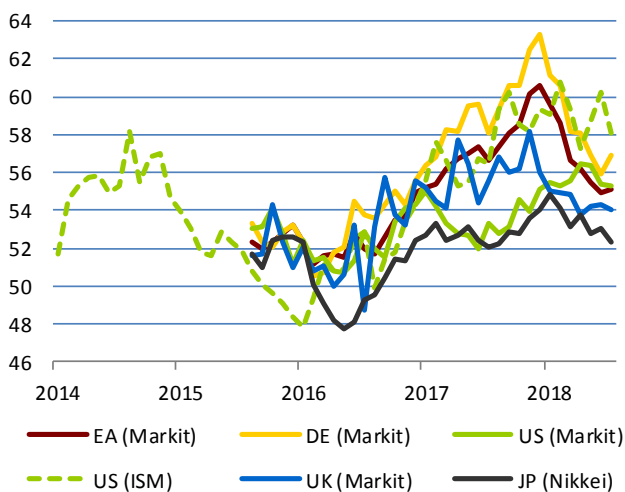
## III.4 Brazílie

Průmyslová produkce Brazílie v červnu obnovila meziroční růst (3,5 %). Červencové předstihové ukazatele PMI jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách se pak vrátily do zóny ekonomické expanze. Nejnovější makroekonomický vývoj však pravděpodobně ještě není plně zohledněn ve výhledech červencového CF, který již potřetí v řadě zhoršil výhled růstu HDP brazilské ekonomiky, a to jak pro letošní, tak pro příští rok. Nejnovější dostupné výhledy CF tak letos očekávají růst ve výši 1,7 % a v příštím roce o 2,6 %. Obdobný vývoj pak předpovídá i EIU. Spotřebitelská inflace v červnu vyskočila na 4,4 %, v červenci činila 4,5 %. Skokové zvýšení inflace je důsledkem růstu cen potravin a dopravy. Obdobná tempa růstu cen byla naposled pozorována v prvním čtvrtletí loňského roku, poté se inflace pohybovala v rozmezí 2,5–3 %. CF očekává do konce roku zpomalení tempa růstu cen na 4,1 % a podobnou hodnotu i na konci příštího roku.

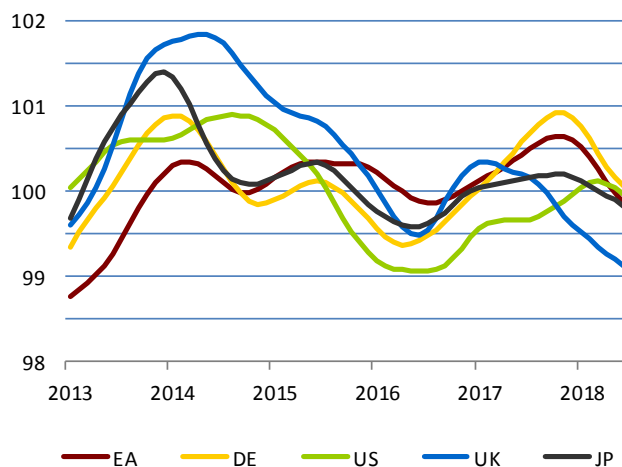


## IV.1 Vyspělé země

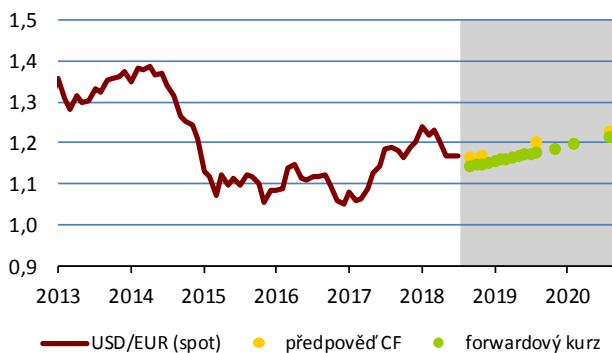
## PMI ve zpracovatelském průmyslu



## OECD Kompozitní předstihový indikátor

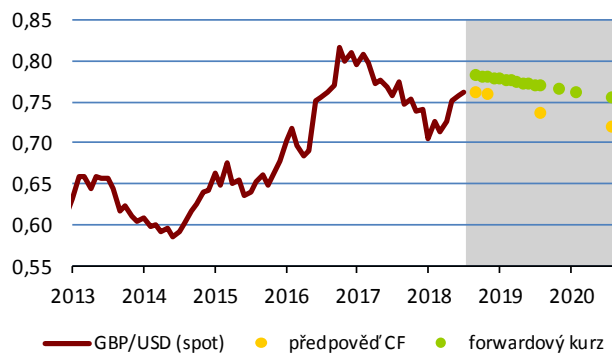


## Americký dolar (USD/EUR)



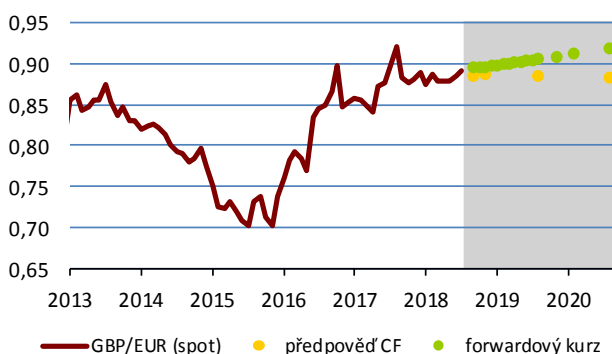
	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	1,142				
předpověď CF		1,162	1,168	1,203	1,225
forwardový kurz		1,144	1,149	1,177	1,216

## Britská libra (GBP/USD)



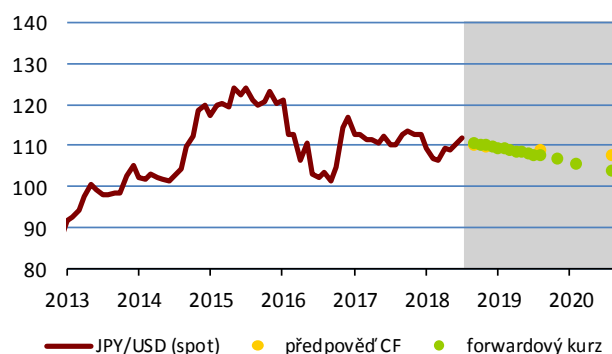
	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	0,782				
předpověď CF		0,762	0,759	0,736	0,720
forwardový kurz		0,782	0,780	0,769	0,755

## Britská libra (GBP/EUR)



	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	0,894				
předpověď CF		0,886	0,886	0,885	0,883
forwardový kurz		0,894	0,896	0,905	0,918

## Japonský jen (JPY/USD)

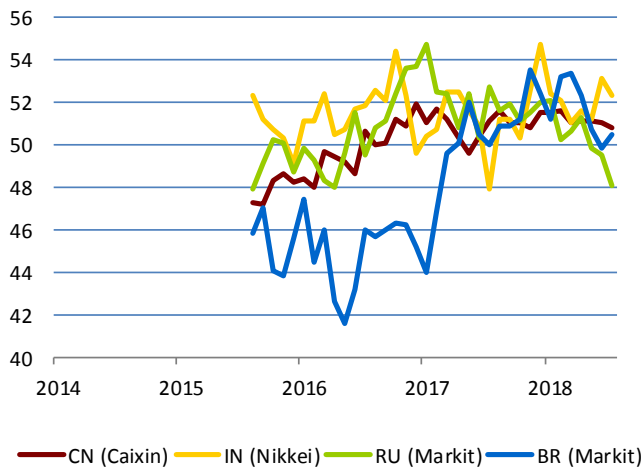


	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	110,8				
předpověď CF		110,2	109,9	108,8	107,7
forwardový kurz		110,5	110,0	107,5	103,9

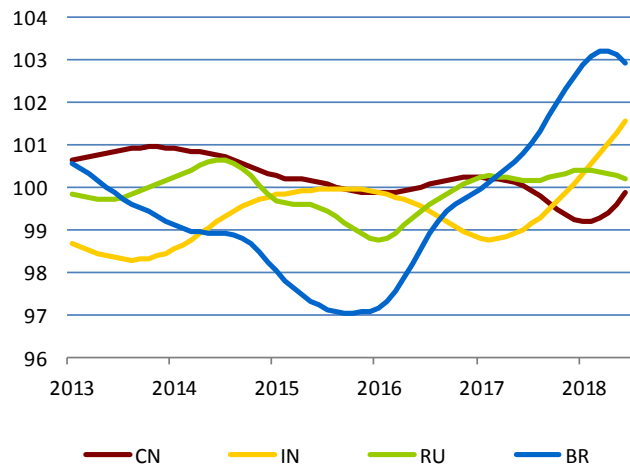
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## IV.2 Země skupiny BRIC

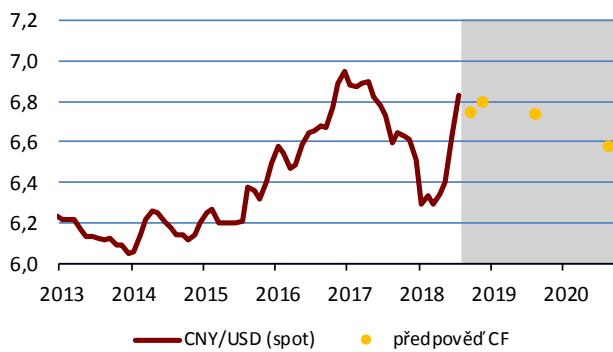
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

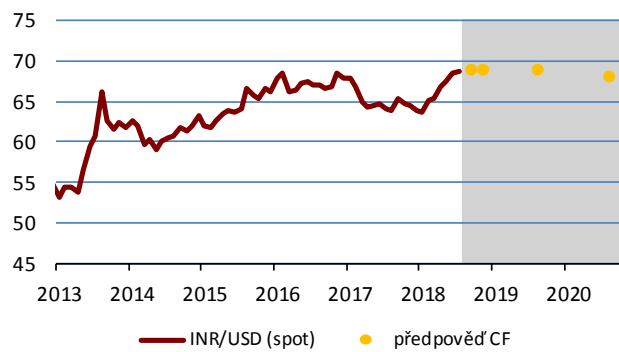


Čínský renminbi (CNY/USD)



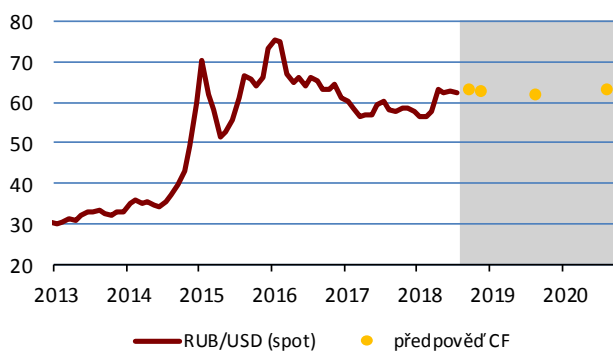
	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	6,877				
předpověď CF		6,748	6,797	6,737	6,582

Indická rupie (INR/USD)



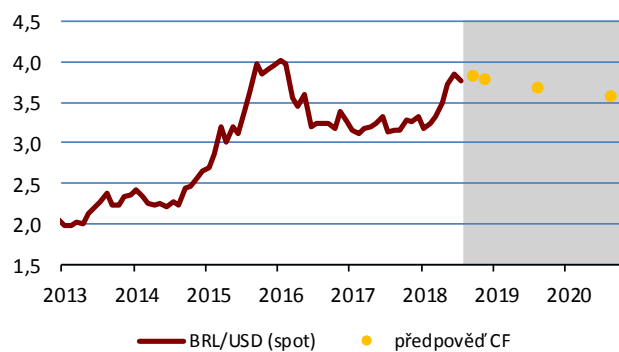
	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	69,85				
předpověď CF		68,79	68,82	68,87	68,01

Ruský rubl (RUB/USD)



	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	67,81				
předpověď CF		63,11	62,89	61,97	63,25

Brazilský real (BRL/USD)



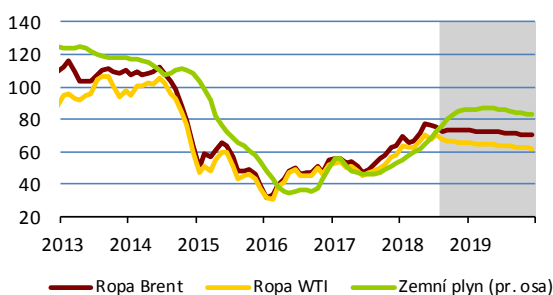
	13/8/18	09/18	11/18	08/19	08/20
spotový kurz	3,888				
předpověď CF		3,829	3,78	3,669	3,579

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

## V.1 Ropa a zemní plyn

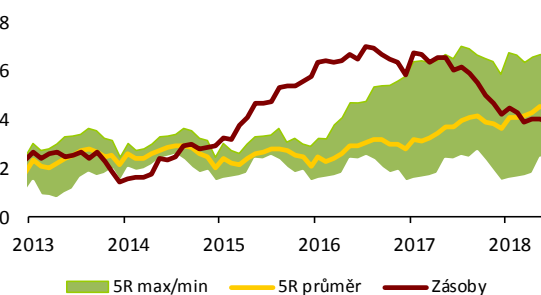
Průměrná cena ropy Brent v červenci zaznamenala druhý (i když opět jen mírný) měsíční pokles v řadě na 75 USD/barel. Naopak průměrná cena ropy WTI silně vzrostla a dostala se poprvé od listopadu 2014 přes hranici 70 USD/barel. Rozpětí cen se tak výrazně snížilo. Mezi faktory odlišného vývoje lze uvést u ropy WTI pokles jejich zásob v USA, a to zejména v Cushingu (na téměř čtyřleté minimum v důsledku omezených dodávek z Kanady) a slibný výhled americké poptávky v důsledku zrychlování růstu tamní ekonomiky. Cenu ropy Brent naopak sráží obavy ze sporů mezi USA a jejich obchodními partnery, které by mohly oslabit růst globální ekonomiky a tím i poptávku po ropě. Rovněž posílení dolaru vůči měnám velkých rozvíjejících se ekonomik může mít negativní dopad na jejich poptávku po ropě. Uvedený vývoj se odráží i na tvaru futures křivky. U WTI se ještě zvýšil negativní sklon, který signalizuje omezenou nabídku na trhu, naopak křivka Brentu přešla na kratším konci (zhruba do konce letošního roku) do contanga, což signalizuje aktuálně vnímaný přebytek dodávek ropy. Spekulativní fondy se zbavují svých čistých dlouhých pozic na ropu Brent, jejichž objem se snížil od dubna téměř o polovinu. Cena ropy Brent však na tento výprodej tentokrát až do konce června prakticky nereagovala, což může svědčit o solidní fyzické poptávce. U ropy WTI spekulativní čisté dlouhé pozice naopak od poloviny června silně vzrostly, což se projevilo i růstem ceny. Tržní křivka implikuje v průměru pro zbytek letošního roku cenu ropy Brent 73 USD/barel a v dalších dvou letech její pokles na 71,8, resp. 68,7 USD/barel. To je zhruba v souladu s předpovědí srpnového CF, který v horizontu jednoho roku očekává cenu 72 USD/barel.

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

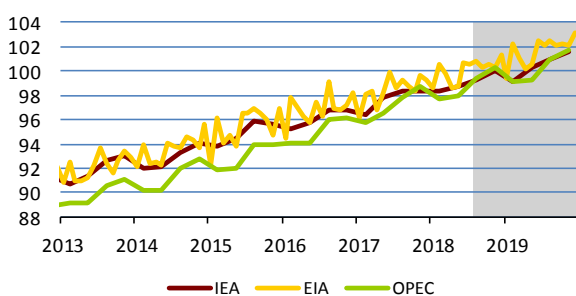


	Brent	WTI	Plyn
2018	72,18 ↘	66,19 ↘	252,18 ↘
2019	71,75 ↘	63,67 ↘	296,04 ↘

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

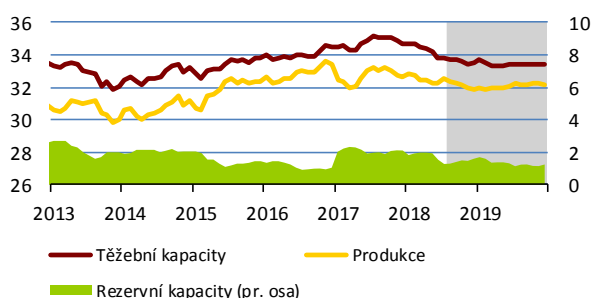


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,11 ↘	100,05 ↘	98,83 ↘
2019	100,48 ↘	101,66 ↘	100,25 ↘

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,35 ↘	33,99 ↘	1,65 ↘
2019	32,09 ↘	33,41 ↘	1,33 ↘

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

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

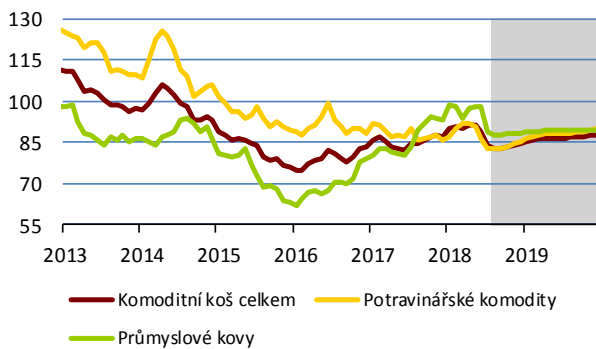
## V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit se silně propadal zejména mezi polovinou června a polovinou července. Poté se propad zastavil. K silnému poklesu přispěl jak dílčí index cen potravinářských komodit, který zaznamenal jedenáctileté minimum, tak zejména dílčí index cen základních kovů, který se propadl o 9 % (za přispění prakticky všech jeho složek). Výhled cen potravinářských komodit je poměrně silně rostoucí, u průmyslových kovů roste jen mírně.

U potravinářských komodit byl vývoj napříč indexem roztržštěný. V rámci zrnin silně vzrostla cena pšenice a kukuřice, zatímco cena sóji stagnovala a cena rýže se silně propadla. Ceny cukru, kávy a kakaa klesaly, a silný sezonní propad zaznamenala i cena vepřového masa, zatímco cena hovězího masa po předchozím poklesu stagnovala.

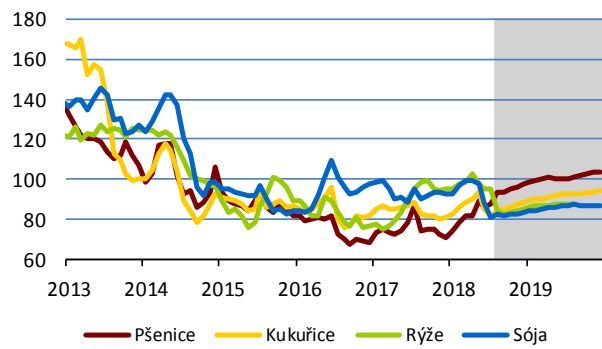
Ceny základních kovů silně klesaly zejména mezi polovinou června a polovinou července. Důvodem bylo očekávané zpomalení zpracovatelského průmyslu a vyostřování obchodních sporů mezi USA a jejich obchodními partnery. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu zaznamenal v červenci dvanáctiměsíční minimum, když klesl z 53 na 52,7, přičemž dílčí index nových vývozů se přiblížil s hodnotou 50,3 hranici očekávané stagnace. Pokles cen hliníku byl navíc podpořen růstem vývozu z Číny a nadějí na oddálení, případně i zrušení sankcí na ruské producenty. Na nejvyšší hodnotu od ledna 2012 se dostala v červenci průměrná cena uhlí, která vzrostla napříč všemi regiony. Způsobila to silná poptávka elektráren kvůli vlně veder ve východní Asii a zejména v Číně, kde ale administrativní opatření tlumí domácí těžbu a proto silně vzrostl dovoz.

### Indexy cen neenergetických komodit



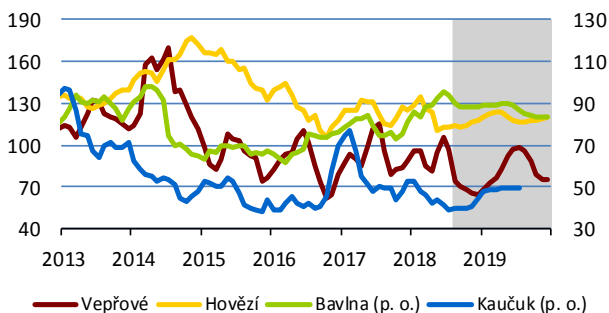
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	87,1	86,7	92,8
2019	86,7	88,3	89,4

### Potravinářské komodity



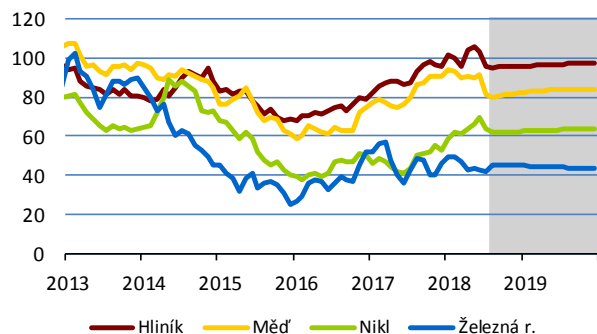
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	87,9	86,6	91,9	89,0
2019	101,2	92,0	87,0	86,2

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	82,9	118,6	89,3	43,0
2019	83,3	119,3	86,8	48,8

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	98,5	86,1	62,9	45,2
2019	96,7	83,3	63,1	44,1

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

## Ratingová hodnocení vysoce zadlužených zemí eurozóny<sup>1</sup>

Fungování ratingových agentur prošlo za poslední dekádu významnými změnami. Hlavním impulzem se stalo poučení z období před vznikem finanční krize, které spočívalo v nastavení přísnější regulace ratingových agentur. Ta má za cíl upravovat vliv a činnost ratingových agentur na území EU. V tomto článku nejprve nastíníme aktuální situaci na pomyslném trhu ratingových agentur, včetně otázek spojených s mírou jejich regulace. Následně se zaměříme na vztah dlouhodobého kreditního ratingu vybraných zemí EU s vývojem jejich veřejného dluhu k HDP. Základní hypotézou tedy je, zda svrchované ratingy (tzv. sovereign ratingy) v sobě adekvátně odráží vývoj fiskální pozice dané země, případně do jaké míry s ním korespondují. Vycházíme zde z výsledků ratingů jednotlivých zemí, které byly udělené v letech 2007–2017 třemi nejčastěji využívanými ratingovými společnostmi. Pokusíme se zejména ukázat, zda se dosažená a do budoucna předpokládaná míra zadlužení odráží v celkovém ratingovém hodnocení dané země, a dané srovnat s tržním ohodnocením rizika nesplácení dluhu optikou výše CDS.

### Fenomén ratingových agentur

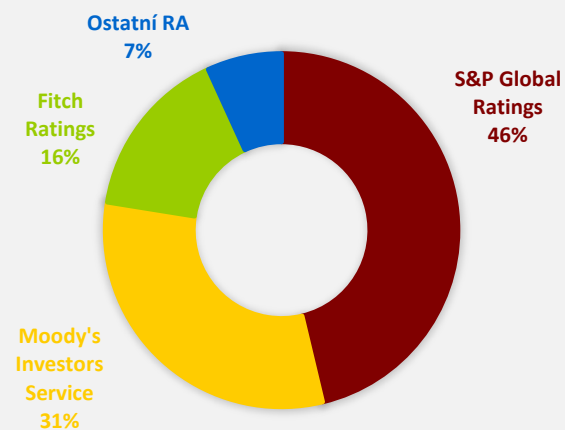
**Obecným cílem ratingového hodnocení je poskytovat nezávislé, objektivní, kvalitní, transparentní a vpředhledící hodnocení, které přispívá ke snižování informační asymetrie a nákladů mezi uživateli ratingu.** Svrchovaný rating země lze chápat jako zhodnocení schopnosti státu nebo územně samosprávného celku dostát řádně a včas svým závazkům, a to při zohlednění pravděpodobnosti kvalitativních a kvantitativních charakteristik všech známých rizik. Tyto „učebnicově“ laděné formulace lze názorně ilustrovat na příkladu snižování ratingu země. Když k tomu dochází, zhoršuje se vnímání pozice dané země na finančních trzích, což by mělo být umocněno, pokud vývoj veřejných financí není vnímán jako udržitelný. Snižování ratingu tak s sebou nese zvýšené náklady na obsluhu dluhu, tj. dluhovou službu, což může nakonec vést až k situacím, kterými si v tomto století prošla Argentina nebo Řecko. Rating země, kterému se v tomto článku – v kontextu vývoje zadlužení – primárně věnujeme, je sám o sobě specifickou oblastí ratingových aktivit, ať již z pohledu specifik regulace nebo samotné metodologie tvorby ratingu.

**Trh poskytovatelů ratingů dlouhodobě tvoří tři největší ratingové agentury, což platí jak pro situaci v Evropě, tak i USA.** Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA)<sup>2</sup>, jakožto dohledový orgán pro ratingové agentury působící v EU, ve své poslední zprávě (ESMA, 2017) uvádí, že na evropském trhu stále dominuje tzv. „Velká trojka“, tedy S&P Global Ratings, Moody's Investors Service a Fitch Ratings. ESMA přitom sleduje tržní zastoupení ratingových agentur nad 10% hranicí tržního podílu. Důvodem stanovení této hranice je snaha o zvýšení konkurenčního prostředí na pomyslném trhu ratingových agentur. Hodnocený subjekt je nařízením o ratingových agenturách nabádán, aby si vybral (pokud potřebuje získat 2 ratingy) alespoň jednu ratingovou agenturu pod 10% hranicí tržního podílu. Pokud tak neučiní, bude jeho rozhodnutí ESMOU zaznamenáno.<sup>3</sup>

**Kromě výše jmenovaných tří největších ratingových agentur, jsou zbylé agentury na evropském trhu zastoupeny velmi slabě** (Graf 1). Nejsilnější tři ratingové agentury se dělí celkem o 93 % trhu, zbylých 7 % pak připadá na dalších 23 ratingových agentur. V USA je dle poslední zprávy *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO, 2017) situace v tržním zastoupení obdobná jako v EU. Největší tři agentury se dělí o 96 % trhu a zbytek připadá na 7 ratingových agentur, přičemž jejich podíl na trhu je rovněž minoritní. Trh ratingových agentur ve světě tak naplňuje znaky oligopolu, což může vést k nedostatečnému konkurenčnímu prostředí v oblasti ratingových služeb.

Graf 1 – Tržní podíl ratingových agentur v EU

(rok 2017, v p. b.)



Zdroj: ESMA, *Report on CRA Market Share Calculation*, prosinec 2017

Pozn.: RA – ratingová agentura

<sup>1</sup> Autory jsou Jana Hanzlíková (sekce kancelář) a Luboš Komárek (sekce měnová). Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Autoři za cenné připomínky děkují Pavle Růžičkové a Oxaně Babecké-Kucharčukové ze sekce měnové a Michalu Dvořákovi ze sekce finanční stability.

<sup>2</sup> Posláním orgánu ESMA je zvyšovat ochranu investorů a podporovat stabilní a řádné fungování finančních trhů.

<sup>3</sup> Vedlejší cílem ESMA je tedy podpořit fungování menších ratingových agentur. Dokonce, pokud si emitent nechá zpracovat dva ratingy a u obou si vybere ratingové agentury z tzv. „Velké trojky“, je jeho rozhodnutí zaznamenáno u ESMA.

**Největší ratingové agentury nabízejí ratingové hodnocení pro všechny druhy segmentů**, tj. pro pojišťovnictví, strukturované financování, státní a veřejné financování, korporátní financování a finanční instituce.<sup>4</sup>

### Regulace ratingových agentur

**Vývoj regulace na evropském i americkém trhu ratingových agentur velmi ovlivnila a zejména urychlila globální finanční krize**, jejíž počátek se pojí s pádem Lehman Brothers téměř před deseti lety. Americká SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) se začala regulací ratingových agentur zabývat již v roce 2006, tedy o něco dříve než evropský dohledový orgán ESMA či dříve CESR (Committee of European Securities Regulators). Na americkém trhu je pro ratingové agentury stěžejní *Dodd-Frank Act* a *Credit Rating Agency Reform Act* z roku 2006. Na ratingové agentury poskytující činnost v EU má zásadní dopad *Nařízení o ratingových agenturách* č. 1060/2009 (tzv. nařízení CRA I) a jeho doplňující nařízení č. 513/2011 (tzv. CRA II), které bylo vydáno v souvislosti se zřízením orgánu ESMA v roce 2010. Ratingové agentury by vedle těchto právních předpisů měly respektovat tzv. *Základní pravidla jednání ratingových agentur* vydaná mezinárodní organizací sdružující jednotlivé národní komise pro cenné papíry (International Organization of Securities Commissions, IOSCO).<sup>5</sup>

Legislativa ukotvující regulaci ratingových agentur v Evropě se snaží zejména zajistit: (i) snížení nepříznivého vlivu zveřejňování ratingů pro finanční trhy a reálnou ekonomiku, tj. omezení neadekvátní volatility ekonomických proměnných v reakci na zveřejněný rating, (ii) zvýšení konkurence mezi ratingovými společnostmi, (iii) snížení potenciálního střetu zájmů vyplývajícího ze systému úhrady ratingu zadavatelem, (iv) zvýšení transparentnosti a přesnosti ratingů států (resp. státních dluhopisů) a (v) vytvoření evropského rámce pro občanskoprávní odpovědnost v případě závažného úmyslného pochybení nebo hrubé nedbalosti při vydávání ratingů.<sup>6</sup> Tato pravidla se vztahují na ratingy veřejných subjektů v zemích EU i mimo ni, pokud ratingy státních dluhopisů vydává ratingová agentura registrovaná v EU.

**Dalším faktorem, který urychlil vydání nařízení o ratingových agenturách, byla chybějící pravidla pro samotné uveřejňování ratingů zemí, včetně ratingů nevyžádaných.** Příkladem může být incident z 10. listopadu 2011<sup>7</sup>, kdy ratingová agentura Standard & Poor's omylem zveřejnila horší rating Francie, než vyplývalo z jejích údajů. Do doby vydání nařízení EU se ratingové agentury vyjadřovaly ke svým ratingům vždy s poznámkou, že rating je pouhým doporučením nebo vyjádřením názoru. Vzhledem k vlivu, jaký však jeho zveřejnění (zejména, pokud obsahuje neočekávané změny ratingu) má na finanční trhy a uživatele ratingů, bylo zapotřebí zmírnit tyto dopady. Řešením bylo přistoupení k výše uvedené regulaci ratingových agentur, která přenáší podstatnou míru zodpovědnosti za načasování zveřejnění ratingu a za obsah ratingu na ratingové agentury a jimi používanou metodiku. Nicméně, je třeba zdůraznit, že žádné regulatorní opatření není „záračnou pilulkou“, po jejímž užití všechny problémy s objednávkami, vytvářením a zveřejněním ratingů vymizí. Regulatorní opatření musí zachovat trhu i určitou volnost, aby přílišná regulace nevedla k nedostatečnému rozvoji trhu a nebránila tak zdravému konkurenčnímu prostředí.

**Jakkoliv dobře nastavená regulatorní pravidla nemohou zcela vyřešit problém tzv. procykličnosti nebo nastavení systému plateb za ratingové služby.** Procykličnost se projevuje zejména prostřednictvím nadměrného zohledňování názorů trhu oproti vývoji fundamentálních faktorů. K procykličnosti rovněž přispívá právě nevhodné načasování zveřejňování ratingů, viz (ČNB, 2011). Současný model plateb za ratingové služby, tzv. „*issuer pays*“, kdy platbu hradí subjekt, jehož rating se vyhotovuje, vznikl postupnou evoluční cestou. Důležitým krokem na této cestě byl vznik tzv. „uznaných“ ratingových agentur, které byly zaregistrovány na seznam *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) v roce 1975. Až do roku 2002 byly na seznamu pouze tři největší ratingové agentury, a to S&P Global Ratings, Moody's Investors Service a Fitch Ratings. Dříve ratingy platili investoři, šlo tedy o model „*investor pays*“. Současný model je z principu kontroverzním a můžeme se domnívat, že vede ke střetu zájmu.<sup>8</sup> V situaci, kdy rating hradí investor totiž dochází k vyšším požadavkům na spolehlivost ratingů a k vyšší kredibilitě ratingové agentury, a to přispívá k větší a zdravější konkurenci na ratingovém trhu.

**Rating země lze vydat na základě analýzy jejich konkrétních specifík dané země a ratingová agentura musí být připravená doložit, jakým způsobem k němu dospěla.** Regulatorní pravidla, která upravují vydávání státních ratingů, jsou uvedena zejména v čl. 8a nařízení o ratingových agenturách (CESR, 2009). Agentura je povinna na konci každého roku uveřejnit harmonogram ratingů na příštích 12 měsíců, v němž stanoví nejvýše tři termíny pro uveřejnění nevyžádaných i vyžádaných ratingů států a ratingových výhledů. Tyto termíny musí připadat na pátek, aby se na ně mohly stát adekvátně připravit, jelikož

<sup>4</sup> V seznamu registrovaných ratingových agentur v EU nalezneme i takové ratingové agentury, které se specializují výhradně na rating států: The Economist Intelligence Unit (EIU), European Rating Agency a.s. a INC Rating.

<sup>5</sup> IOSCO vznikla v roce 1983 transformací původně americké regionální asociace v mezinárodní instituci.

<sup>6</sup> Investoři tak mají možnost své nároky vymáhat před vnitrostátními soudy, důkazní břemeno nesou ratingové agentury.

<sup>7</sup> Viz např. <https://www.esma.europa.eu/document/esma-censures-standard-poor's-internal-control-failings>.

<sup>8</sup> U ratingů firem bude tento vliv silnější než u ratingu států. Na ratingové agentury může být v případě udělování svrchovaných ratingů vyvíjeny autoritami příslušných zemí tlak stran potenciálního zpřísnění regulace jejich činnosti.



nevyžádaný rating může negativně ovlivnit vývoj dané ekonomiky. Každý nevyžádaný rating musí být vždy řádně označen jako nevyžádaný a musí být jasně odlišitelný od vyžádaného. ESMA přitom účtuje ratingovým agenturám poplatky za registraci a dohled, které plně pokrývají nezbytné výdaje, resp. veškeré náklady, jež mohou vzniknout příslušným orgánům při plnění úkolů na základě vydaných nařízení.

**Ratingové agentury jsou od platnosti Nařízení o ratingových agenturách povinny každoročně uveřejňovat a předkládat tzv. zprávu o transparentnosti,** viz např. FitchRatings (2018), Standard & Poor's (2017) nebo Moody's (2017). V ní uvádějí informace o nastalém i potenciálním střetu zájmu, poskytovaných doplňkových služeb, pravidlech pro zveřejňování ratingů a výhledů, systému odměňování, metodikách a popisech modelů a klíčových předpokladů pro vydávání ratingů (zejména matematické a korelační předpoklady) a všech zásadních změnách svých systémů, zdrojů a postupů.

### Pohled do metodické „kuchyně“ ratingových agentur

**Regulace v oblasti činnosti ratingových agentur obecně popisuje, jaké požadavky by měly být kladeny na metodiku ratingových agentur, garantuje ale také nezbytnou nezávislost ratingových agentur.** Do obsahu ratingů nebo metodik tak nesmí být „zvenčí“ zasahováno. Důvodem je zřejmě riziko z přenesení odpovědnosti za správnost ratingů na dohledové orgány či členské státy EU, a také ohrožení nezávislosti ratingových hodnocení. Tedy:

- Ratingové agentury musí zajistit řádné vedení, aktualizaci a pravidelné komplexní přezkoumávání metodik, modelů a klíčových předpokladů pro vydání ratingu. Tyto informace uveřejňují tak, aby byla zajištěna možnost přezkoumání.
- Samotné metodiky by měly být přesné, systematické, kontinuální a založené na zkušenostech z minulosti a zpětném testování.
- Informace o metodikách, modelech a klíčových předpokladech pro vydání ratingu by měly být zveřejňovány v takové míře podrobnosti, aby uživatelům ratingu poskytly odpovídající informace pro jejich vlastní hloubkovou analýzu a mohli se tak přesvědčit o spolehlivosti ratingu.

**Základní rámec metodiky Moody's při hodnocení států je založen na analýze kvalitativních a kvantitativních faktorů, které vstupují do ratingového hodnocení.** Výchozím bodem pro výsledné ratingové hodnocení je posouzení dvou hlavních složek, viz Moody's (2017). První z nich hodnotí na základě skóre tzv. *baseline credit assessment* (BCA), tedy základní hodnocení úvěrů. BCA v sobě zahrnuje posouzení idiosynkratického a systémového rizika. Idiosynkratické riziko přitom zohledňuje ve čtyřech hlavních faktorech důležité údaje o bonitě subjektů: ekonomické fundamenty, institucionální rámec, finanční výkonnost a strukturu dluhu, postavení vlády a její řízení. Všem faktorům idiosynkratického i systémového rizika je zároveň přiřazena určitá váha pravděpodobnosti, skóre a následně je pomocí BCA matice rozhodováno o zařazení do ratingové stupnice. Druhá složka hodnocení se zabývá tzv. *extraordinary support*, tedy především pravděpodobností podpory třetích stran, mimořádnou podporou od vyšší úrovně vlády (např. EU) a zvažuje provázanost a hierarchii územních a samosprávních celků (provincie, municipality, regiony). Dále v sobě zahrnuje specifické aspekty dané země jako je její historický vývoj, institucionální uspořádání (mezivládní vztahy, postavení vlády, vztah vlády k veřejnosti, právní uspořádání, vymahatelnost práva, stupeň dohledu, reputační riziko, morální hazard atp.). Po přiřazení určitého skóre jsou všechny faktory systémového rizika sečteny a na základě toho je navrhována ratingová známka, přičemž ratingová agentura sama uvádí, že finanční ukazatele jsou pro rating v tomto sektoru důležitější než kvalitativní složka. Konečná ratingová známka závisí nicméně i na dodatečných informacích a faktorech, které má agentura k dispozici. Přestože je zde snaha hodnotit dle principů „forward-looking“ mohou na trhu nastat neočekávané události (náhlá krize likvidity, žaloby státu, neočekávané změny v rozhodnutích vlády atp.), potom je zpravidla přistoupeno k úpravě ratingové známky, přičemž se současně může jednat i o nevyžádaný rating.

### Ratingové a tržní hodnocení: případ vysoce zadlužených zemí eurozóny

**Nárůstu dluhové zátěže v posledním desetiletí vybízí ke srovnání, do jaké míry se jeho zvýšení ve vybraných zemích eurozóny odráželo ve výši uděleného ratingu a jak bylo zároveň zohledňováno trhem ve výši ceny CDS** (Credit Default Swap). Ke srovnání bylo vybráno několik zemí eurozóny, jejichž zadlužení dlouhodobě výrazně překračuje pomyslnou „zdravou“ míru zadlužení. Jde tedy o země jižního křídla eurozóny (Řecko, Portugalsko, Španělsko) doplněné o Itálii, Irsko a Kypr. Vývoj zadlužení a udělených ratingů je pro srovnání také doplněn o vývoj ve Francii a Belgii. Všechny tyto země dlouhodobě vykazují poměr dluhu k HDP nad tzv. dluhovým Maastrichtským konvergenčním kritériem (60 % poměru dluhu k HDP) pro vstup do eurozóny, resp. nad mírou zadlužení nedevastující výkonnost ekonomiky.

**Před vypuknutím finanční krize, de facto bez ohledu na vykazovanou míru zadlužení, byly zemím eurozóny udělovány vysoké ratingy** (Graf 4–7). Bez znalosti interních procedur ratingových agentur lze poměrně složitě rozklíčovat, do jaké míry to bylo dáno rutinními postupy při udělování ratingů pro země eurozóny, obecným podceňováním fenoménu dluhu v době hospodářské prosperity panující od počátku 21. století nebo „slepou vírou“, že finanční nestabilita se nemůže dotknout vyspělých zemí s rezervní měnou. Vysoký rating zemí s nízkou fiskální disciplínou v sobě zřejmě odrážel i to, že tyto země na existenci eurozóny jednoduše profitovaly.

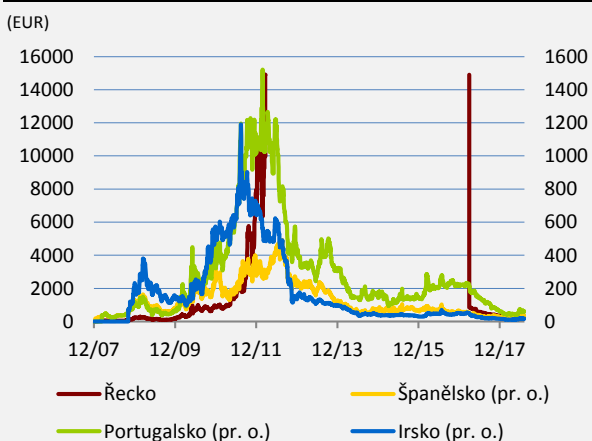
**Nejvíce viditelné efekty finanční a následně dluhové krize v eurozóně lze pozorovat u jižních zemí eurozóny a Irsku, kde výrazně vzrostlo zadlužení.** Řecko a Itálie jsou však případem zemí, u kterých se zadlužení dlouhodobě, tj. i před eskalací finanční krize, pohybovalo kolem velmi vysoké hodnoty rovnající se úhrnu jejich ročního HDP. Tudiž jejich startovací podmínky na počátku krize byly oproti jiným zemím už tak ztížené. Z pohledu dosažené úrovně dluhu k HDP jde zejména o Řecko a Itálii, kde pokrizová dluhová zátěž dosáhla 170 %, resp. 130 % jejich HDP. Země jižního křídla, ale i Itálie po delší dobu vykazovaly a některé stále vykazují nízká tempa reálného růstu a vyšší míru nezaměstnanosti oproti předkrizovému vývoji. Cesta k ekonomické normalizaci je tak z části stále ještě před nimi.

**Pokud má země před krizovým obdobím dostatečný fiskální prostor pro potenciální stimulaci ekonomiky, tak má mnohem lepší naději ekonomiku stabilizovat.** Z pohledu eskalace dluhové zátěže je nechtěným premiantem Irsko, kde dluh k HDP vzrostl z 25% zadlužení na počátku roku 2007 až na téměř 125 % na počátku roku 2013. Následně se však povedlo podobnými tempy dosáhnout poklesu dluhové zátěže až k hodnotě 70 % HDP, což se odrazilo i v návratu do téměř prestižního ratingového ohodnocení. Akademická literatura přináší v této souvislosti nejedno zajímavé poznání. Reinhart a Rogoff (2009) např. ukázali, že vládní dluh vztahený k HDP velmi často roste po eskalaci krize (Graf 4–7), což odráží pokles příjmů a pokud současně fiskální autorita není pasivní, tak i nárůst jejich výdajů. Toto dokládá ve svém výzkumu např. Mendoza a Ostry (2008), kteří ukazují, že postoj k aktivistické (expanzivní) fiskální politice se zvyšuje tím více, čím nižší je poměr dluhu k HDP. Romer a Romer (2017) docházejí k závěru, že pokud dosáhne ukazatel dluhu k HDP zhruba 130 %, pak již neexistuje prostor pro hospodářský stimul fiskální politikou.

**Z pohledu úrovně dluhové zátěže je paradoxní, že některé velmi zadlužené země eurozóny si stále drží velmi vysoké ratingové ohodnocení uprostřed pomyslné „áčkové“ škály.** Příkladem je Francie nebo Belgie, jejichž poměr dluhu k HDP je velmi blízký hranici 100 %, která je nejen velmi vzdálená dluhovému konvergenčnímu kritériu pro vstup do eurozóny, ale rovněž odhadované pomyslné úrovni dluhu, která je pro ekonomiku stále stimulující.

**Adresnější vnímání vývoje zadlužení, tj. optikou jeho udržitelnosti a dostání svých závazků odráží vývoj CDS (Graf 2 a 3).** Ten ze své podstaty přímočařeji ukazuje, že s dluhovou zátěží progresivně roste riziko, že dluh nebude řádně a v termínu splacen. CDS totiž z eufemistického pohledu vyjadřuje pojištění proti nesplacení dluhopisu. Tato cena byla pro výše uvedené země v době vrcholu krize téměř astronomická a pro Řecko se několik let dokonce nesledovala, viz přerušovaná linie v grafu 2. U řady zemí silně postižených dluhovou krizí se vývoj CDS vymrštil do závratných výšek, a to nejen u Řecka, Portugalska, Španělska, ale i u Irsku či Kypru. Vývoj CDS u Itálie nebyl tak dramatický, jako u výše uvedených zemí. Částečně to mohlo být dáno úvahou investorů, že případný „pád“ Itálie by mohl ohrozit celistvost eurozóny. Velikost italské ekonomiky totiž nabádá k obezřetnosti a obavám, co by případná „řecká cesta“ pro Itálii, eurozónu a vůbec celý svět, znamenala.

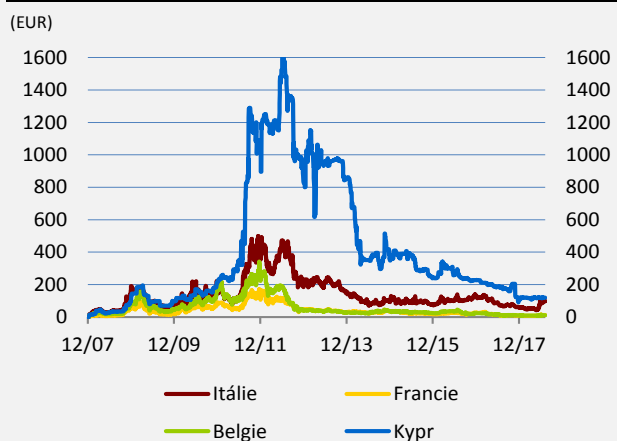
**Graf 2 – Vývoj svrchovaných CDS zemí s vyšším zadlužením a spíše nižším ratingem výrazně postižených finanční krizí**



Zdroj: Thomson DataStream.

Pozn.: Mezi únorem 2012 a březnem 2017 se CDS pro Řecko nestanovovaly.

**Graf 3 – Vývoj svrchovaných CDS zemí s vyšším zadlužením a spíše vyšším ratingem**



Zdroj: Thomson DataStream.

## Závěr

Ratingové agentury, zejména ty tři největší (Standard&Poors Global Ratings, Moody's Investors Service a Fitch Ratings), postupně získaly nezanedbatelný vliv na vývoj globálních finančních trhů. Reakcí na jejich sílící vliv byla diskuse o možné regulaci, jejíž implementaci ještě urychlila finanční krize. Činnost ratingových agentur je oproti předkrizovému období transparentnější, což pramení nejen z jejich povinnosti publikovat tzv. zprávy o transparentnosti. Nicméně akademický pohled vybízí k diskusi, do jaké míry je např. míra

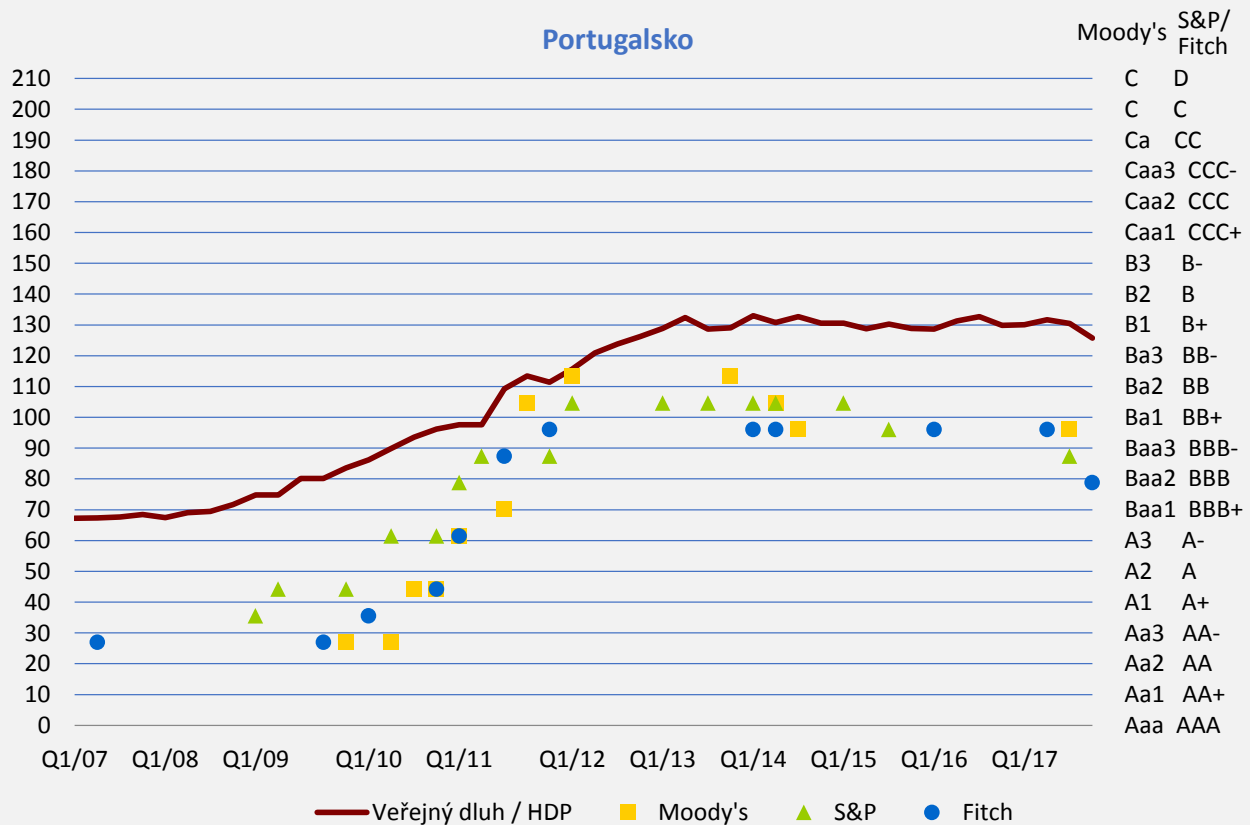
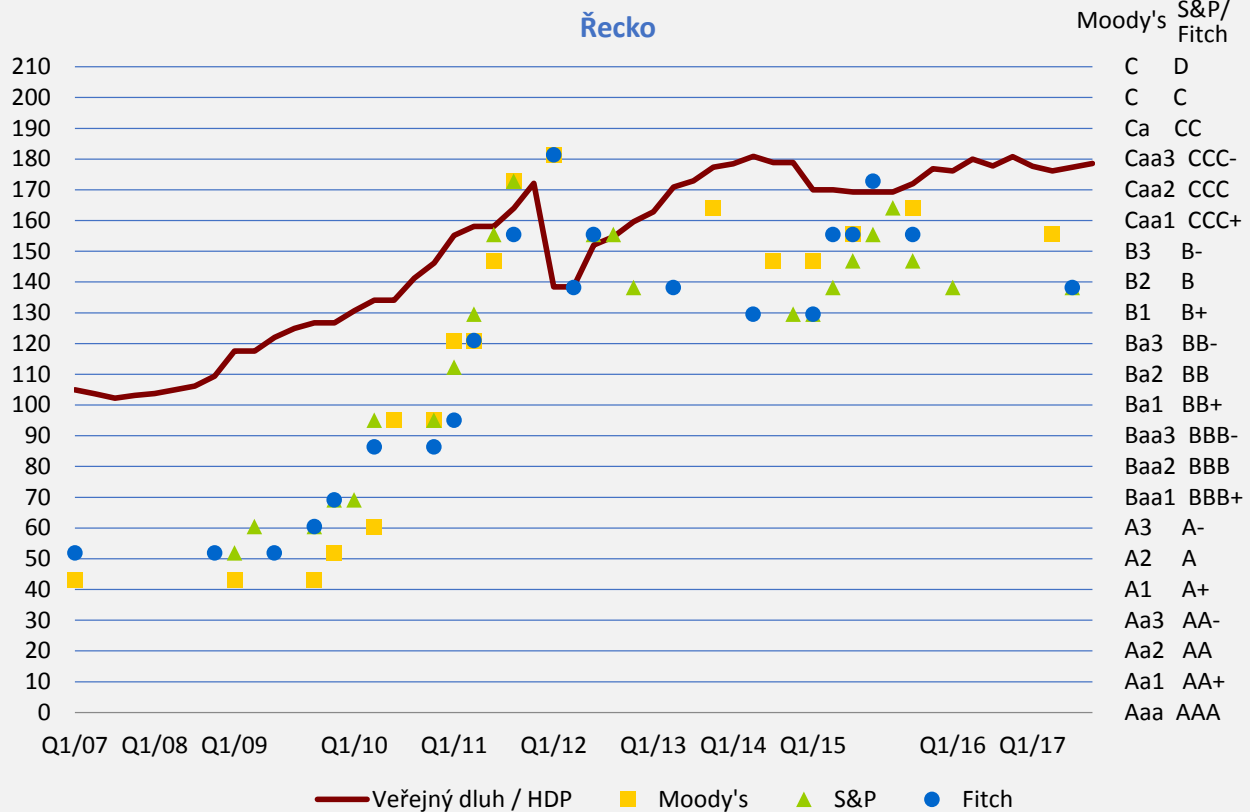
zadlužení a její udržitelnost „férově“ zohledněna v udělených ratingových hodnoceních. Jak finanční krize ukázala, velmi vysoké zadlužení pohybující se na úrovni ročního HDP dané země, může vést k rychlému odklonu od pomyslné makroekonomické rovnováhy a vyvolat dominový efekt. Proto je otevřenou otázkou, zda by celkové ratingové ohodnocení země nemělo mnohem více zohledňovat dluhovou zátěž a její udržitelnost.

### Zdroje

- ČNB (2011): Globální ekonomický výhled. In: Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro Mezinárodní finance. Říjen, 2011.
- CESR (2009): Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies.
- ESMA (2017): Report on CRA Market Share Calculation. Prosinec, 2017.
- NRSRO (2017): Summary Examination Report . Prosinec, 2017.
- FitchRatings (2018): European Union Transparency Report. Březen 2018.
- Standard & Poor's (2017): S&P Global Ratings. EU Group of Credit Rating Agencies. Transparency Report 2017.
- Moody's (2017): European Union Transparency Report. Moody's Investors Service.
- Romer, Ch. D., Romer, D. H. (2017): New Evidence on the Aftermath of Financial Crises in Advanced Economies. *American Economic Review* 107 (10): 3072–3118.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Mendoza, E. G., Ostry, J. D. (2008): International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy 'Responsible'? *Journal of Monetary Economics* 55 (6): 1081–1093.

Graf 4 – Vývoj ratingového hodnocení a zadlužení (veřejný dluh/HDP)

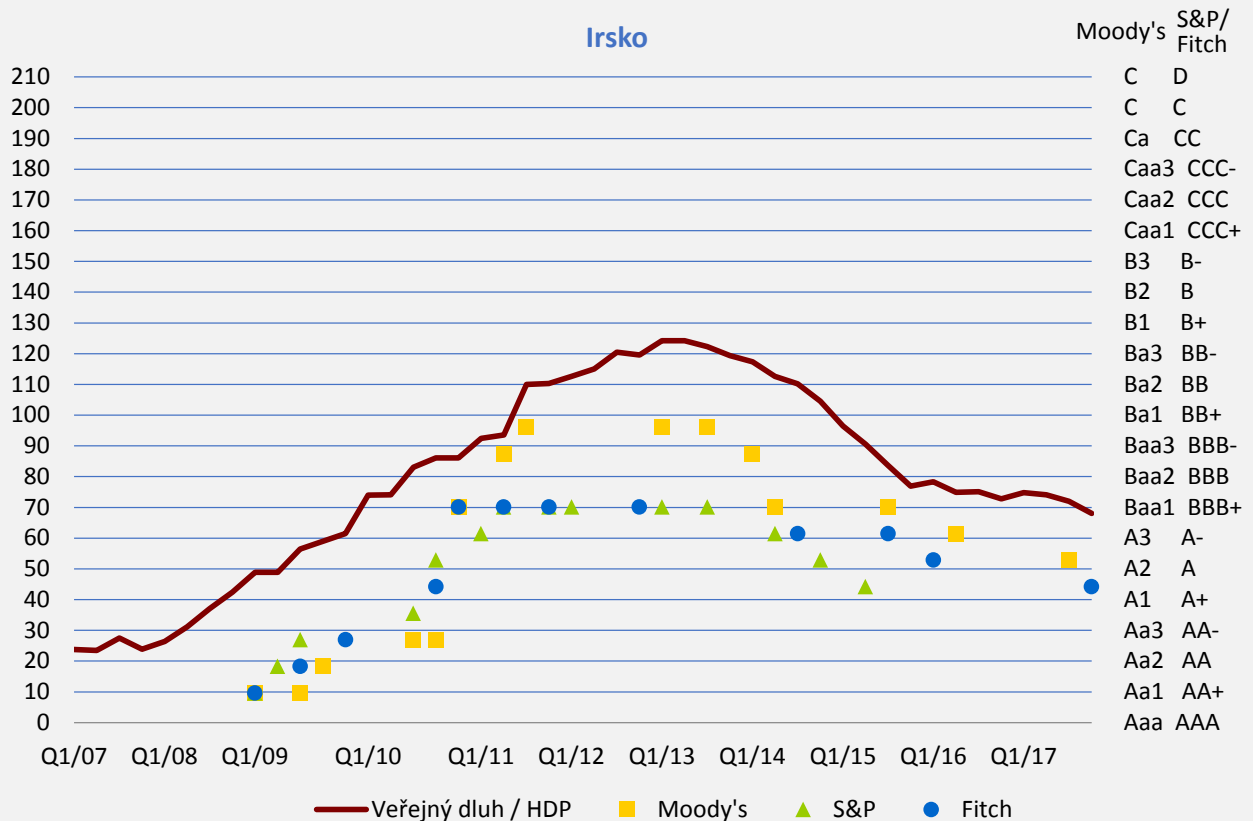
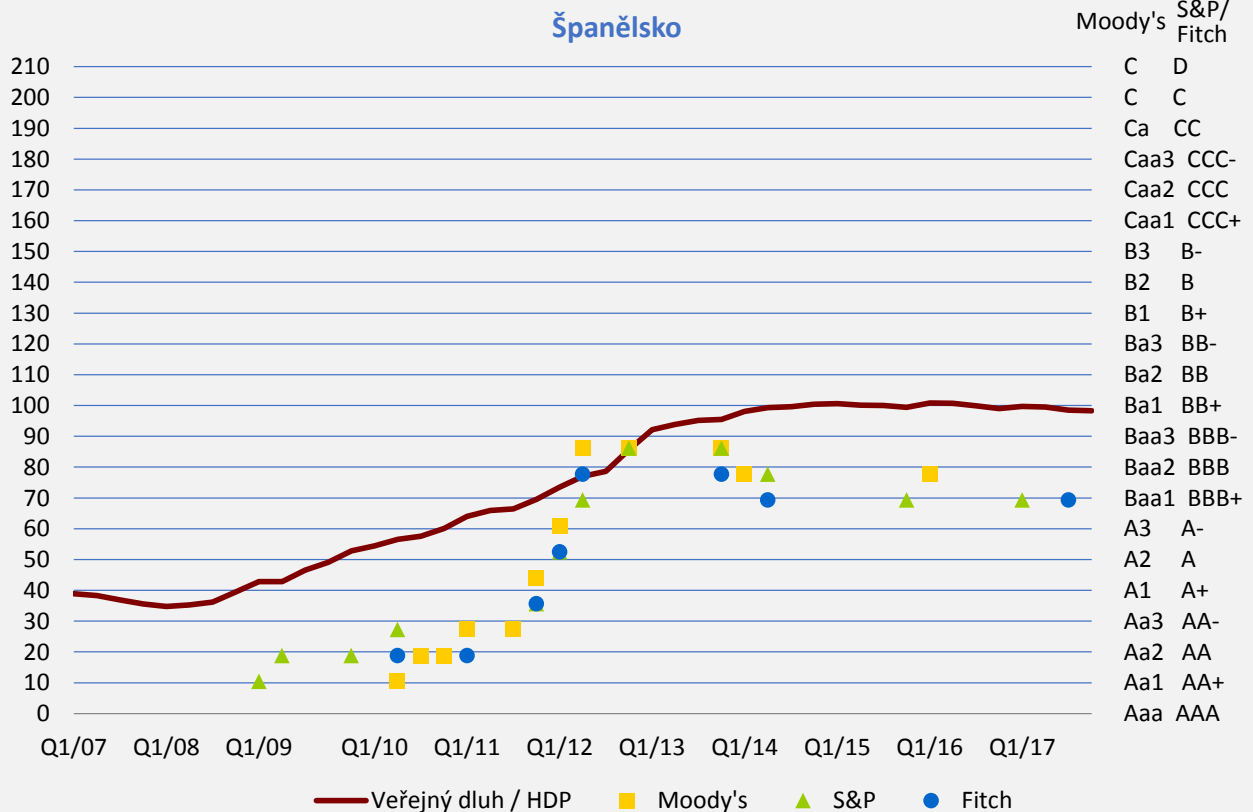
(v % - levá osa, ratingové škály – pravá osa)



Zdroj: Eurostat, Moody's, S&amp;P a Fitch.

Graf 5 – Vývoj ratingového hodnocení a zadlužení (veřejný dluh/HDP)

(v % - levá osa, ratingové škály – pravá osa)

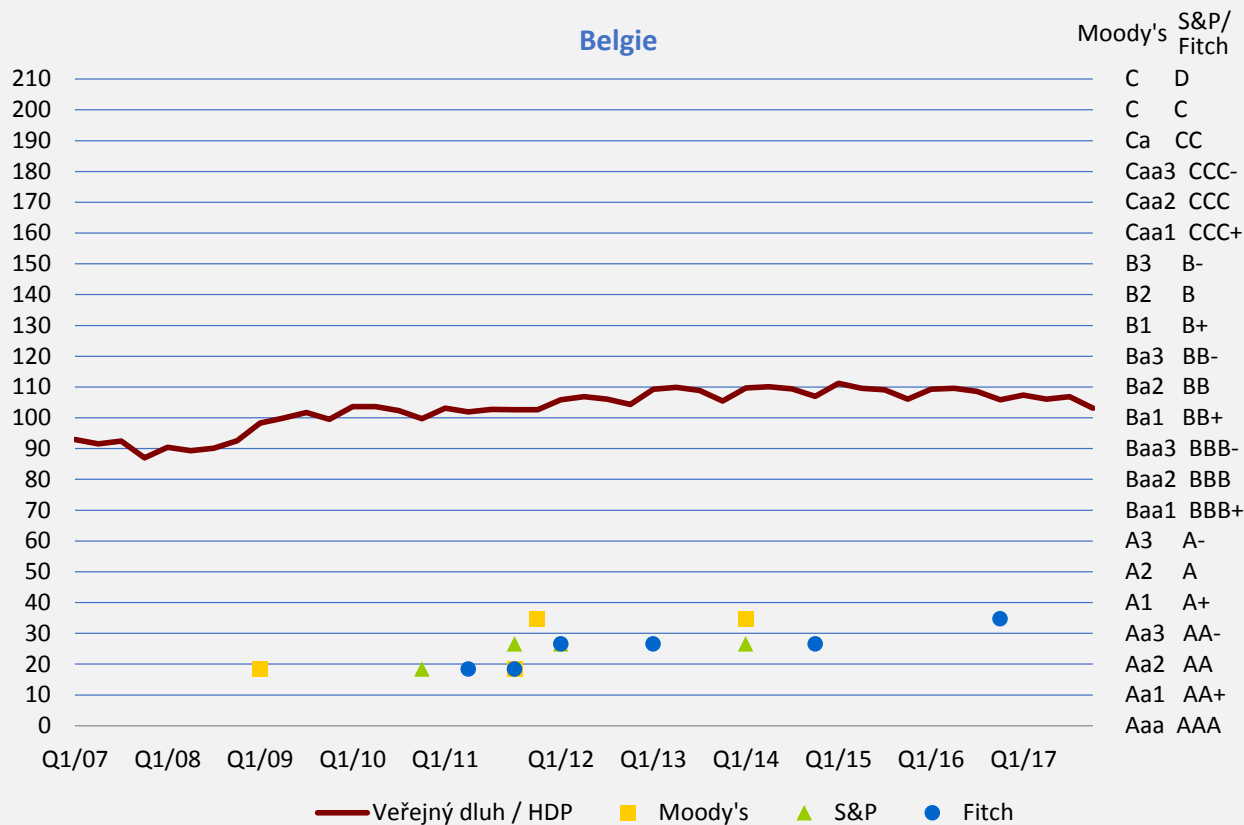
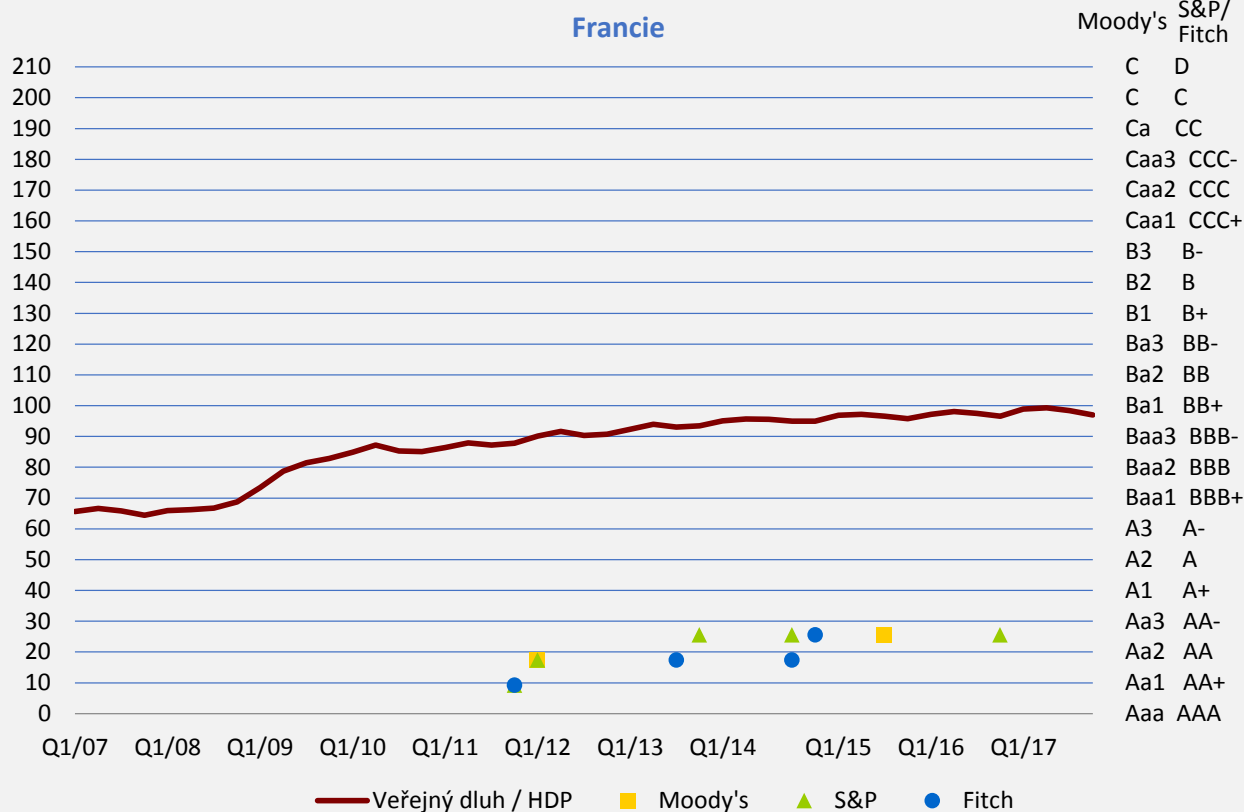


Zdroj: Eurostat, Moody's, S&amp;P a Fitch.

Pozn.: Irsko: Předcházející udělený rating: Moody's (Aaa, stabilní; květen 1998); S&amp;P (AAA, stabilní; říjen 2001); Fitch (AAA, stabilní; září 2000). Španělsko: Předcházející udělený rating: Moody's (Aaa, stabilní; prosinec 2001); S&amp;P (AAA, stabilní; prosinec 2004); Fitch (AAA, stabilní; prosinec 2003).

Graf 6 – Vývoj ratingového hodnocení a zadlužení (veřejný dluh/HDP)

(v % - levá osa, ratingové škály – pravá osa)

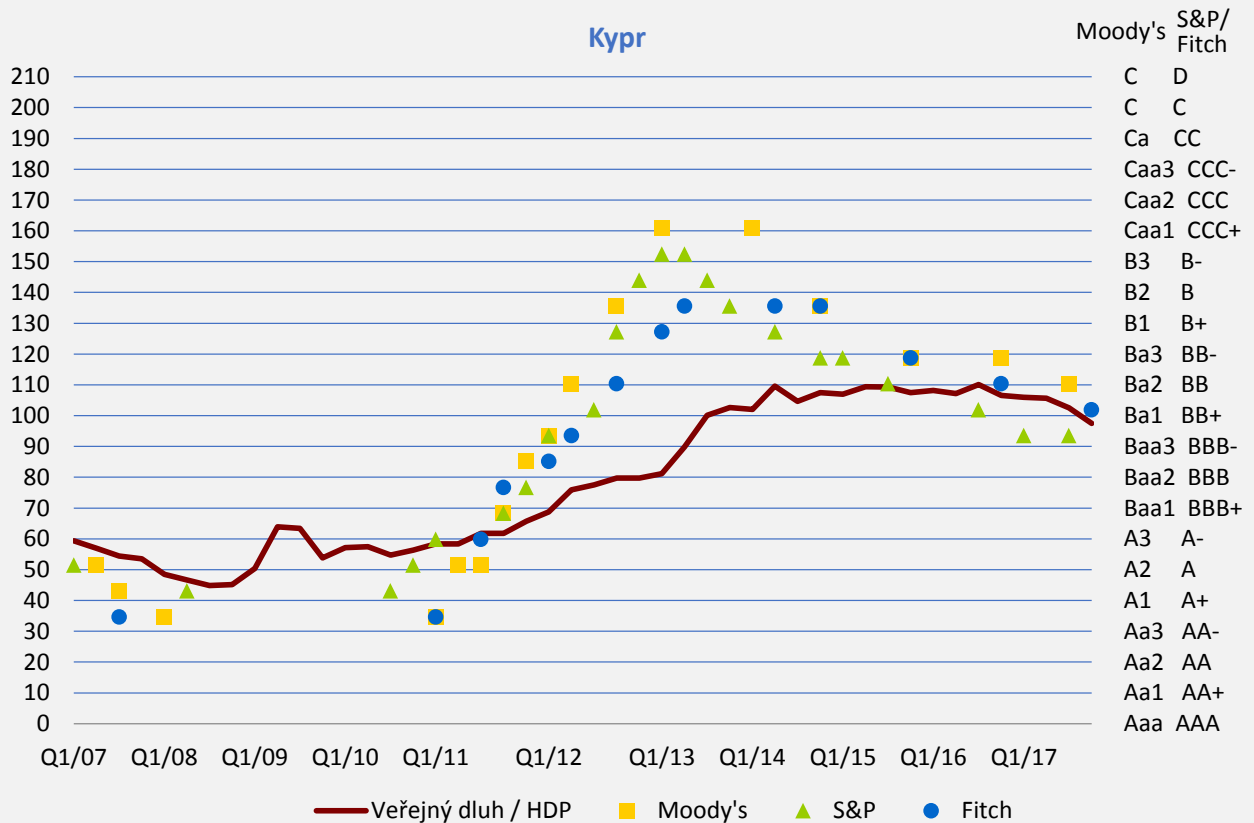
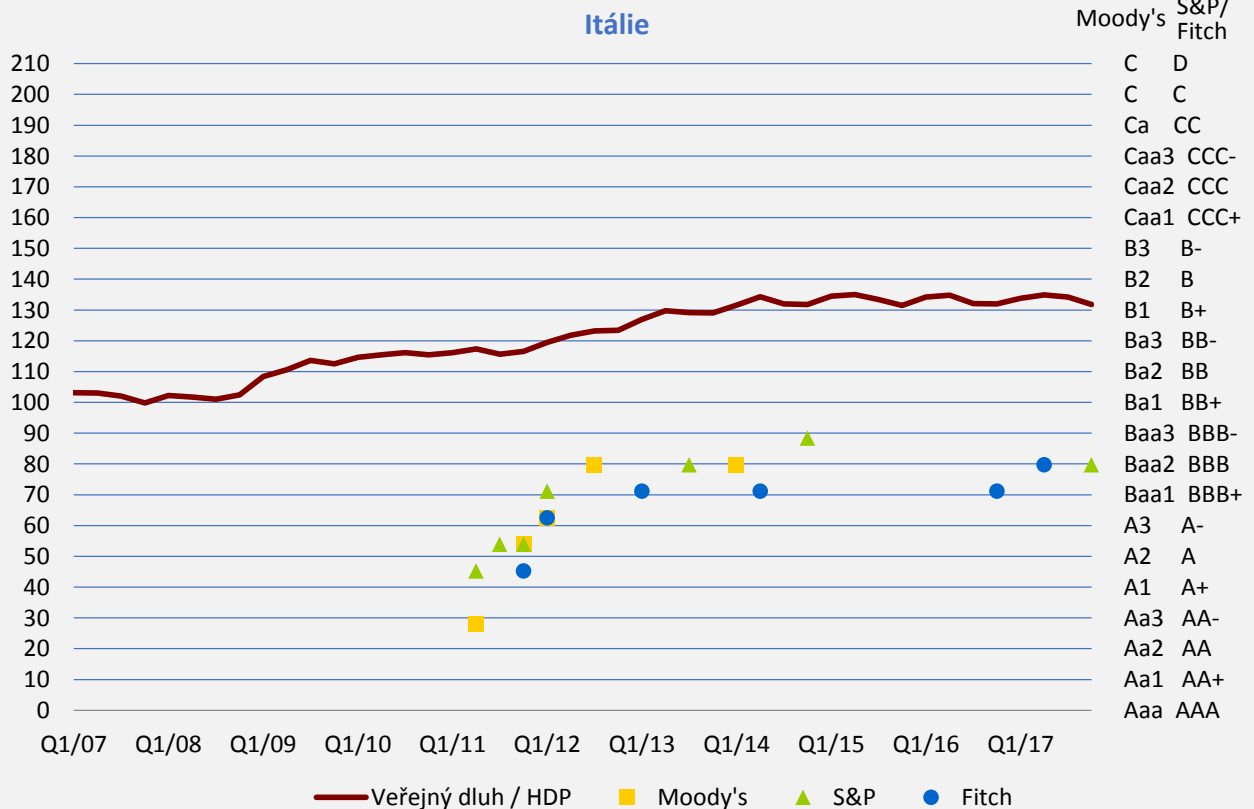


Zdroj: Eurostat, Moody's, S&amp;P a Fitch.

Pozn.: Francie: Předcházející udělený rating: Moody's (Aaa, stabilní; leden 1979); S&amp;P (AAA, stabilní; leden 1989); Fitch (AAA, stabilní; září 2000). Belgie: Předcházející udělený rating: Moody's (Aa1, pozitivní; březen 2006); S&amp;P (AA+, stabilní; červenec 1992); Fitch (AA+, stabilní; květen 2006)

Graf 7 – Vývoj ratingového hodnocení a zadlužení (veřejný dluh/HDP)

(v % - levá osa, ratingové škály – pravá osa)



Zdroj: Eurostat, Moody's, S&amp;P a Fitch.

Pozn.: Itálie: Předcházející udělený rating: Moody's (Aa2, stabilní; květen 2002); S&amp;P (A+, stabilní; říjen 2006); Fitch (AA-, stabilní; říjen 2006).

## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

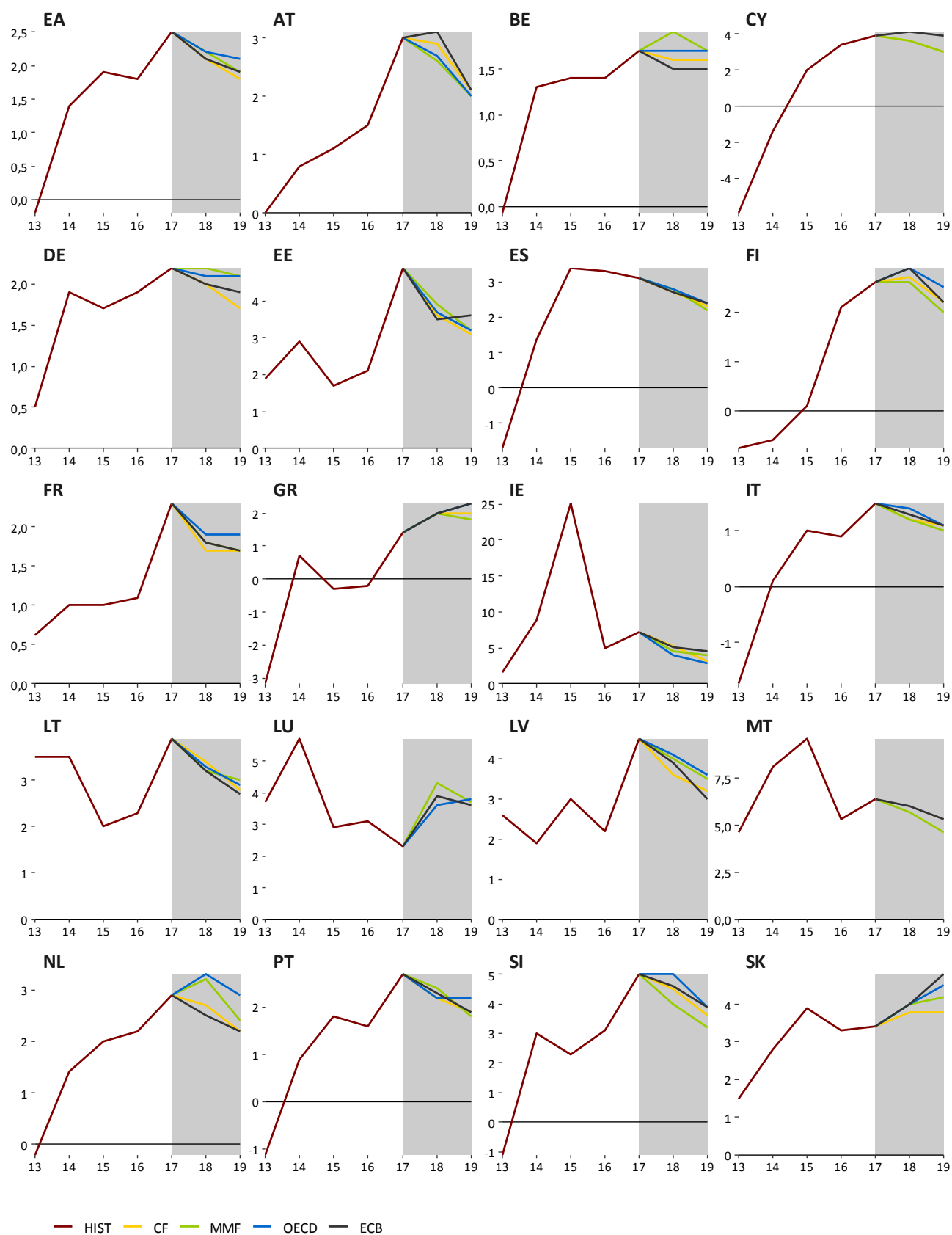
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	-0,1	2018/8	-0,2	2018/7	-0,1	2018/5	-0,3	2018/6
		2018/7				2018/4		
DE	0	2018/8	-0,3	2018/7	-0,3	2018/5	-0,5	2018/6
				2018/7				2018/4
US	0	2018/8	0	2018/7	0	2018/5	+0,1	2018/6
				2018/7				2018/4
UK	0	2018/8	-0,2	2018/7	+0,1	2018/5	0	2018/8
				2018/7				2018/4
JP	0	2018/8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

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/8	+0,1	2018/4	+0,1	2018/5	+0,3	2018/6
				2018/7				2017/10
DE	0	2018/8	+0,1	2018/4	-0,1	2018/5	+0,2	2018/6
				2018/7				2017/10
US	0	2018/8	+0,4	2018/4	+0,7	2018/5	+0,2	2018/6
				2018/7				2017/10
UK	-0,1	2018/8	+0,1	2018/4	0	2018/5	+0,1	2018/8
				2018/7				2017/10
JP	-0,1	2018/8	+0,6	2018/4	+0,2	2018/5	-0,2	2018/7
				2018/7				2017/10
CN	-0,1	2018/8	+0,1	2018/4	+0,1	2018/5	0	2018/8
				2018/7				2017/10
IN	0	2018/8	+0,1	2018/4	+0,1	2018/5	-0,2	2018/8
				2018/7				2017/10
RU	0	2018/7	-1,1	2018/4	-0,9	2018/5	-0,5	2018/7
				2018/6				2017/10
BR	+0,3	2018/7	-0,5	2018/4	-0,5	2018/5	+0,3	2018/8
				2018/6				2017/10

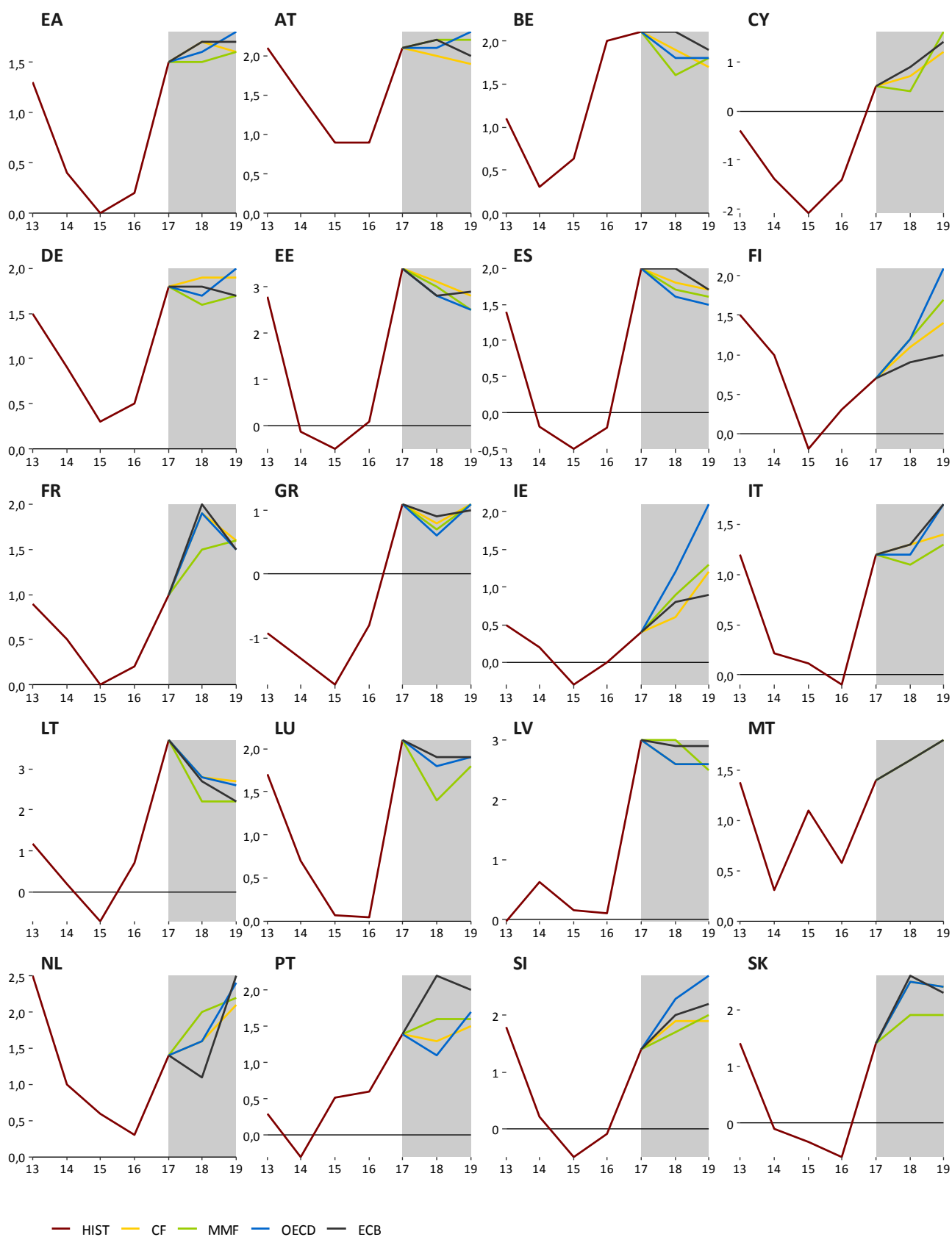


## A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

## A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

## A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

