

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – DUBEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2014

<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 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>16</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014</b>	<b>16</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014</b>	<b>16</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>16</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>17</b>

#### Datum uzávěrky dat

Týden 14. - 18. dubna 2014

#### Sběr dat CF

14. dubna 2014

#### Datum publikace GEVu

25. dubna 2014

#### Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

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

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

#### Tým zpracovatelů

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

Dubnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Na počátku druhého čtvrtletí letošního roku je naše pozornost dále zaostřena na analýzu heterogenity finančních podmínek v zemích eurozóny. Zde je ukázáno, jak prvotní očekávaná konvergence výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů a úrokových sazeb soukromému sektoru v zemích eurozóny byla přerušena finanční krizí. Následná eskalace dluhových problémů eurozóny vedla k nárůstu rozdílů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny, což by v případě dlouhodobého setrvání mělo vážné důsledky pro oživení v eurozóně jako celku.

Ekonomický vývoj ve vyspělých zemích se celkově dále mírně zlepšuje, byť poslední údaje plynoucí z předstihových ukazatelů za průmysl naznačují mírnou korekci. Motorem ekonomického oživení globální ekonomiky v letošním roce by měly být díky očekávané 3% ekonomické výkonnosti Spojené státy. Obdobně by i eurozóna měla v daném horizontu pozvolně zvyšovat tempo svého růstu, byť se zhruba poloviční dynamikou oproti ekonomice USA. Rovněž japonská ekonomika se vyvíjí celkově uspokojivým směrem, avšak tamní průmysl bude čelit efektům pozvolna posilujícího jenu. Výhledy inflace se pohybují ve vyspělých zemích stále na velmi nízkých hodnotách, zejména pak v eurozóně jsou dále klesající, byť s náznakem jejich opětovného překmitnutí nad 1% hranici v roce 2015. Tato situace nutí ECB dále zvažovat uvolnění měnových podmínek.

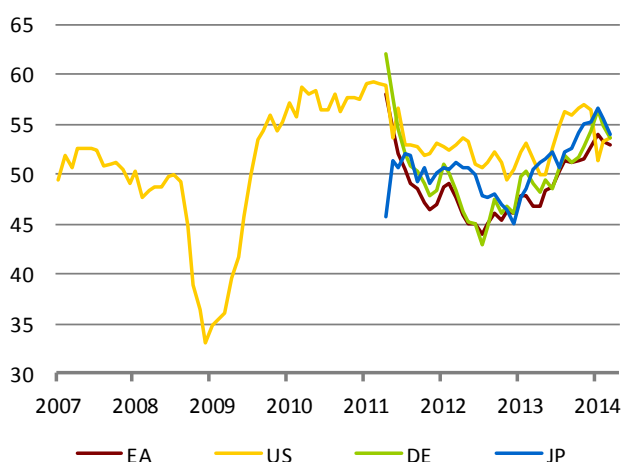
Čínská ekonomika dále pozvolna zpomaluje své hospodářské tempo, a tak se vládou stanovený cíl udržení letošního růstu „kolem 7,5 %“ postupně vzdaluje. Ne příliš optimistické výhledy přicházejí pro brazilskou ekonomiku kvůli domácím hospodářským problémům a neúspěšným reformním krokům, které vedou ke zvyšujícím se inflačním tlakům. Pro ruskou ekonomiku stále představuje riziko poměrně masivní odliv kapitálu a oslabení měny vlivem politického napětí mezi Ruskem a Ukrajinou. Naopak v indickém hospodářství převládají pozitivní výhledy, tj. zvyšování hospodářského růstu při zřetelném desinflačním procesu.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně jsou pro letošní rok nadále nízké, avšak v USA se na přelomu letošního roku předpokládá jejich postupný nárůst, který by měl přetrvat i v roce 2015. V případě eurozóny jsou výhledy nárůstu sazeb pozvolnější a dále posunuty do budoucna. Americký dolar by měl dle Consensus Forecast posilovat jak vůči euru, tak vůči japonskému jenu. Posílení dolaru se očekává i vůči brazilské a ruské měně. Dolar nepochybně posílí i vůči indické měně, naopak vůči čínskému renminbi jsou výhledy na jeho oslabení.

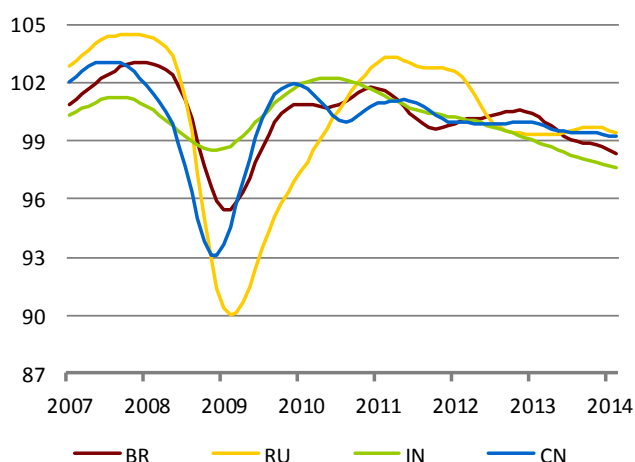
Cena ropy se pohybuje v poměrně úzkém pásmu se středem kolem 110 dolarů za barel, její výhled zůstává nadále klesající, neboť očekávaný růst těžby (zejména v Severní Americe) převyšuje očekávaný růst poptávky. K poklesu cen ropy (a surovin obecně, včetně zemního plynu) by mělo přispět i očekávané posílení amerického dolaru v důsledku postupného zpřísnění tamější měnové politiky, což by mělo mít za následek i stahování investorů z komoditních trhů. Komoditní trhy vykazují nadále nejednotný vývoj, i když na většině z nich převládala tendence k poklesu cen, když poptávka z velkých rozvíjejících se ekonomik nadále slábla. Na trzích s ostatními komoditami se výhledy jejich cen stabilizovaly, byť aktuálně vykazují nejednotný vývoj, který byl viditelný u současného nárůstu cen potravinářských komodit, zejména pšenice a kukuřice.

## PMI a OECD CLI pro sledované země

PMI v průmyslu - vyspělé země



OECD CLI - země skupiny BRIC

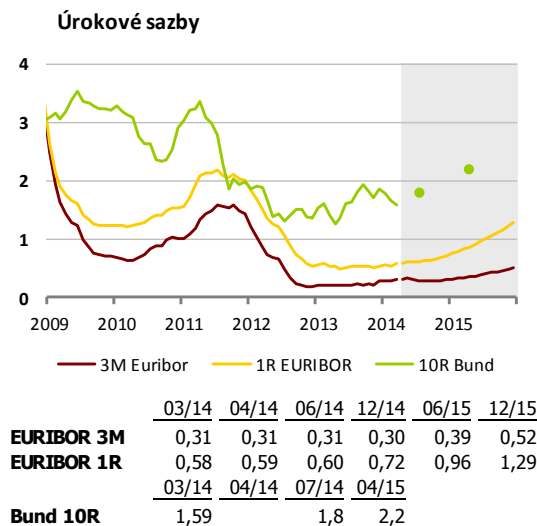
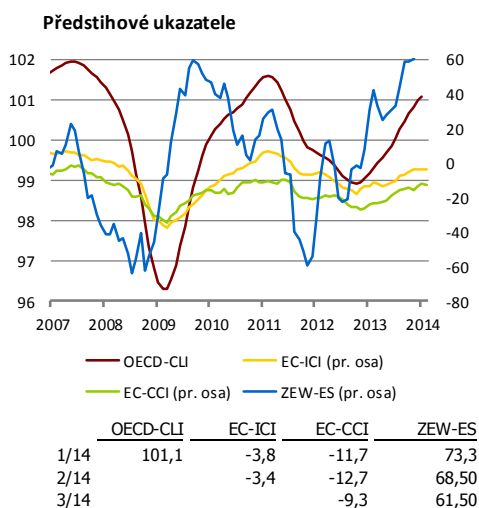
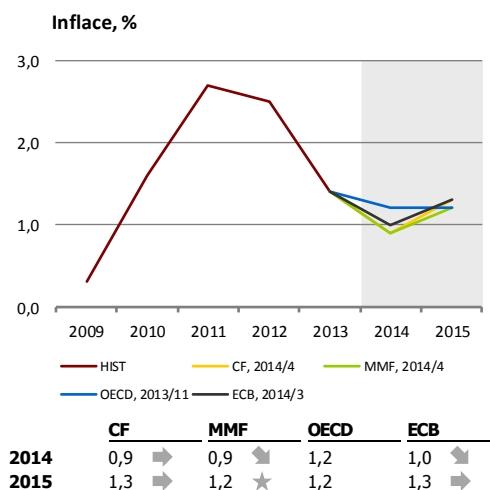
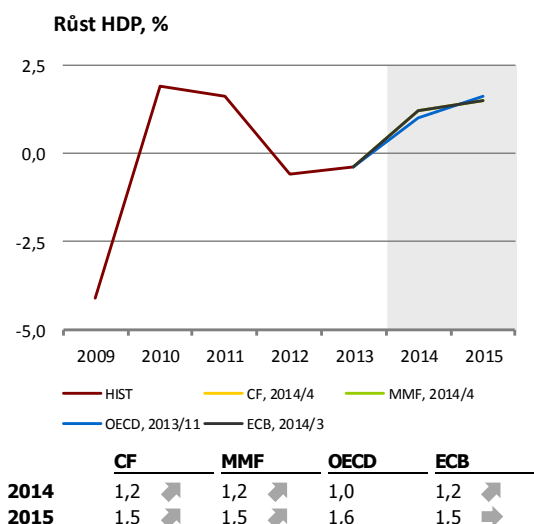


Zdroj: Datastream, Bloomberg

### II.1 Eurozóna

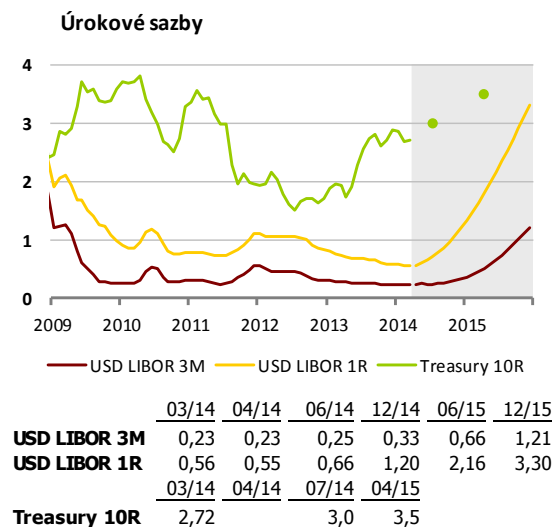
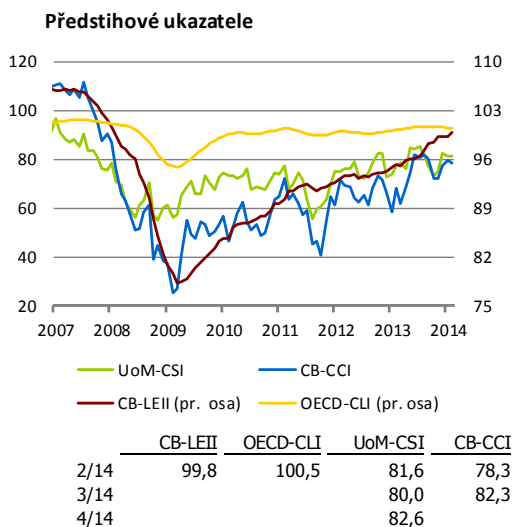
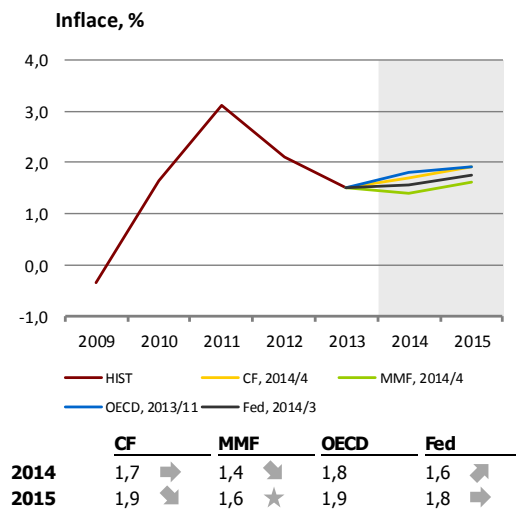
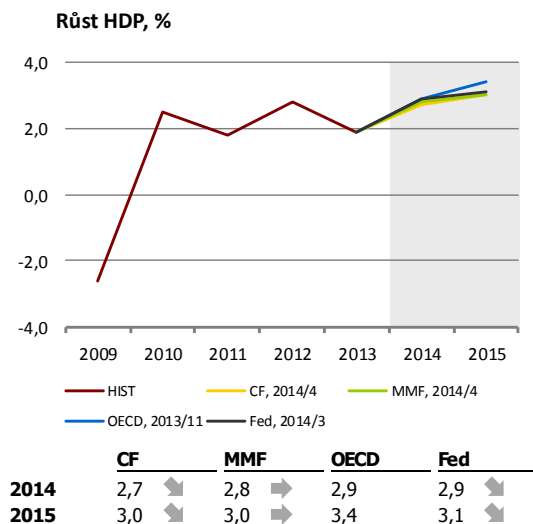
Podobně jako v minulých měsících, nová makroekonomická data z března a ze začátku dubna ukazují na pokračující mírné oživení v eurozóně doprovázené utlumenými inflačními tlaky. Většina hlavních koincidenčních indikátorů, včetně průmyslové produkce a maloobchodních tržeb, vykázala v únoru zlepšení. To se ale ani nadále neprojevuje v míře nezaměstnanosti, která v eurozóně setrvává od října na 11,9 %. Také většina předstihových ukazatelů zaznamenala zlepšení, i když v březnu u některých (včetně PMI) došlo k poklesu; i tak se ale tyto ukazatele pohybují nad hodnotami z konce minulého roku. Dubnový CF revidoval o 0,1 p.b. směrem nahoru výhledy růstu HDP v letošním i příštím roce. I nová predikce MMF revidovala růst směrem nahoru a je tak spolu s CF v souladu s prognózou ECB z minulého měsíce. MMF nicméně upozorňuje na pokračující rizika růstu pramenící především ze zvolnění úsilí o strukturální reformy v eurozóně, ke kterému nově přibylo riziko velmi nízké inflace, potažmo deflace.

Meziroční míra inflace v březnu poklesla na 0,5 % z únorových 0,7 %. K poklesu částečně přispěl efekt základny vlivem vyšších cen služeb v loňském březnu (z důvodu Velikonoc). Ze složek HICP indexu k meziročnímu poklesu inflace přispěly především nižší ceny paliv a služeb v telekomunikacích. ECB ani na dubnovém zasedání nepřistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky, nicméně připustila v případě změny výhledu inflace směrem dolů použití konvenčních i nekonvenčních nástrojů měnové politiky. Předpověď CF svůj výhled inflace oproti minulému měsíci nezměnila; nová predikce MMF se ale posunula mírně směrem dolů. MMF také doporučuje další uvolnění měnové politiky, které by mělo zabránit deflačnímu scénáři v eurozóně. Úrokové sazby na peněžním trhu zůstávají stabilní a jejich růst se očekává až od poloviny roku 2015. Zvýšení pravděpodobnosti použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky ze strany ECB přispělo ke snížení výnosů v periferních zemích eurozóny a do určité míry také k úspěšnosti první aukce řeckých pětiletých dluhopisů od roku 2012.



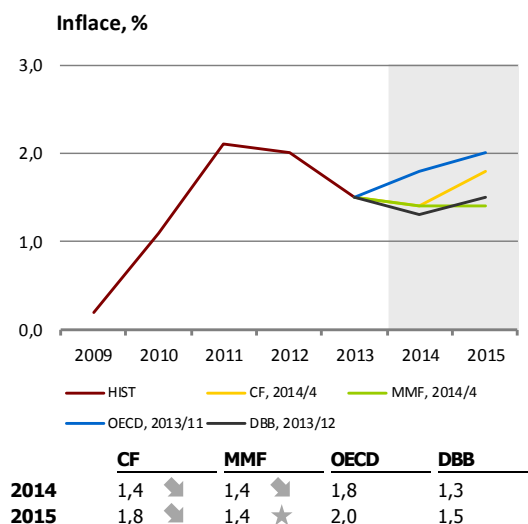
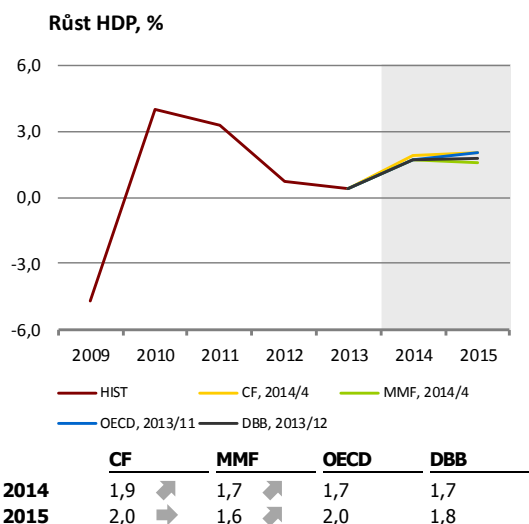
## II.2 Spojené státy

V letošním roce by se měl růst ekonomiky Spojených států přiblížit 3% úrovni a v roce 2015 ještě mírně zrychlit. Podle MMF tak mají být Spojené státy v letošním roce hlavním tahounem globální ekonomiky. Ekonomické oživení bude přitom doprovázeno utlumenými inflačními tlaky, když námi sledované instituce očekávají v následujících dvou letech růst spotřebitelských cen pod 2% cílem Fedu. Meziroční tempo růstu průmyslové produkce v březnu dále zrychlilo a překonalo hodnotu očekávanou za celý letošní rok. Navíc další růst předstihového ukazatele PMI v průmyslu v březnu potvrzuje sílu ekonomického oživení. Také indikátory spotřebitelské důvěry v březnu (Conference Board) a v dubnu (University of Michigan) vzrostly. V březnu došlo navíc k výraznému růstu nominálních maloobchodních tržeb. Nicméně ani pozorované oživení nemusí podle Fedu vést k růstu inflačních tlaků, což zvyšuje pravděpodobnost pokračování uvolněné měnové politiky po delší období (úrokové sazby poblíž nuly hlouběji do roku 2015). I když míra nezaměstnanosti v březnu setrvala na úrovni 6,7 %, tak znepokojivý je podle vyjádření Fedu výrazný podíl zaměstnaných pouze na částečný pracovní úvazek a vysoký podíl dlouhodobé nezaměstnanosti. V souladu s postupným ukončováním QE je v jednoletém horizontu očekáván růst výnosů desetiletých vládních dluhopisů. Tržní očekávání krátkobých úrokových sazeb jsou v průběhu roku 2015 také rostoucí. Průměrný kurz dolaru vůči euru v březnu dále oslabil a na slabších úrovních se pohybuje i v dosavadním průběhu dubna. Tento vývoj je pravděpodobně dán nečinností ECB (absencí dalšího uvolnění měnové politiky, i přes nízký výhled inflace) a lepšími daty HDP eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí 2013. V ročním horizontu je nicméně v souladu s dlouhodobými fundamenty podle CF očekáváno posílení dolaru o 6 % na hodnotu 1,30 USD/EUR.



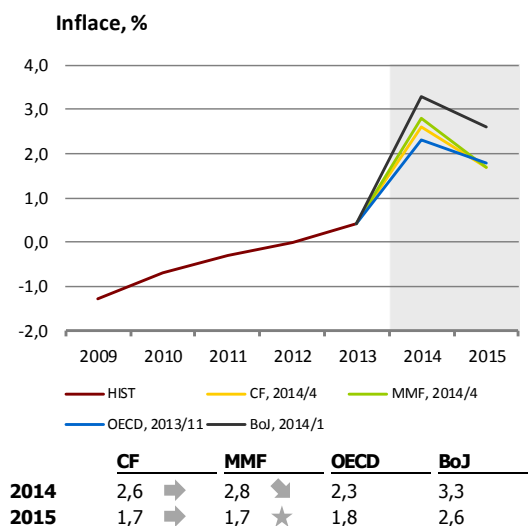
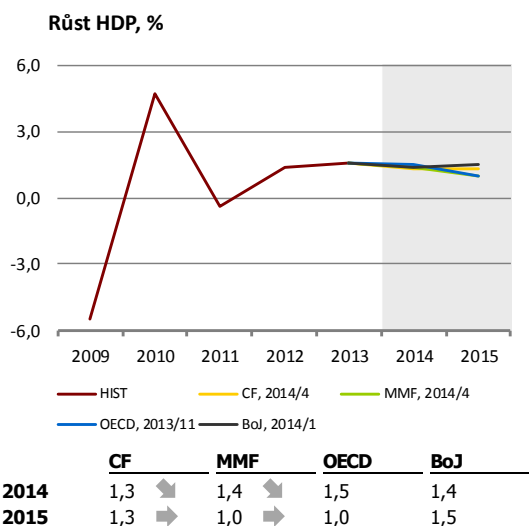
## II.3 Německo

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 došlo v Německu ve srovnání s předchozím čtvrtletím ke zvýšení mezičtvrtletního i meziročního tempa růstu HDP, zejména díky růstu čistého vývozu. Pro první čtvrtletí letošního roku dubnový CF očekává další zrychlení meziročního hospodářského vývoje. Nasvědčují tomu údaje o vývoji průmyslové výroby a maloobchodního obrátu za první dva měsíce tohoto čtvrtletí. Meziroční tempa růstu obou ukazatelů za toto období ve srovnání s předchozím čtvrtletím výrazně posílila. Pro celý letošní rok dubnový CF očekává zrychlení ekonomického růstu na 1,9 %. Hlavním zdrojem růstu by se měla stát vyšší dynamika domácí poptávky a to zejména spotřeby domácností. Takový vývoj naznačují také hodnoty předstihových ukazatelů. Zvýšily se hlavně ukazatele důvěry spotřebitelů. Naproti tomu v podnikatelském sektoru se zvyšuje obava z dopadů ukrajinské krize na ekonomický vývoj v eurozóně a zejména v Německu.



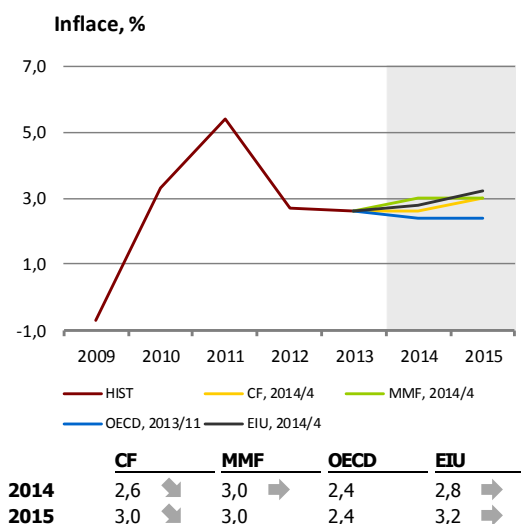
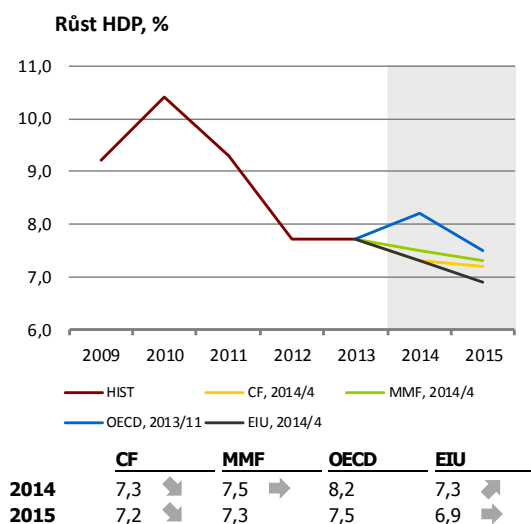
## II.4 Japonsko

V únoru si inflace v Japonsku udržela dynamiku předchozích měsíců (1,5 %), což spolu s dalším poklesem nezaměstnanosti (na rekordních 3,6 %) podporuje tezi, že se této asijské zemi daří postupně opouštět deflační prostředí. Na druhou stranu zpomalování průmyslové produkce a spotřebitelských výdajů naznačuje, že výhled ekonomiky zůstává přinejmenším nejistý. Další pokles poptávky lze očekávat ve 2. čtvrtletí v souvislosti se zvýšením spotřební daně, která se od prvního dubna zvedla z 5% na 8% a to poprvé po 17 letech. Motivem pro zavedení vyšší daně je udržitelnost japonského zadlužení při stárnoucí populaci. Zdrojem nejistoty je také výhled hlavních obchodních partnerů Japonska, zejména Číny. Centrální banka však hodnotí současné trendy jako pozitivní. Zatím tedy nepřistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky, což vedlo na začátku dubna k posílení japonské měny. Dubnový CF (stejně jako MMF) v souladu s novými daty přehodnotil o 0,1 p.b. směrem dolů výhled růstu HDP v tomto roce, zatímco předpověď na rok 2015 změn nedoznala.



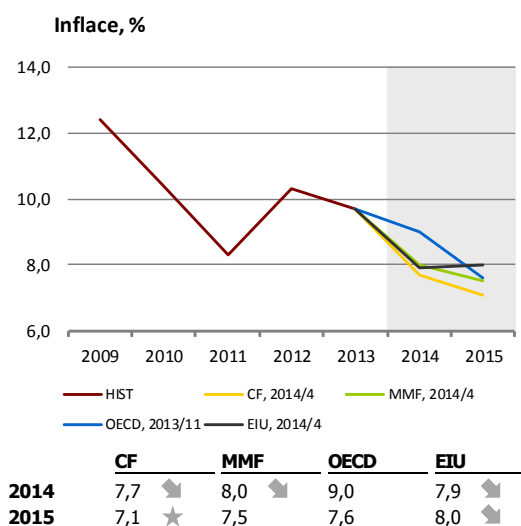
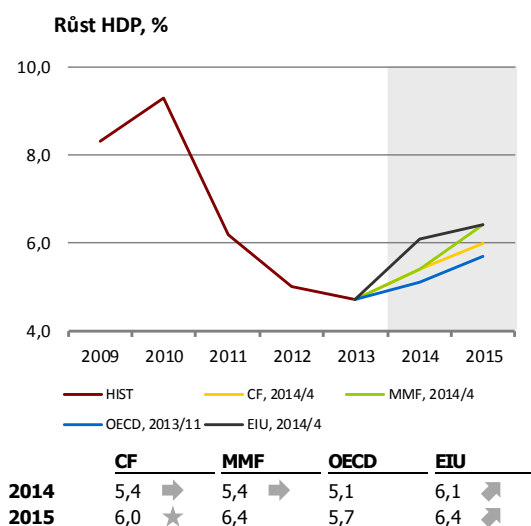
## III.1 Čína

Meziroční tempo růstu čínského HDP v 1. čtvrtletí 2014 zpomalilo na 7,4 % oproti 7,7 % v posledním čtvrtletí loňského roku a mezičtvrtletní růst zpomalil na 1,3 %. Také růsty průmyslové produkce a fixních investic zpomalují. Vývozy v prvním čtvrtletí meziročně poklesly o 3,4 % a dovozy naopak vrostly o 1,6 %. Nové výhledy CF, EIU a MMF očekávají v letošním roce 7,3% - 7,5% růst, v příštím roce se očekává další zpomalení (6,9 % - 7,3 %). Růst spotřebitelských cen se letos bude dle nových výhledů nacházet pod 3,5% cílem vyhlášeným čínskou vládou. K mírnému urychlení tempa růstu cen může dojít příští rok. Čínská centrální banka rozšířila v polovině března fluktuální pásmo renminbi, což následně vedlo k prudkému oslabení čínské měny. Na výhledu se ovšem očekává návrat na apreciační trajektorii a ve dvouletém horizontu by mělo renminbi posílit vůči dolaru na úroveň 6 CNY/USD.



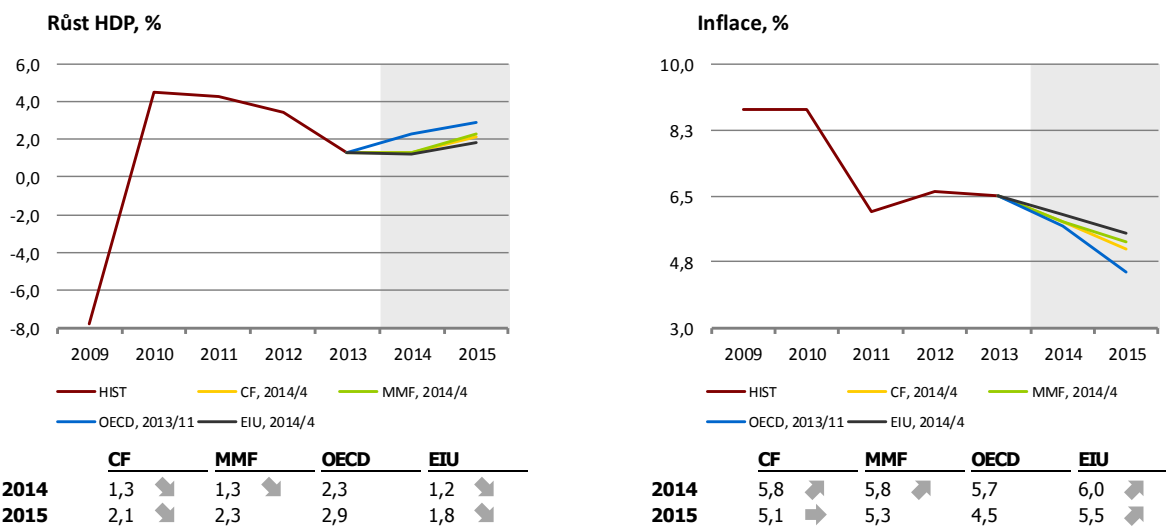
## III.2 Indie

Rupie byla povzbuzena v minulých měsících měnovým zpřísněním a přílivem dlouhodobějšího kapitálu. Oslabený a více konkurenceschopný měnový kurz (po oslabení v roce 2013) by měl podpořit exporty a umožnit zlepšení růstových vyhlídek indické ekonomiky. Na výsledku voleb, které se konají v dubnu a květnu, bude záviset, jaký bude rozvoj dalších důležitých investičních projektů. Výhled pro Indii je vcelku pozitivní, růst HDP by se měl zvýšit z 4,7 % v roce 2013 na 5,4 % v roce 2014 a dále růst až 6% tempem v roce 2015. Spotřebitelské ceny by naopak měly poklesnout z 9,6 % v roce 2013 na 7,7 % v roce 2014 a 7,1 % v roce 2015. Aktuální kurz rupie se pohybuje kolem 60,2 za dolar a dubnový CF předpovídá v ročním horizontu jeho mírné oslabení blížící se k hodnotám 62 rupií za dolar.



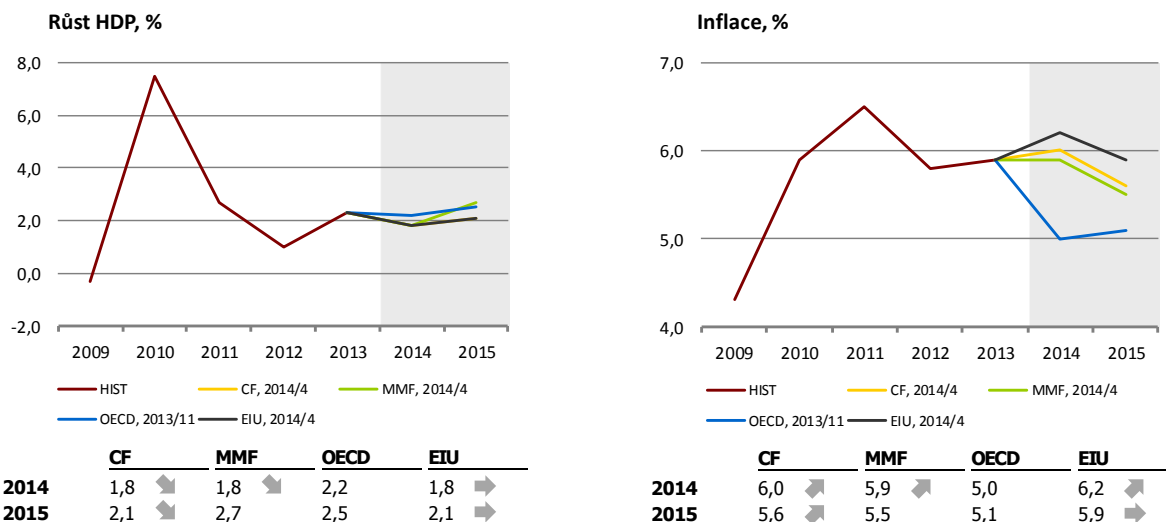
### III.3 Rusko

Dle nejnovějších statistických údajů zpomalil růst ruského HDP z 3,4 % v roce 2012 na 1,3 % v roce 2013. Nepříznivá makroekonomická data přispěla k výraznému zhoršení výhledů na letošní rok. CF, EIU a WEO snížily svoje výhledy růstu lehce nad 1 %; výhled inflace oproti minulosti naopak vzrostl. Slabší ekonomickou aktivitu naznačuje i předběžný výhled Ministerstva ekonomického rozvoje Ruska, jehož základní scénář očekává 1,1% růst za předpokladu fiskální podpory ekonomiky. Ministerstvo ovšem nevylučuje růst pouhých 0,5 % a zdůraznilo, že ekonomickou aktivitu brzdí značný čistý odliv kapitálu, jehož předběžný odhad za 1.čtvrtletí 2014 se přiblížil k celoroční hodnotě za rok 2013. Zpomalení růstu na méně než 1 % očekává Ruská centrální banka a ministerstvo financí nevylučuje růst blízky nule, viz agentura Interfax. Nový výhled Světové banky zase počítá s nepříznivým dopadem krymského konfliktu na investice. Světová banka výhled letošního růstu HDP snížila na 1,1 % až -1,8 % v případě podstatného zhoršení při řešení ukrajinské krize.



### III.4 Brazílie

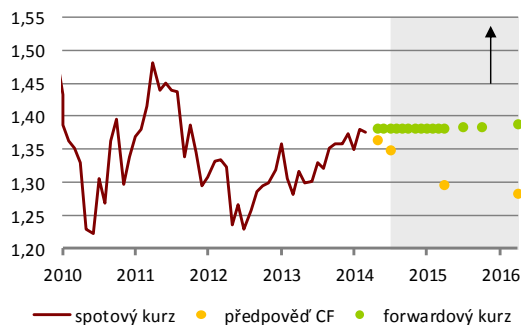
Real se v posledních týdnech zotavil, navzdory březnovému snížení ratingu Standard and Poor's na BBB-. Toto snížení ratingu je následkem ekonomických reforem prezidentky Dilma Rouseff, jež se snažila oživit ekonomický růst Brazílie snížením daní a zvýšením výdajů. Nastartovat růst se jí však nepodařilo, zároveň došlo k většímu vnějšímu zadlužení. Nedávné posílení realu odráží zejména měnové utahování centrální bankou, jež zvedla v březnu úrokovou sazbu k 11 %. Slabý růst, vysoká inflace a velký vnější deficit však naznačují, že posílení realu bude spíše krátkodobé. Růst HDP za rok 2013 byl 2,3 %, růst spotřebitelských cen 5,9 %. Předpověď růstu HDP je dle dubnového CF nízká, okolo 1,8 % na rok 2014, 2,1 % na rok 2015. Spotřebitelské ceny by v roce 2014 měly růst 6% tempem, v roce 2015 okolo 5,6 %. Aktuální cena realu je kolem 2,1 za dolar, v horizontu jednoho roku CF předpokládá, že oslabí až k 2,42 za dolar.





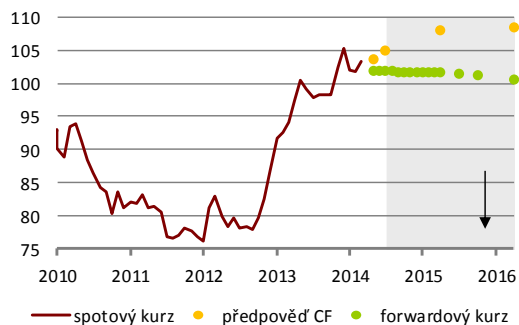
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## EURO



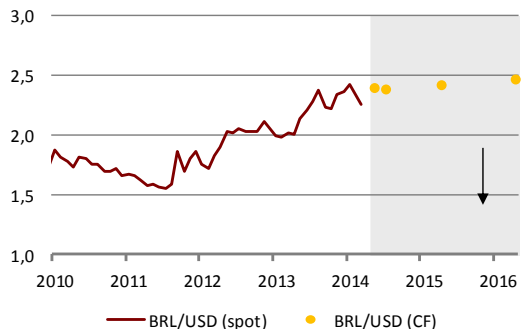
	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	1,382				
předpověď CF		1,363	1,349	1,297	1,283
forwardový kurz		1,382	1,382	1,382	1,388

## JAPONSKÝ JEN



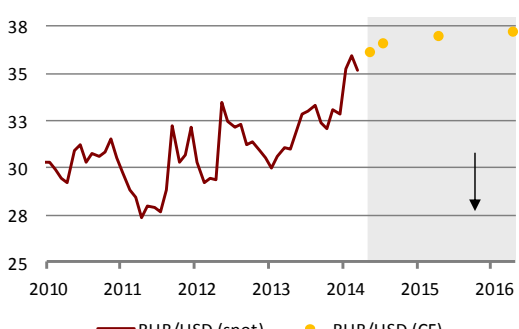
	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	101,90				
předpověď CF		103,70	104,90	108,00	108,40
forwardový kurz		101,83	101,80	101,57	100,63

## BRAZILSKÝ REAL



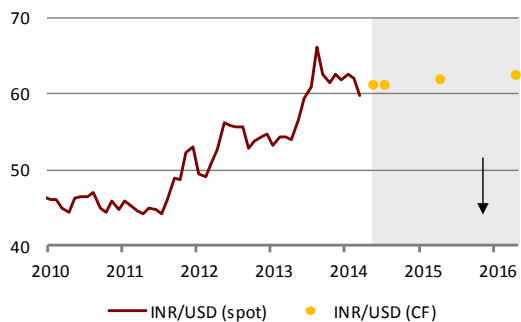
	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	2,21				
předpověď CF		2,39	2,38	2,42	2,46

## RUSKÝ RUBL



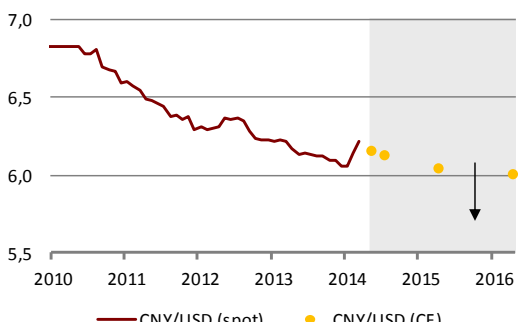
	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	35,92				
předpověď CF		36,14	36,57	36,95	37,19

## INDICKÁ RUPIE



	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	60,24				
předpověď CF		61,18	61,21	61,92	62,40

## ČÍNSKÝ RENMINBI



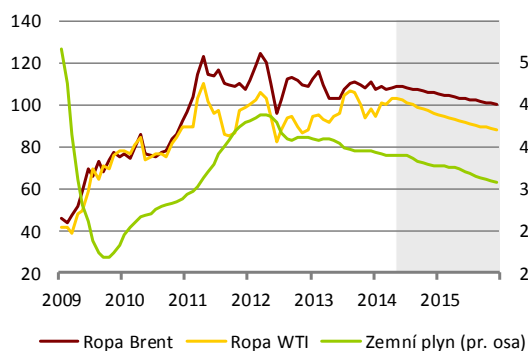
	14/04/14	05/14	07/14	04/15	04/16
spotový kurz	6,22				
předpověď CF		6,15	6,13	6,05	6,00

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

## V.1 Ropa a zemní plyn

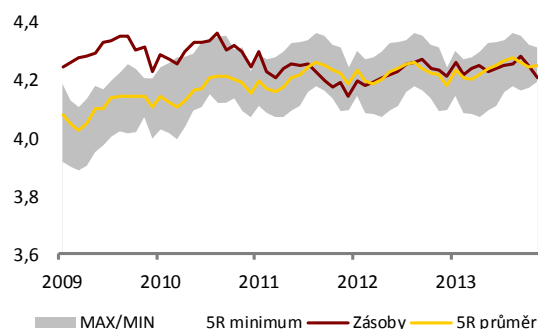
Z dlouhodobého pohledu se průměrná cena ropy Brent i v březnu s hodnotou 107,8 USD/b udržela (již 9. měsíc v řadě) v relativně úzkém pásmu 107 – 112 USD/b. V první polovině března cena klesala v důsledku obav ze zpomalení ekonomické aktivity v Číně a nižší sezonní poptávky, když zároveň dostatečný růst nabídky tlumil rizika, plynoucí z lokálních výpadků těžby a politického napětí na Ukrajině. V závěru měsíce se cena rozkolísala s tím, jak se stupňovaly sankce západních mocností proti Rusku a jak se vyvíjela politická jednání mezi oběma stranami. Směrem dolů stlačila dočasně cenu ropy Brent dohoda rebelů s libyjskou vládou o otevření dvou menších vývozních terminálů ropy. Na začátku dubna však cena opět začala růst, když se ukázalo, že růst vývozu ropy z Libye bude jen pozvolný a na Ukrajině začalo docházet k ozbrojeným střetům. Cenu podporovala i příznivá data z amerického trhu práce. Výhled cen ropy zůstává nadále klesající, neboť očekávaný růst těžby (zejména v Severní Americe) převyšuje očekávaný růst poptávky. Tato očekávání spolu s nižšími obavami z inflace (v důsledku snižování měnového stimulu v USA) vedou rovněž k odchodu finančních investorů z komoditních trhů (a jejich přesunu na akciové trhy). Proti výraznějšímu poklesu cen ropy zatím působí nízké a nadále klesající zásoby ropných produktů v zemích OECD. EIA očekává pro letošní a příští rok průměrnou cenu ropy Brent 105 resp. 101 USD/b. Průzkum CF04 předpokládá v horizontu jednoho roku spíše stagnaci kolem 106 USD/barel. Cena ropy WTI od zprovoznění ropovodu z amerického vnitrozemí na pobřeží Mexického zálivu v polovině ledna roste (přes dočasný pokles v první polovině března) v souvislosti s klesajícími zásobami ropy na ropném terminálu Cushing. S tím pokleslo i rozpětí cen ropy Brent a WTI.

### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

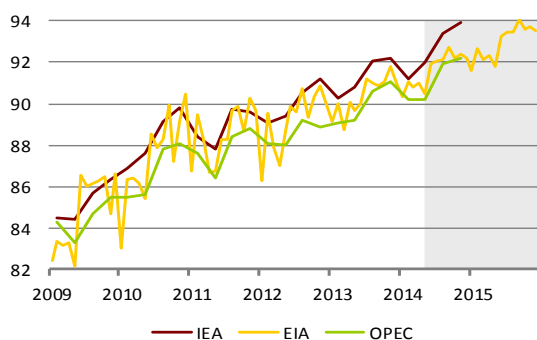


	Brent	WTI	Plyn
2014	-1,08 ↘	1,78 ↗	-5,05 ↘
2015	-4,43 ↘	-8,20 ↘	-6,38 ↘

### CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

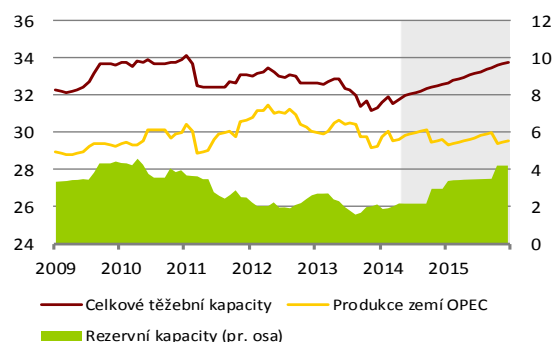


### SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2014	1,42 ↘	1,36 ↗	1,25 ↗
2015		1,48 ↘	

### PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2014	-0,77 ↘	-0,26 ↘	6,79 ↘
2015	-0,66 ↘	3,55 ↗	58,34 ↗

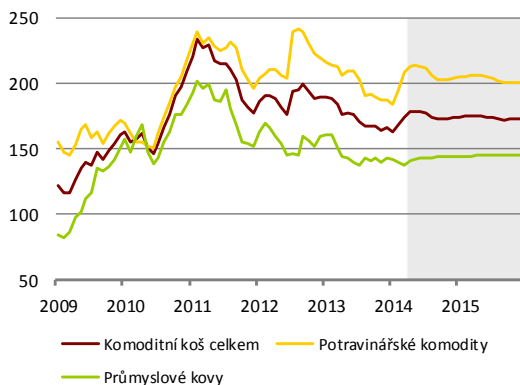
Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den (odhad EIA).

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

## V.2 Ostatní komodity

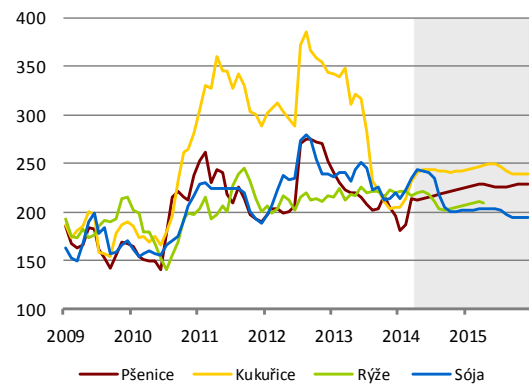
Komoditní trhy vykazují nadále nejednotný vývoj, i když na většině z nich převládala tendence k poklesu cen, když poptávka z velkých rozvíjejících se ekonomik nadále slábla. Finanční investoři se stahovali z komoditních trhů a přesouvali své investice na akciové trhy vyspělých zemí, neboť vnímané riziko inflace (a tedy potřeba zajištění proti ní) slábne v souvislosti s omezováním měnového stimulu v USA a růstem úrokových sazeb. Z neenergetických surovin byl tento vývoj nejvíce patrný na indexu cen průmyslových kovů a zejména u ceny mědi. Pouze ceny niklu a cínu rostly, když Indonéska vláda zvažuje zákaz vývozu nezpracovaných minerálů. Celkový index neenergetických surovin však v březnu a polovině dubna rostl v důsledku výrazného růstu indexu cen potravinářských komodit. K jeho růstu přispěly zejména ceny pšenice a kukuřice v důsledku politické situace na Ukrajině a špatného počasí v Brazílii. Ukrajina je třetí největší vývozce kukuřice a šestý vývozce pšenice na světě, Brazílie je druhým největším vývozcem kukuřice.

### INDEXY CEN NEENERGETICKÝCH KOMODIT



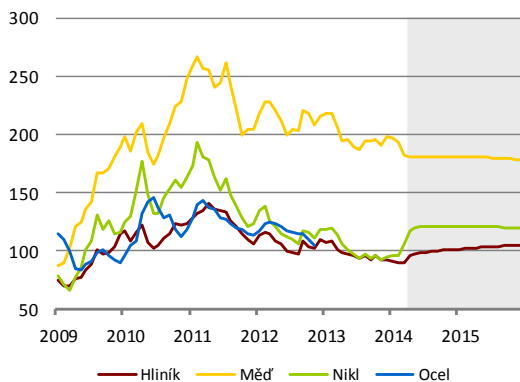
	Celkem	Potraviny	Kovy
2014	-0,4	1,7	-2,1
2015	0,0	-0,7	1,8

### POTRAVINÁŘSKÉ KOMODITY



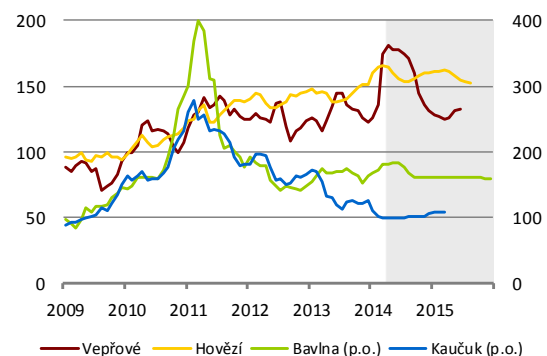
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2014	-1,1	-15,0	-3,2	-4,4
2015	7,0	3,4	-1,4	-9,9

### KOVY



	Hliník	Měď	Nikl
2014	-0,4	-7,8	12,8
2015	6,7	-1,8	4,7

### MASO, NEPOTRAVINÁŘSKÉ ZEMĚLÉSKÉ KOMODITY



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2014	20,9	10,1	3,7	-24,1
2015	-18,4	-0,7	-6,2	

Poznámka: Indexy jsou vypočítány na základě cen v USD. Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny<sup>1</sup>

Po vzniku eurozóny docházelo k očekávané konvergenci dlouhodobých výnosů vládních dluhopisů a spolu s nimi i úrokových sazeb úvěrů poskytnutých soukromému sektoru napříč zeměmi eurozóny. Tato konvergence je důležitým předpokladem úspěšného fungování společné měnové politiky v rámci měnové unie. Finanční krize v roce 2008 ale tento proces přerušila a dluhová krize v eurozóně přispěla k dalšímu rozšiřování rozdílů úrokových sazeb mezi zeměmi. Vysoké úroky, kterým čelí nefinanční podniky a domácnosti v zemích postižených dluhovou krizí, jsou jedním z významných faktorů brzdících jejich růst i oživení v eurozóně jako celku. Uvolnění měnových podmínek v periferních zemích ale vyžaduje nestandardní nástroje centrální banky nebo vlád a nalezení optimálního nástroje přijatelného pro všechny země eurozóny se jeví jako složité.

### Úvod

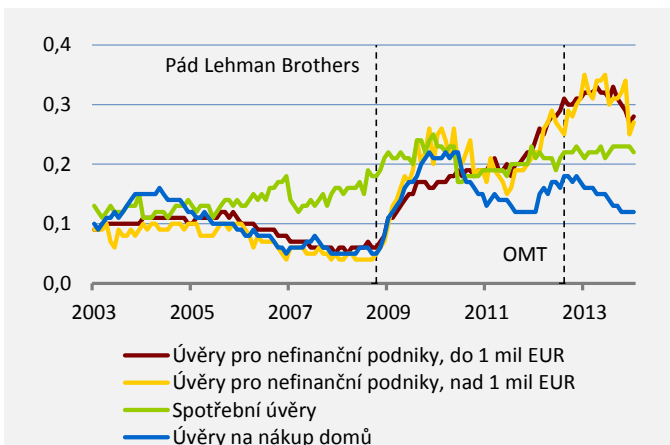
V této analýze popíšeme vývoj finančních (úvěrových) podmínek v eurozóně, kde finanční integraci doprovázenou sblížením úrokových sazeb po vzniku eurozóny vystřídala divergence sazeb během finanční krize. Vysoké úrokové sazby, kterým čelí domácnosti a firmy především v periferních zemích eurozóny, jsou považovány za jednu z hlavních překážek oživení v eurozóně, protože brání investicím firem (což má negativní vliv na dlouhodobý růst a nezaměstnanost) a brzdí růst soukromé spotřeby. Konkrétně se zaměříme na trh s úvěry nefinančním podnikům a domácnostem a popíšeme nástroje zmiňované v literatuře, kterými centrální banka nebo jednotlivé vlády mohou uvolnit měnové podmínky v periferních zemích eurozóny.

### 1. Konvergence a divergence úrokových sazeb v eurozóně

Pro hladké fungování měnové unie je nezbytné, aby úrokové sazby v jednotlivých státech byly podobné a odrážely politiku centrální banky. Ta v takové situaci může pohyby své měnověpolitické sazby ovlivnit finanční podmínky podniků a domácností, čímž může ovlivnit ekonomickou aktivitu a dosáhnout cenové stability.

Po vytvoření evropské měnové unie a zavedení jednotné evropské měny ke konvergenci úrokových sazeb skutečně docházelo (Graf 1). Jinými slovy, rozdíly v sazbách úvěrů nefinančním podnikům a hypoték skutečně klesaly. Tato konvergence probíhala z několika důvodů. Za prvé, společná měnová politika vedla k eliminaci rozdílů časové prémie (term premium) aktiv v eurozóně. Bankám, především v zemích jižního křídla eurozóny, se dále díky přístupu na společný mezibankovní trh snížily náklady financování. Dalším důvodem byla konvergence výnosů vládních dluhopisů, jejichž snížení se odrazilo také ve snížení nákladů vnějšího financování bank v jižních zemích.

Proces sblížení sazeb ale přerušila finanční krize v roce 2008, kdy investoři začali vnímat rozdíly mezi zeměmi, resp. jejich vládami a bankovními sektory. Objem mezibankovních půjček napříč zeměmi eurozóny začaly klesat (začalo docházet k fragmentaci bankovního sektoru), výnosy dluhopisů jižních zemí eurozóny a Irsko rostly a spolu s nimi i výnosy bankovních dluhopisů. Nárůst rozdílů mezi sazbami se zintenzivnil během dluhové krize v eurozóně. Jedna ze složek sazeb bank, riziko vládního selhání (defaultu), v periferních zemích rostla, zatímco v jádrových zemích klesala z důvodu útěku ke kvalitě (flight to quality). Další složkou, která vzrostla, je kreditní prémie, kdy riziko defaultu podniků vzrostlo v periferních zemích kvůli jejich nižšímu růstovému potenciálu, jenž byl dále snížen probíhající fiskální konsolidací. Objemy přeshraničních půjček na mezibankovním trhu nadále klesaly.

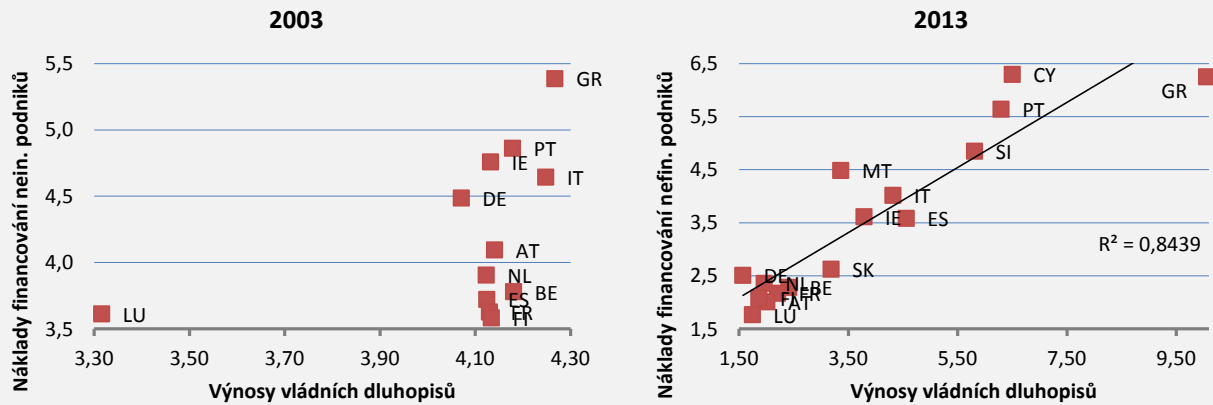


**Graf 1** Variační koeficient úrokových sazeb nových úvěrů v eurozóně

Zdroj: ECB

Pozn.: variační koeficient vyjadřuje podíl směrodatné odchylky a střední hodnoty veličiny. Zvýšení hodnoty tedy vyjadřuje divergenci očištěnou o změnu střední hodnoty sazeb.

<sup>1</sup> Autorem je Tomáš Adam (tomas.adam@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.



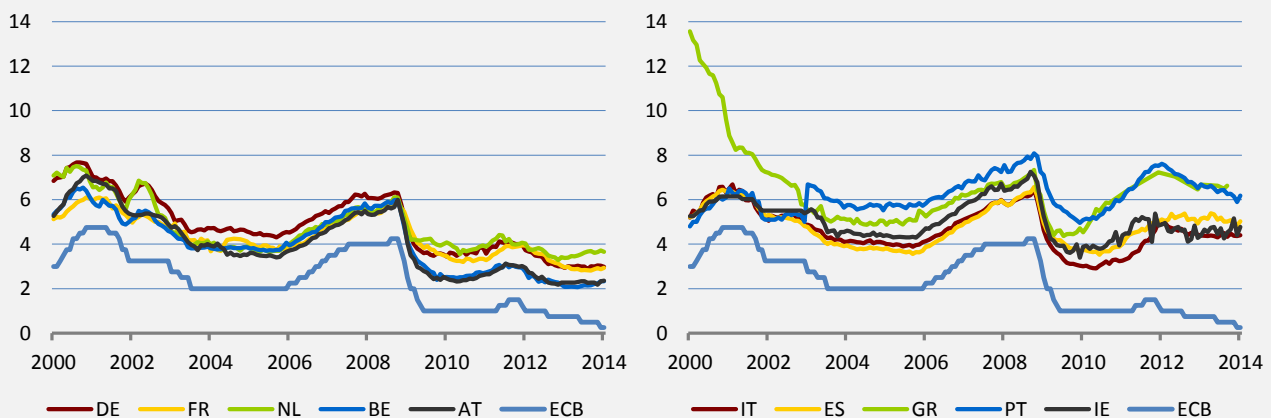
**Graf 2 Výnosy vládních dluhopisů a náklady financování nefinančních podniků**

Zdroj: ECB

Pozn. Celkové náklady financování počítá ECB vážením úrokových sazeb existujících úvěrů (v grafu jsou uvedeny roční průměry měsíčních dat). Výnosy vládních dluhopisů jsou převzaty z výnosů referenčních dluhopisů používaných pro konvergenční účely ECB.

Fragmentace bankovního sektoru měla za následek mj. to, že i přes snižování sazeb ECB od konce roku 2011 nedocházelo ke snižování úrokových sazeb v periferních zemích (Graf 3), což signalizuje, že transmisní mechanismus měnové politiky byl v těchto zemích narušen. Situace eskalovala v polovině roku 2012 v souvislosti s problémy bankovního sektoru ve Španělsku, které spustily obavu o udržitelnost fungování eurozóny. Na ní reagovala ECB svým prohlášením, že udělá vše pro zachování měnové unie („...the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro“<sup>2</sup>) a zavedením programu „Přímých měnových transakcí“ (Outright Monetary Purchases, OMT). To vedlo sice k určitému snížení výnosů vládních dluhopisů eliminováním složky možného rozpadu eurozóny (Cœuré, 2013), i přesto ale rozdíly sazeb klientských úvěrů zůstávají i v současnosti výrazné.

Vztah mezi náklady financování dluhů a vládními výnosy ilustruje Graf 2. Zde je vidět, že krátce po vzniku eurozóny bylo rozpětí ve výnosech vládních dluhopisů malé, stejně jako rozdíly v úrokových sazbách klientských úvěrů. Zajímavé je, že země s dnešními problémy již v té době čelily vyšším sazbám, ty byly nicméně pouze o něco vyšší než např. v Německu. Naproti tomu v roce 2013 (tedy po určitém uklidnění situace po představení programu OMT) bylo rozpětí velké a je zde vidět jasný vztah mezi výnosy a sazbami. Pro jeho interpretaci je ale nutné pamatovat na vzájemný vztah (endogenitu) mezi rizikovostí bank a vládních dluhopisů.



**Graf 3 Sazby nových úvěrů nefinančním podnikům, do 1 mil EUR**

Zdroj: ECB

Pozn. ECB = hlavní refinanční sazba ECB

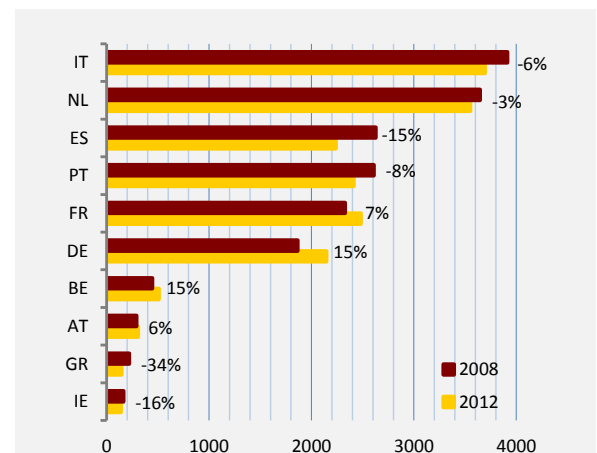
<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

## 2. Rozdíly finančních podmínek napříč sektory

Vysoké náklady financování postihují malé i velké podniky i domácnosti v periferních zemích eurozóny. Rozdíl těchto nákladů oproti jádrovým zemím se ale liší napříč sektory. Z makroekonomického hlediska je znepokojující především situace v sektoru malých a středních podniků (SME, tj. podniky s obrátem do 250 mil. eur a s méně než 250 zaměstnanci, Graf 4).

Graf 5 ilustruje rozdíl mezi sazbami nových úvěrů do 1 mil eur a nad 1 mil eur. Menší úvěry jsou přitom poptávány menšími podniky, u kterých bývá vyšší kreditní riziko a je tedy vyžadována vyšší riziková prémie. Z grafu je patrné, že rozdíly mezi velkými a menšími úvěry jsou v periferních zemích větší oproti jádrovým zemím a také že v poslední době spíše rostou. Vedle toho SME podniky nemají přístup na akciový trh nebo na trh s dluhopisy, proto jsou na bankovních půjčkách životně závislé. To je znepokojující, když si uvědomíme, že tyto podniky mají v eurozóně podstatný podíl na zaměstnanosti (v roce 2012 v sektoru SME v EU 27 pracovalo 87 milionů lidí) a největší růstový potenciál. Dalším znepokojujícím faktem je, že uvedená statistika je podhodnocená tím, že zachycuje pouze udělené úvěry. Nejsou zde tedy vidět sazby úvěrů, které nebyly vůbec uděleny nebo které byly odmítnuty žadatelem (kvůli nabídnutému vysokému úroku či přísným požadavkům na kolaterál).

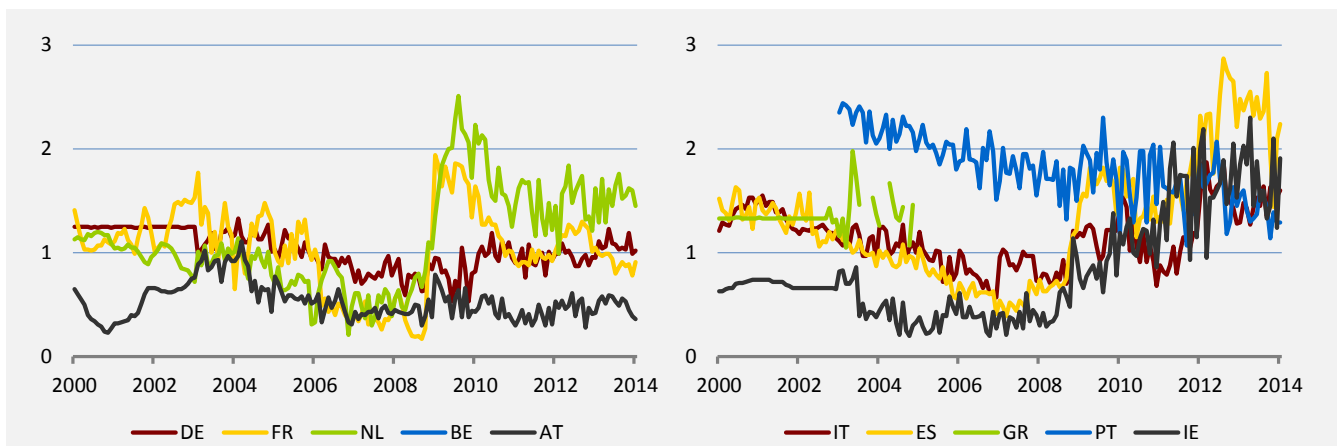
Sektor domácností je divergencí úrokových sazeb také postižen, ale v menší míře než sektor nefinančních podniků. Například spread na hypotéčních úvěrech mezi oběma částmi eurozóny je oproti spreadu na úvěrech podnikům nižší (Graf 6). Konečně sazby na spotřebních úvěrech ani před krizí příliš nekonvergovaly a stupeň divergence je také o něco nižší. Přesto v mnoha případech tyto sazby neodráží základní sazbu ECB.



**Graf 4 Počet malých a středních podniků (SME) ve sledovaných zemích**

Zdroj: Evropská komise

Pozn. počet v tis.; popisec sloupců představuje procentuální změnu počtu podniků mezi uvedenými roky



**Graf 5 Úvěry nefinančním podnikům, rozdíl mezi sazbou úvěrů nad 1 mil EUR a pod 1 mil EUR**

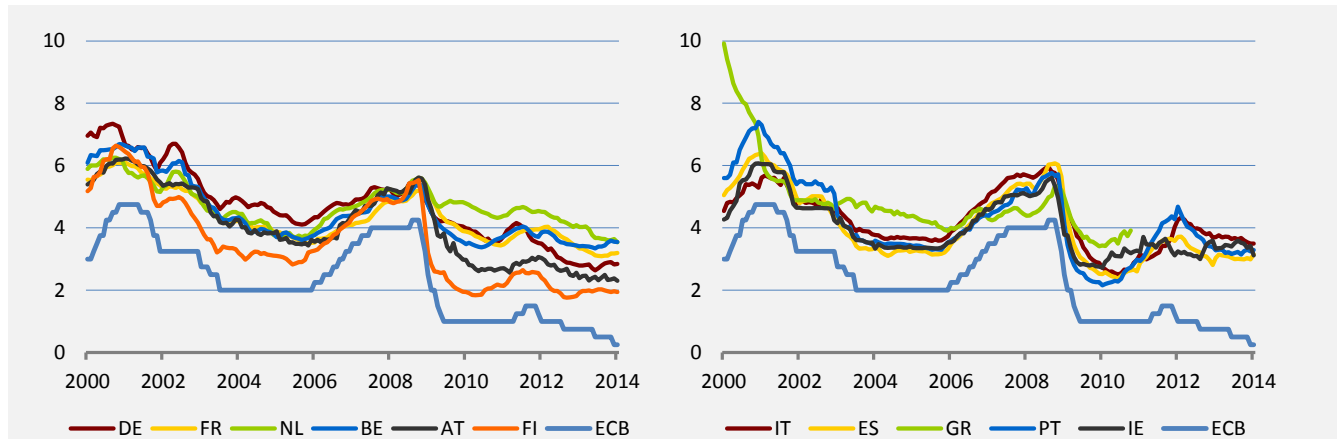
Zdroj: ECB

Pozn. ECB = hlavní refinanční sazba ECB

Shrneme-li dosavadní diskusi, úroky úvěrů poskytnutých malým a středním podnikům, tedy sektoru nejdůležitějšímu pro růst ekonomiky, jsou v periferních zemích oproti jádrovým zemím vysoké a často se nachází na předkrizových úrovních, kdy ekonomiky byly v růstové fázi hospodářského cyklu. Situace je ale horší ještě o to, že periferní země trpí nízkou inflací, resp. deflací, takže reálné měnové podmínky jsou pro ně ještě přísnější, než je patrné z uvedených grafů.

Vysoké sazby úvěrů se odráží ve vývoji objemu úvěrů (Graf 7). Jak je z grafu patrné, po vzniku eurozóny, kdy země čelily podobným nízkým sazbám, rostl objem úvěrů v periferních zemích rychleji než v jádrových. Tento vývoj se ale po krizi obrátil. Vysoké finanční náklady nejsou ovšem jedinou příčinou tohoto poklesu - musíme brát v úvahu deleveraging bank, defaulty v periferních zemích a nízkou poptávku firem po úvěrech. Na druhou stranu ale z průzkumů (např. (European Commission, 2013)) a anekdotické evidence (např. (Gordon, 2014)) vyplývá, že firmy často kvůli vysokým nákladům úvěry odmítají. To, že vysoké náklady odrážejí některé firmy od žádostí o ně, je možné pozorovat také na růstu využívání nebankovního

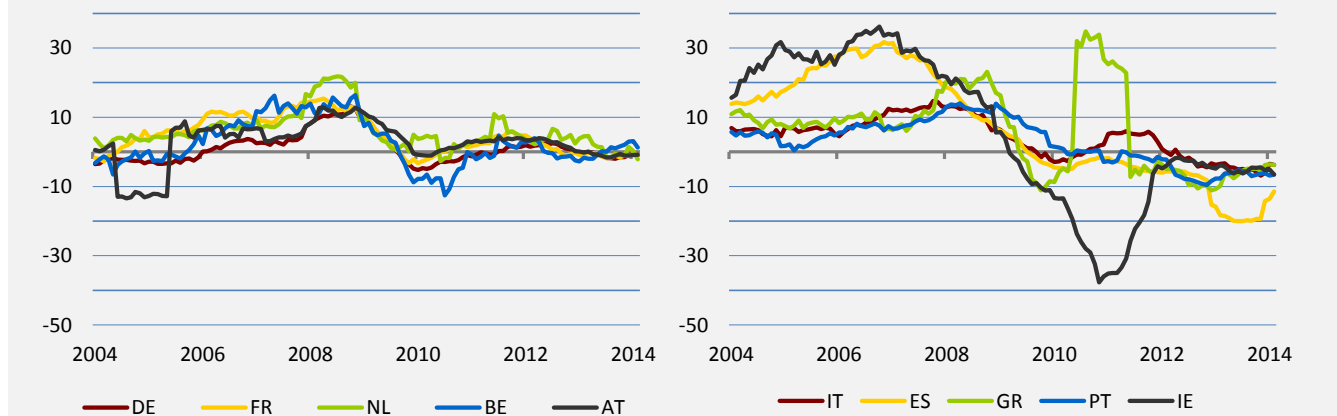
financování (např. P2P lending – přímé úvěrování nebo mini bonds v Itálii), i když jeho makroekonomický význam není příliš významný.



**Graf 6 Sazby nových úvěrů domácnostem na nákup nemovitosti**

Zdroj: ECB

Pozn. ECB = hlavní refinanční sazba ECB



**Graf 7 Meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům (%)**

Zdroj: ECB

Pozn. Pokles objemu úvěrů v Rakousku v roce 2004/2005 je dán efektem základny, kdy v květnu 2004 po vstupu sousedních zemí do EU došlo k denominaci úvěrů na nové členské země. Pozitivní nárůst v Řecku v roce 2010/11 je dán poskytnutí finanční pomoci podnikům (i státním) Řeckou vládou.

### 3. Další uvolnění měnových podmínek v periferních zemích eurozóny...

Z předešlé diskuse je patrné, že v eurozóně nastala paradoxní situace, kdy podniky v zemích v nízké fázi hospodářského cyklu čelí přísnějším měnovým podmínkám než státy v jádrových zemích, které jsou ve fázi oživení. Tato situace brání, nebo přinejmenším brzdí, oživení v periferních zemích, u nichž hrozí nebezpečí další reálné divergence od jádrových zemí. I přesto, že poptávka po nových úvěrech v této fázi cyklu není vysoká, potenciálně nižší náklady úvěrů by mohly vést k refinancování půjček podniků, což by se odrazilo na jejich hospodářských výsledcích a poté i v zaměstnanosti. Otázkou je, zda a do jaké míry má ECB do této situace zasahovat (např. Dombret, 2013). Velká část úrokového diferenciálu je totiž dána fundamenty a z historické zkušenosti je zřejmé, že velmi podobné sazby v měnové unii vedly k nadměrnému růstu úvěrů v některých zemích.

Jisté ale je, že případná snaha o další uvolňování měnových podmínek v periferních zemích si vyžádá použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky – už kvůli tomu, že základní sazba ECB je jen mírně nad nulovou hranicí, ale také kvůli narušenému transmisnímu mechanismu (ovlivnění klíčových sazeb úvěrů měnověpolitickou sazbou ECB) v jižních státech eurozóny. Hledání konsensu napříč zeměmi eurozóny je ale obtížné. Příkladem je program OMT ze srpna 2012, po němž došlo k výraznému poklesu výnosů dluhopisů periferních zemí a tedy i jedné z determinantů úrokové sazby podniků. Proti tomuto opatření ale vystoupilo Německo s tím, že kvůli případným nákupům dluhopisů ze strany ECB může tento program v konečném důsledku znamenat měnové financování vlád.

K dalšímu uvolnění vazby mezi státními dluhopisy a bankami by mělo přispět spuštění Bankovní unie. V současně odsouhlasené formě je ale otázkou, zda efekt na fragmentaci bankovního trhu bude výrazný, protože se spekuluje o důvěryhodnosti projektu a naplnění fondu SRM (Single Resolution Mechanism) bude

trvat 8 let. Nicméně, i kdyby se vazba mezi vládními dluhopisy a bankami přerušila, nedá se očekávat, že by se rozdíl v úrokových sazbách klientských úvěrů vrátil k předkrizovým hodnotám, protože kvůli nedávné zkušenosti investoři a banky vnímají více strukturální rozdíly mezi zeměmi a také jejich rozdílné možnosti růstu.

Jedním ze způsobů, jak k uvolnění měnových podmínek v současné situaci může přispět centrální banka, je působení na konečnou část transmisního mechanismu, tedy na snížení nákladů financování bank. Příkladem je program Funding for Lending Scheme ve Velké Británii (viz Box 1), kdy Bank of England (a v konečném důsledku ministerstvo financí) nese část kreditního rizika úvěrů podnikům. V eurozóně se o podobném opatření uvažuje, o čemž svědčí projevy prezidenta ECB o nakupech ABS derivátů (Draghi, 2014), kde by podkladovým aktivem byly úvěry malým a středním podnikům. Oproti BoE ale při případné implementaci musí ECB řešit otázku, kdo by byl konečným držitelem rizika. Trh s ABS produkty v eurozóně navíc po finanční krizi téměř neexistuje, a tak je použití tohoto nástroje problematické.

### Box 1. Funding for Lending Scheme (FLS)

Funding for Lending Scheme je program spuštěný ve Velké Británii v srpnu 2012, jehož cílem je povzbudit trh s úvěry pro domácnosti a soukromé podniky. Snazším přístupem k úvěrům by mělo dojít k vyšším investicím a spotřebě, což by mělo vést k vyšším příjmům a hospodářskému růstu. V rámci programu získávají banky a stavební spořitelny levné zdroje financování, které dále půjčují podnikům a domácnostem. Program měl původně skončit na konci roku 2014, byl ale o rok prodloužen.

Program byl spuštěn z důvodu výrazného poklesu úvěrů ve Velké Británii. V roce 2012 v souvislosti s eskalací dluhové krize navíc hrozilo, že vyšší náklady financování bank se přelijí do vyšších sazeb na klientských úvěrech, což by mělo pravděpodobně za následek další pokles objemu úvěrů a ekonomiky.

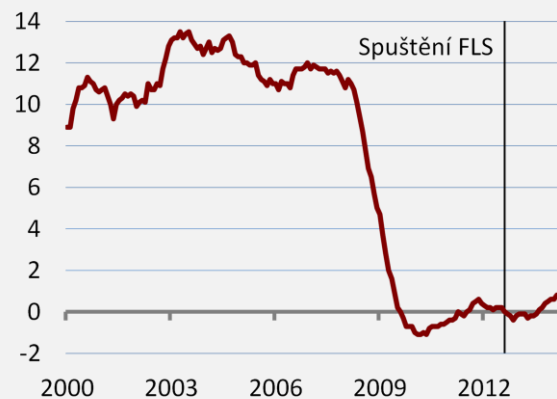
Prakticky program funguje tak, že BoE půjčuje oprávněným bankám vládní dluhopisy (UK Treasury Bills se splatností 9 měsíců) za nízký úrok. Ten, stejně jako objem půjčených dluhopisů, je závislý na přírůstku objemu poskytnutých úvěrů (tedy rozdílu nových a splacených úvěrů) komerční bankou. Půjčka může trvat až 4 roky a banka může Treasury Bills vrátit i dříve. Aby se BoE vyhnula případným ztrátám, půjčka je zajištěná a komerční banka může jako kolaterál použít celou řadu aktiv, včetně právě poskytnutých úvěrů, na které je uplatněn konzervativní haircut (snížení hodnoty kolaterálu).

Poskytnuté dluhopisy může komerční banka použít dále jako kolaterál pro půjčky na zajištěném trhu nebo při operacích na otevřeném trhu BoE. Může

jimi také substituovat svá likvidní aktiva.

O úspěšnosti programu se diskutuje. Přestože jeho výsledky považuje BoE a ministerstvo financí za pozitivní, růst úvěrů nebyl ani po zavedení FLS výrazný (Graf 8). Nesporné je, že program vedl k nižším nákladům financování, nemohl ale ovlivnit poptávku po úvěrech. Bez programu by ale růst úvěru mohl být ještě nižší.

Mezi produkty s nejvyšším nárůstem úvěrů byly hypotéky. Na to reagovala BoE tím, že od začátku roku 2014 již nedochází k financování hypoték a dalších půjček domácnostem, protože BoE považuje aktivitu na trhu s nemovitostmi za dostatečnou a další podpora tak již není potřeba.



Graf 8 Meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem ve Velké Británii (%)

Zdroj: ECB

### Zdroje:

Dombret, A. (2013-11-22). How to overcome fragmentation in the European financial market. Dostupné na [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2013/2013\\_11\\_22\\_dombret.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2013/2013_11_22_dombret.html)

Gordon, S. (2014-02-18). Give them some credit. *Financial Times*

European Commission (2013). Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area. Dostupné na <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

Cœuré, B. (2013-09-2). Outright Monetary Transactions, one year on. Dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130902.en.html>

Draghi, M. (2014-02-06). Introductory statement to the press conference (with Q&A). Dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140206.en.html>



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
<b>EA</b>	0,1	2014/4 2014/3	0,2	2014/4 2014/1	-0,1	2013/11 2013/5	0,1	2014/3 2013/12
<b>US</b>	-0,1	2014/4 2014/3	0,0	2014/4 2014/1	0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2014/3 2013/12
<b>DE</b>	0,1	2014/4 2014/3	0,1	2014/4 2014/1	-0,2	2013/11 2013/5	0,2	2013/12 2013/6
<b>JP</b>	-0,1	2014/4 2014/3	-0,3	2014/4 2014/1	0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2014/1 2013/11
<b>BR</b>	-0,2	2014/4 2014/3	-0,5	2014/4 2014/1	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/4 2014/3
<b>RU</b>	-0,7	2014/4 2014/3	-0,7	2014/4 2014/1	-1,3	2013/11 2013/5	-1,7	2014/4 2014/3
<b>IN</b>	0,0	2014/4 2014/3	0,0	2014/4 2014/1	-1,3	2013/11 2013/5	0,1	2014/4 2014/3
<b>CN</b>	-0,1	2014/4 2014/3	0,0	2014/4 2014/1	-0,2	2013/11 2013/5	0,1	2014/4 2014/3

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014

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

## A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

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

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

### 2014

	<b>č. GEVU</b>
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

### 2013

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

### 2012

	<b>č. GEVU</b>
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12

	č. GEVu
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraníční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

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