

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ZÁŘÍ

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2016



<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>Uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016</b>	<b>15</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**

16. září 2016

**Sběr dat CF**

12. září 2016

**Datum publikace GEVU**

23. září 2016

**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 první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF.

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> lubos.komarek@cnb.cz Garant I. Shrnutí VI. Zaostřeno na...	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	<b>Pavla Břizová</b> pavla.brizova@cnb.cz Editorka IV. Grafy výhledů kurzů	<b>Iveta Polášková</b> iveta.polaskova@cnb.cz II.1 Eurozóna	<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.2 Spojené státy II.4 Japonsko
<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz III.1 Čína III.2 Indie	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích		

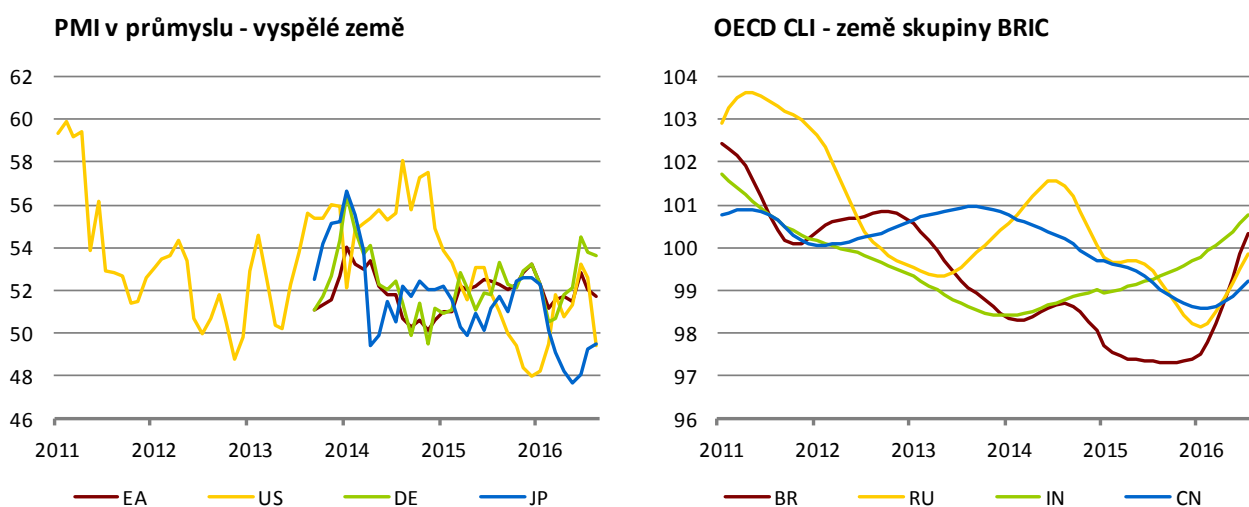
Záříjové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na problematiku uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí. Je zde poukázáno na tendenci, že k uzavírání mezery výstupu v současném období dochází nikoli v blízkosti 2% hodnoty inflace (odpovídající všeobecně přijímanému kritériu cenové stability), ale na hodnotách blízkých spíše nulové úrovni. Aktuální výhledy však signalizují<sup>1</sup> pozvolný návrat k předchozí praxi, kdy se mezera výstupu uzavírala přibližně při 2% spotřebitelské inflaci.

Výhledy meziročního hospodářského růstu eurozóny i Německa vykazují do konce roku 2017 sestupnou tendenci až k hodnotám mírně převyšujícím 1% dynamiku. Tempo růstu německého HDP se opět mezičtvrtletně zpomalilo a ve stejném duchu se vyvíjí i aktuální pokles předstihových ukazatelů Německa, ale i eurozóny (viz graf níže), které však stále zůstávají v optimistickém pásmu, tj. nad hodnotou 50. Nejsilnější ekonomika světa, Spojené státy, by letos měla vykazat téměř shodný hospodářský růst jako eurozóna. V případě USA však jde o pokles na pomyslném „žebříčku slávy“, neboť ještě před několika měsíci se zdálo, že si americká ekonomika udrží svůj „tradiční“ pozitivní růstový diferenciál nejen vůči Evropě, ale i Japonsku. Výhledy inflace nedoznaly oproti minulému měsíci větších změn, povětšinou byly potvrzeny, s výjimkou snížení pro americkou ekonomiku pro rok 2017 a japonskou pro oba sledované roky. Ekonomika USA by přesto měla zůstat jednou z mála vyspělých ekonomik, která příští rok docílí míru spotřebitelské inflace vyšší než „magická“ 2 %.

Výhledy růstu HDP zemí skupiny BRIC pokračovaly i v srpnu v již tradičně zcela rozdílných směrech. Na jedné straně dynamicky se vyvíjející indická ekonomika by měla v příštím roce zvýšit svůj výkon již skoro na dohled 8% tempa při neakcelerující inflaci. Tento pozitivní vývoj je doplněn, přes všechny známé peripetie, stále vysokým růstem čínské ekonomiky, byť se slabou tendencí k poklesu (k hodnotám mírně pod 6,5% hranicí) a snižujícím se inflačním výhledem, který by se po dlouhé době mohl dostat pod 2 %. Na druhé straně ruská a zejména brazilská ekonomika se letos s jistotou nevyhnu slumpflaci (hospodářský pokles doprovázený relativně vysokou inflací). Výhledy pro příští rok nicméně přinášejí oběma zemím naději na obnovení hospodářského růstu při hodnotách inflace lehce pod 5,5% úrovní.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají na velmi nízkých hodnotách, kde na kratším konci výnosové křivky zůstávají v záporných hodnotách, a stále bez náznaku jejich růstu do konce roku 2017. Nastavení míry nekonvenční měnové politiky však nebylo na posledním zasedání ECB prohloubeno a potažmo vedlo k návratu výnosu desetiletého dluhopisu do kladných hodnot, což by mohlo být pomyslnou „první vlašťovkou“ procesu normalizace evropské měnové politiky. V případě Spojených států lze předpokládat, že očekávané zvýšení úrokových sazeb americkým Fedem nastane spíše až ke konci letošního roku, tj. zřejmě ne na nejbližším zasedání. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu s rozdílnou intenzitou posílit vůči všem sledovaným měnám s výjimkou ruského rublu, vůči němuž zůstane zhruba stabilní. Tržní výhled cen ropy oproti minulému měsíci ukazuje na slabé zvýšení, tj. cena ropy by měla v horizontu konce roku 2017 jen lehce převýšit hranici 50 USD/b. Růst cen zemního plynu se na základě dlouhodobých kontraktů, které jsou indexovány k cenám ropy se zpožděním 6 až 9 měsíců, očekává až do konce letošního roku. Výhledy cen potravinářských komodit i průmyslových kovů ke konci roku 2017 se oproti minulému měsíci snížily.

## Předstihové ukazatele pro sledované země



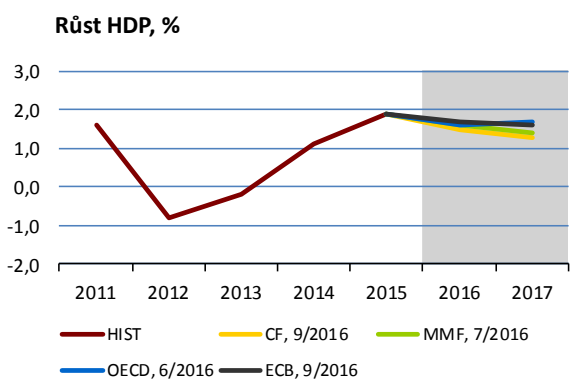
Zdroj: Bloomberg, Datastream

<sup>1</sup> Nicméně takto tomu bývalo i v polehmanovské minulosti, kdy se výhledy nestaly následně skutečností.

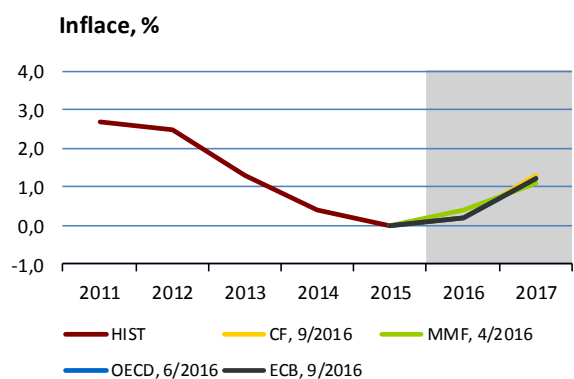
### II.1 Eurozóna

Po odeznění šoku z výsledku britského referenda se v srpnu zlepšil ZEW indikátor ekonomického sentimentu. Naopak ukazatele spotřebitelské a obchodní důvěry a průmyslového sentimentu z dílny Evropské komise se dále snížily a odráží tak neustále vysokou míru nejistoty. Průmyslová výroba v červenci oproti předchozímu měsíci meziročně výrazně klesla. Hlavní příčinou byl pokles v produkci energií a kapitálových statků. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se v srpnu opět snížil, když zpomalil růst produkce, tvorby pracovních míst a nových objednávek. Jeho hodnoty nicméně zůstávají v pásmu expanze. Z jednotlivých zemí se pod hranici 50 bodů stále nachází Francie, ke které se v srpnu namísto Řecka přidala Itálie. Neoptimističtější jsou pak nákupčí manažeři ohledně vyhlídek zpracovatelského průmyslu v Německu a Nizozemsku. Nezaměstnanost nadále stagnuje, i v červenci zůstala na úrovni 10,1 %. Maloobchodní tržby se v červenci meziročně zvýšily o 2,9 %, když navzdory stálému zhoršování spotřebitelské důvěry a umírněnému růstu mezd výrazně vzrostly všechny složky tržeb. ECB korigovala o 0,1 p. b. výhledy růstu pro letošní rok směrem nahoru, pro příští rok naopak směrem dolů. Naproti tomu zářijový CF predikci pro rok 2017 o 0,1 p. b. zvýšil.

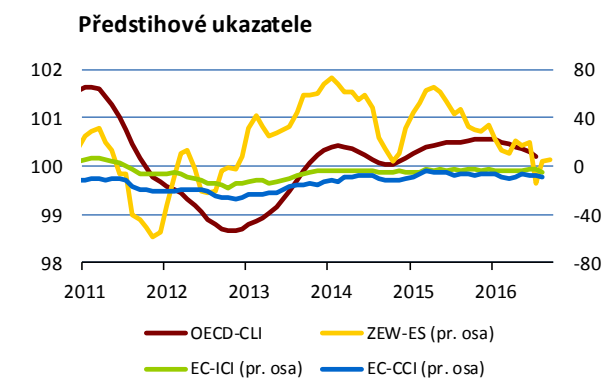
Inflace v srpnu stagnovala na hodnotě 0,2 %, a to i přes pokračující zmírňování poklesu cen energií, které však bylo vyváženo zpomalením růstu cen potravin, služeb a průmyslových výrobků. To se také projevilo ve snížení jádrové inflace (na 0,8 %). Ceny průmyslových výrobců v červenci opět zmírnily svůj meziroční propad (na -2,8 %), nicméně meziměsíční snižování tohoto propadu zvolnilo vlivem mírného poklesu cen v energetickém sektoru. Růst měnového agregátu M3 v červenci zpomalil na 4,8 %. ECB na svém zářijovém zasedání snížila výhled inflace pro rok 2017 o 0,1 p. b., nastavení nekonvenční měnové politiky ale nezměnila. Výnos německého desetiletého dluhopisu se díky tomu vrátil zpět do kladných hodnot. V ročním horizontu by měl vzrůst na 0,2 %, tedy o něco méně než naznačovaly předchozí predikce. Krátkodobé úrokové sazby by pak v ročním horizontu měly nadále nepatrně klesat.



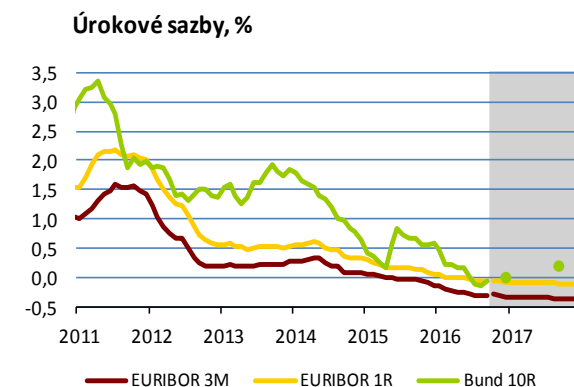
	CF	MMF	OECD	ECB
2016	1,5 →	1,6	1,6	1,7 ↗
2017	1,3 ↘	1,4	1,7	1,6 ↘



	CF	MMF	OECD	ECB
2016	0,2 →	0,4	0,2	0,2 →
2017	1,3 →	1,1	1,2	1,2 ↘



	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
6/16	100,3	20,2	-2,8	-7,2
7/16	100,2	-14,7	-2,6	-7,9
8/16		4,6	-4,4	-8,5



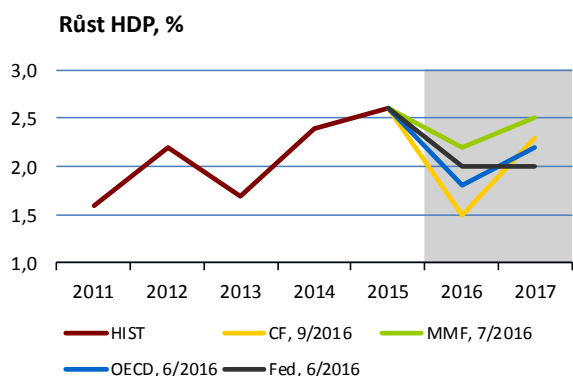
	08/16	09/16	12/16	09/17
3M EURIBOR	-0,30	-0,30	-0,32	-0,35
1Y EURIBOR	-0,05	-0,06	-0,07	-0,10
10Y Bund	-0,13	-0,05	0,00	0,20

## II.2 Spojené státy

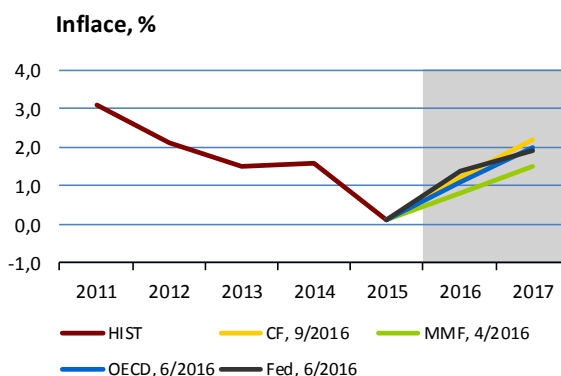
Aktuální výhledy americké ekonomiky ukazují na výraznější zpomalení v letošním roce, než se ještě před pár měsíci zdálo. Druhý odhad mezičtvrtletního anualizovaného růstu HDP pro druhé čtvrtletí dosáhl 1,1 %, tj. o 0,1 p. b. méně, než naznačoval první odhad. Revize odráží vyšší dovozy a nižší spotřebu vlády. Ve třetím čtvrtletí by však ekonomika měla výrazněji zrychlit. Aktuální výhled newyorského Fedu očekává růst ve výši 2,4 %. Hlavním zdrojem růstu bude i nadále soukromá spotřeba, což potvrzují i předstihové indikátory.

Na trhu práce došlo podobně jako v květnu k dočasnému zvolnění dynamiky. Srpnový přírůstek nových pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl pouhých 151 tis. (oproti očekávání 180 tis.). Míra nezaměstnanosti zůstala opět beze změny (4,9 %) stejně jako míra participace (62,8 %). Přestože důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board byla v srpnu nejvyšší za posledních 11 měsíců, maloobchodní prodeje zaznamenaly v témže měsíci mírný pokles. Také průmyslová produkce po červencovém kladném meziměsíčním přírůstku (0,7 %) v srpnu poklesla (o 0,4 %).

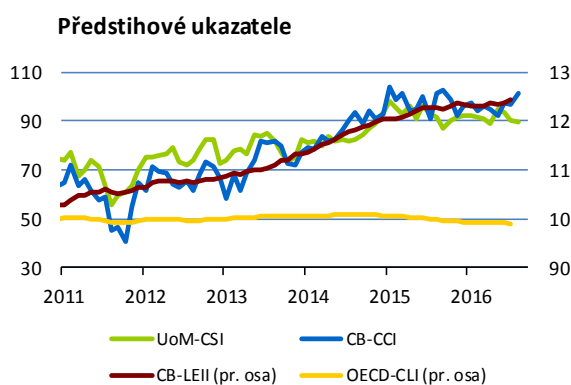
Meziroční inflace spotřebitelských cen v červenci mírně zpomalila, v srpnu se ovšem vrátila na 1,1 %. Pokračuje růst nájmů a nákladů na zdravotnickou péči, zatímco ceny paliv se snížily a růst cen potravin se poprvé za posledních šest let zastavil. Nové údaje z ekonomiky pak vedou ke spekulacím, že další zvýšení sazeb bude odhlasováno až na prosincovém zasedání Fedu. Ve prospěch vyšších sazeb v následujících měsících se vyjádřila také předsedkyně Yellenová na konferenci v Jackson Hole. Podle zářijového šetření CF očekává 81 % panelistů, že na zasedání 21. září ke zvýšení sazeb nedojde. Kurz amerického dolaru byl v posledních týdnech relativně stabilní, když finanční trhy čekaly na indicie o dalším směřování měnové politiky. Zářijový CF snížil pouze výhled inflace pro rok 2017, a to o 0,1 p. b.



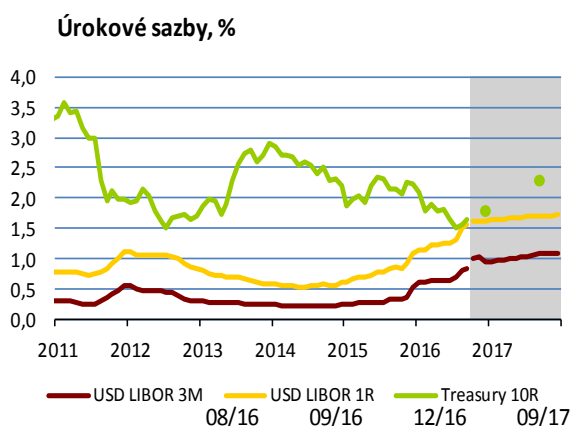
	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,5	2,2	1,8	2,0
2017	2,3	2,5	2,2	2,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,2	0,8	1,1	1,4
2017	2,2	1,5	2,0	1,9



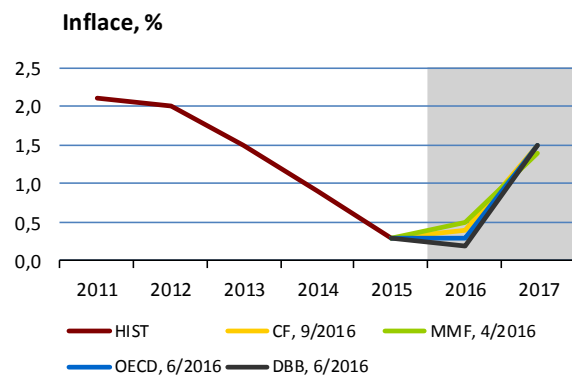
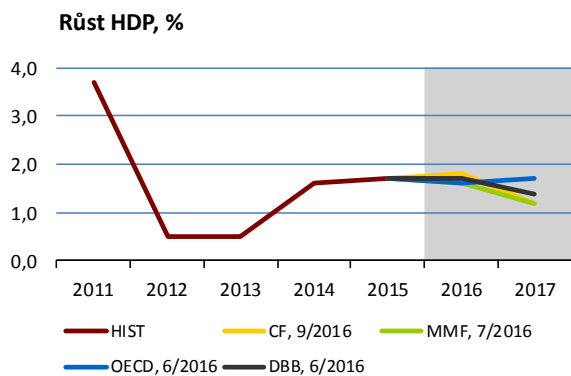
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
6/16	93,5	97,4	123,8	99,2
7/16	90,0	96,7	124,3	99,1
8/16	89,8	101,1		



	08/16	09/16	12/16	09/17
USD LIBOR 3M	0,81	0,84	0,94	1,08
USD LIBOR 1R	1,51	1,51	1,62	1,71
Treasury 10R	1,56	1,65	1,80	2,30

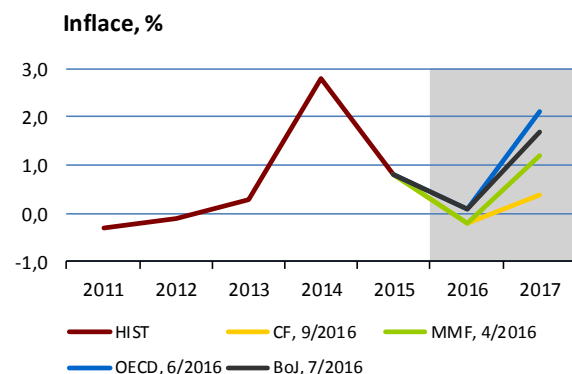
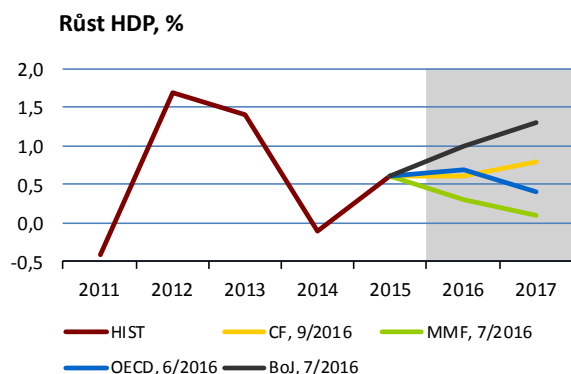
### II.3 Německo

Ve druhém čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky viditelně zpomalilo z 0,7 % na 0,4 %. To se prozatím lehce promítlo (o 0,1 p. b.) do meziročního pohledu na výkonnost německé ekonomiky, která však při svém 1,7% tempu vykazuje stále robustní dynamiku. Dosavadní příznivý ekonomický vývoj je provázen meziměsíčním i meziročním poklesem nezaměstnanosti a růstem zaměstnanosti. Německé ministerstvo financí očekává, že předpokládané tempo hospodářského růstu umožní dosáhnout mírného přebytku státního rozpočtu v letošním fiskálním roce. Podle odhadu zářijového CF bude robustní ekonomický růst vykázan i za druhou polovinu letošního roku, avšak očekávané zpomalování se projeví v poklesu z letošních 1,8 % až na 1,2 % v příštím roce. Hodnota srpnové inflace zůstala beze změny na úrovni 0,4 %. Zmírnění propadu cen energií bylo kompenzováno zpomalením růstu cen potravin a služeb. Za celý rok by inflace měla dosáhnout 0,4 % a v příštím roce pak vzrůst na 1,5 %.



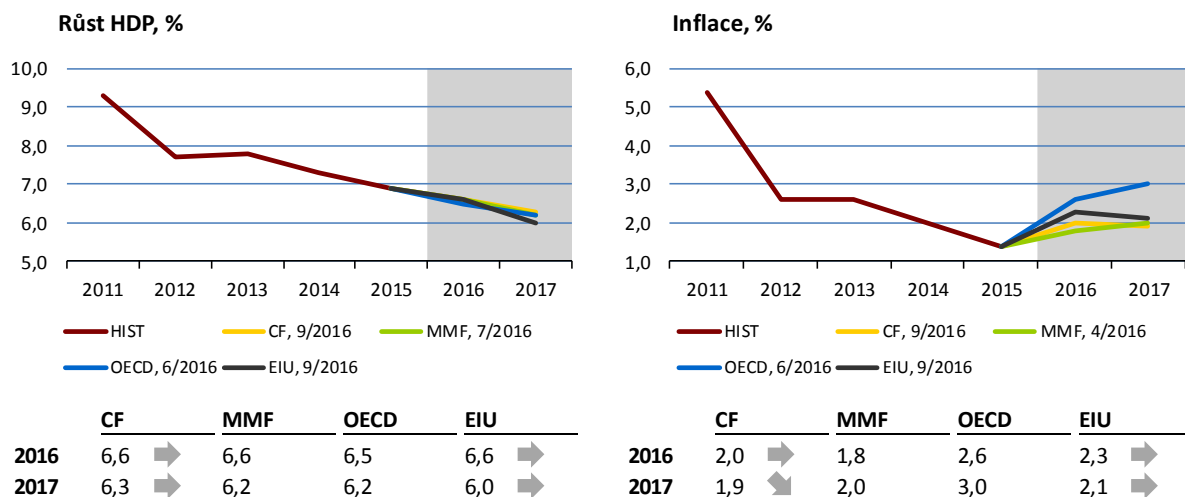
### II.4 Japonsko

Míra nezaměstnanosti v Japonsku klesla v červenci na nejnižší hodnotu za posledních 21 let (3 %) a ekonomika se tak přiblížila stavu plné zaměstnanosti. Přesto stále nedochází k nárůstu inflačních tlaků ani ke zrychlení ekonomiky. Celková inflace se v červenci opět propadla, stejně tak jádrová inflace bez cen potravin (na -0,5 % v obou případech). Ve druhém čtvrtletí ekonomika podle předběžných údajů prudce zpomalila, když mezičtvrtletní anualizovaný růst dosáhl pouhých 0,2 %. Hlavním důvodem byly nižší kapitálové investice a vývozy. Centrální banka mezitím připravuje souhrnné hodnocení efektů dosavadních podpůrných opatření a zopakovala připravenost ekonomiku dále podpořit. Guvernér Kuroda však poprvé připustil, že politika záporných sazeb může narušit finanční zprostředkování a poškodit důvěru v japonský bankovní sektor. Nový výhled CF zvýšil očekávání růstu HDP v roce 2016 o 0,1 p. b. Revize dolů se naopak dočkal výhled inflace, a to o 0,1 p. b. pro letošní rok a 0,2 p. b. pro rok příští.



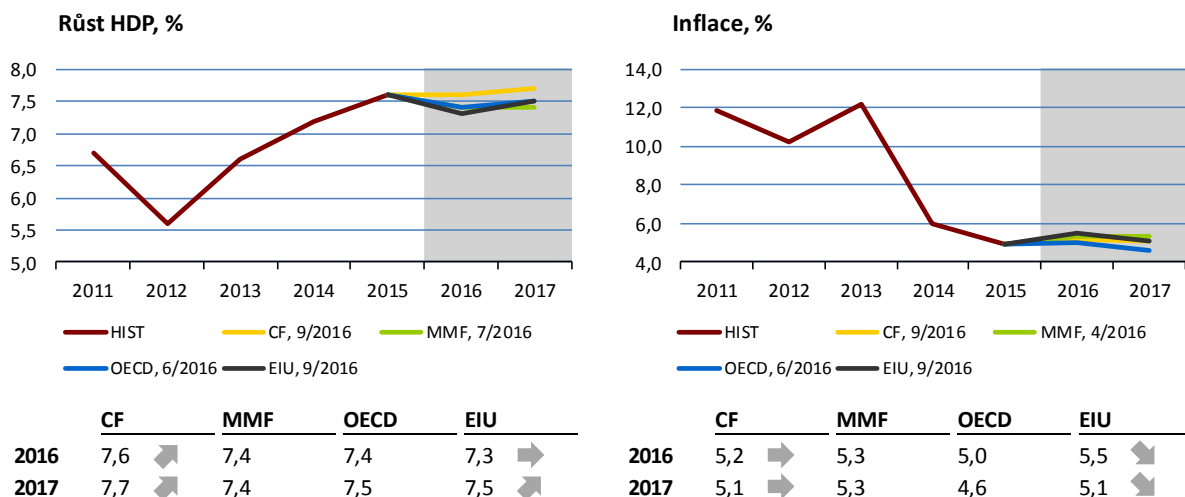
## III.1 Čína

Meziroční růst HDP Číny dosáhl ve druhém čtvrtletí 2016 hodnoty 6,7 %. V druhé polovině roku je pak očekáváno jeho mírné zpomalení, které bude pokračovat také v roce 2017. Znepokojivý je především již od roku 2012 klesající trend produktivity výrobních faktorů, k němuž přispěly masivní vládní investice do infrastrukturních projektů v reakci na globální finanční krizi. Celkově byl hospodářský růst po roce 2009 tažen masivní expanzí úvěrů a nynější zpomalení růstu je tak dáno také probíhajícím procesem snižování zadluženosti čínských podniků. Inflace spotřebitelských cen byla v srpnu utlumená, dosáhla pouze 1,3 %. Její výhled pro zbytek letošního roku i pro rok následující však ukazuje na mírné zrychlení. Měnový kurz renminbi vůči americkému dolaru od ledna 2014 oslabil již o 10 % a podle výhledu CF v ročním horizontu dále oslabí o bezmála 5 %. Hlavní faktor tohoto oslabování představuje odliv kapitálu, daný mimo jiné plánovaným zpřísněním měnové politiky ve Spojených státech.



## III.2 Indie

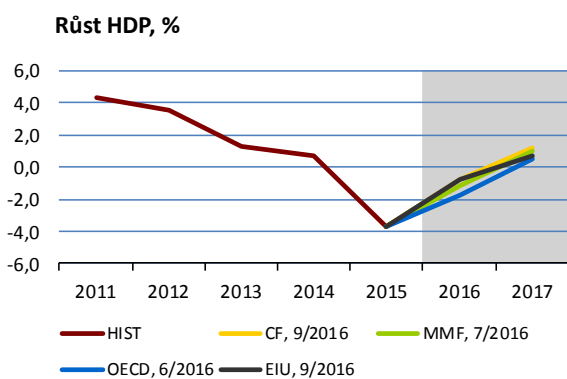
I přes zpomalení meziročního růstu HDP ve druhém čtvrtletí na 7,1 %, došlo v posledním měsíci ke zvýšení odhadů růstu (CF i EIU). Do roku 2017 by měl meziroční růst HDP zůstat stabilní okolo 7,5% úrovně. Soukromá spotřeba představuje hlavní faktor růstu, zatímco investice a export zvolňují. Pozitivně bude v letošním roce působit také zemědělská produkce, kterou podpořilo příznivé období monzunů. Výhled inflace zůstává stabilní mírně nad 5 %, tj. v cílovaném pásmu. Změna v čele Rezervní banky Indie není investory vnímána negativně. Předpokládá se pokračování měnové politiky v jejím dosavadním pojetí guvernéra Rajana, která byla trhy hodnocena spíše jako jestřábí. Měnový kurz rupie vůči americkému dolaru se po předchozím dlouhém období trendového oslabování v posledních měsících stabilizoval, mírné oslabení rupie je však pravděpodobné.



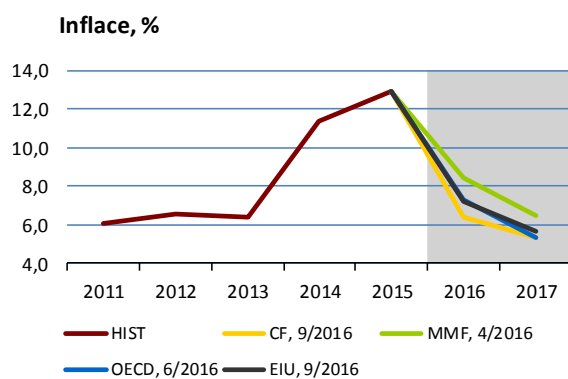


### III.3 Rusko

Podle prvního odhadu Rosstatu pokles HDP ve druhém čtvrtletí letošního roku zpomalil na 0,6 % meziročně. Navíc se výrazně zlepšila mezikvartální dynamika, kde oproti předchozímu čtvrtletí byl zaznamenán 7% růst. Průmyslová produkce v srpnu dosáhla kladného růstu jak meziročně (0,7 % oproti -0,3 % v červenci), tak meziměsíčně (1,2 % oproti 0,2 % v červenci). V srpnu také překonal 50bodovou hranici Markit PMI ve zpracovatelském průmyslu. PMI ve službách se sice snížil, ale zůstává bezpečně v pásmu expanze. Nový CF a EIU zatím ponechaly svůj výhled pro letošní rok beze změny (propad HDP o 0,8 %). Příští rok bude ekonomika růst 0,7–1,2% tempem. Inflace v srpnu dále klesala a nově dosáhla 6,9 % meziročně oproti 7,2 % v předchozím měsíci. Dle CF a EIU by se na konci letošního roku mělo tempo růstu spotřebitelských cen pohybovat v rozmezí 6,4–7,2 % a během dalšího roku zpomalit na 5,3–5,7 %.



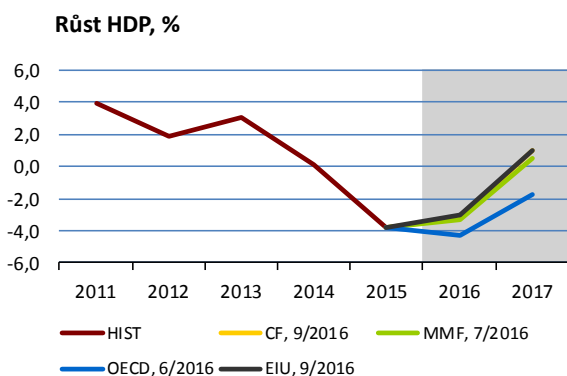
	CF	MMF	OECD	EIU
2016	-0,8 ➡	-1,2	-1,7	-0,8 ➡
2017	1,2 ➡	1,0	0,5	0,7 ➡



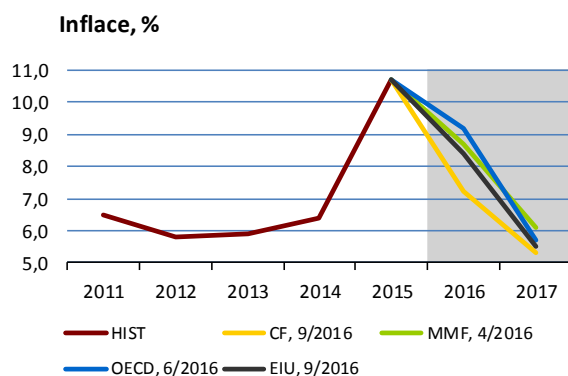
	CF	MMF	OECD	EIU
2016	6,4 ➡	8,4	7,3	7,2 ➡
2017	5,3 ➡	6,5	5,3	5,7 ➡

### III.4 Brazílie

Ve druhém čtvrtletí brazilská ekonomika meziročně poklesla o 3,8 %. Přestože byl aktuální vývoj o 0,1 p. b. horší, než se očekávalo, jedná se o výrazné zpomalení tempa propadu HDP (v prvním čtvrtletí dosáhl 5,4 %). Nejnovější krátkodobé makroekonomické a předstihové ukazatele ukazují na nejednoznačný vývoj. Zatímco index podnikatelské důvěry v srpnu vzrostl na hodnotu 51,5 (z předchozích 47,3), PMI ve zpracovatelském průmyslu a ve službách naopak poklesly. Souhrnný PMI se snížil o 2 body na hodnotu 44,4. V červenci se oproti předchozímu období prohloubilo tempo propadu průmyslové produkce (na -6,6 % meziročně) a dále vzrostla míra nezaměstnanosti (na 11,6 %). Index produktivity publikovaný brazilskou centrální bankou se naopak zlepšil. Záříjový CF zvýšil výhled růstu HDP pro letošní rok na -3,2 %. Výhled EIU zůstal na -3 %, ovšem už příští rok by měla ekonomika dosáhnout kladného růstu ve výši 1 %.<sup>2</sup>



	CF	MMF	OECD	EIU
2016	-3,2 ➡	-3,3	-4,3	-3,0 ➡
2017	1,0 ➡	0,5	-1,7	1,0 ➡

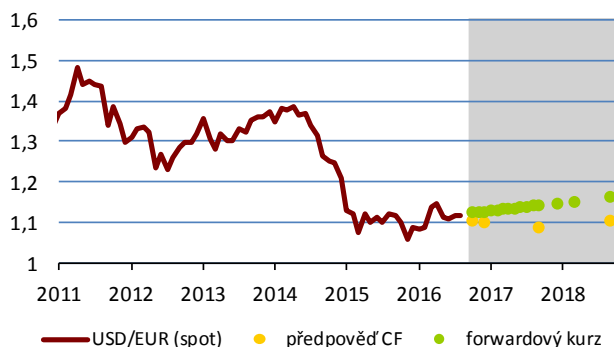


	CF	MMF	OECD	EIU
2016	7,2 ➡	8,7	9,2	8,4 ➡
2017	5,3 ➡	6,1	5,7	5,5 ➡

<sup>2</sup> Analýzu brazilské měnové politiky obsahuje záříjové vydání publikace „Monitoring centrálních bank“, viz [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/index.html).

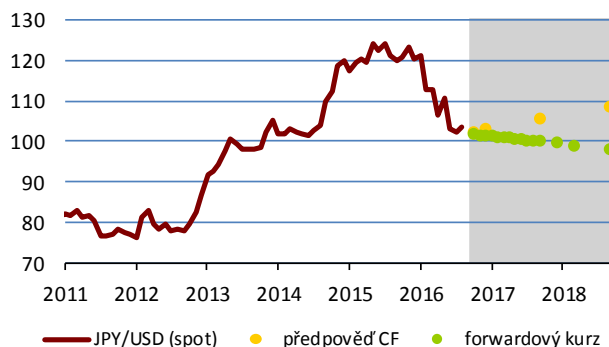
## IV. Grafy výhledů kurzů

Americký dolar (USD/EUR)



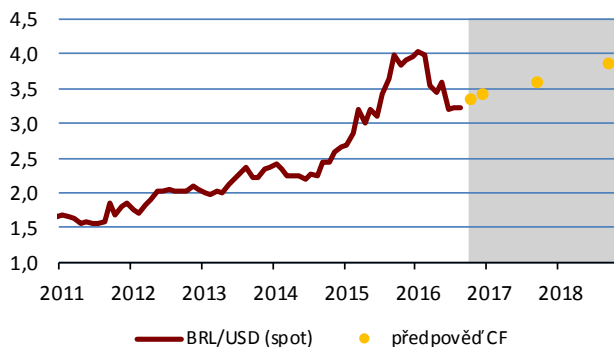
	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	1,122				
předpověď CF		1,104	1,101	1,087	1,106
forwardový kurz		1,125	1,128	1,142	1,164

Japonský jen (JPY/USD)



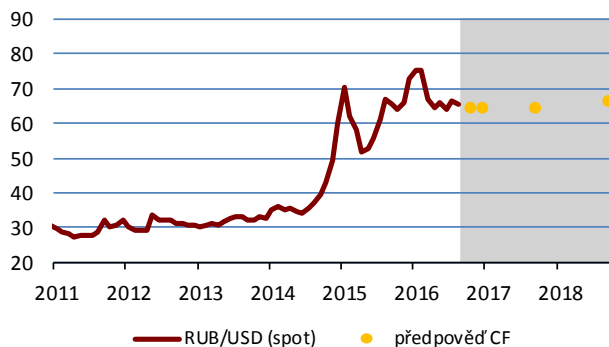
	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	101,9				
předpověď CF		102,1	102,9	105,8	108,7
forwardový kurz		101,7	101,5	100,1	98,0

Brazilský real (BRL/USD)



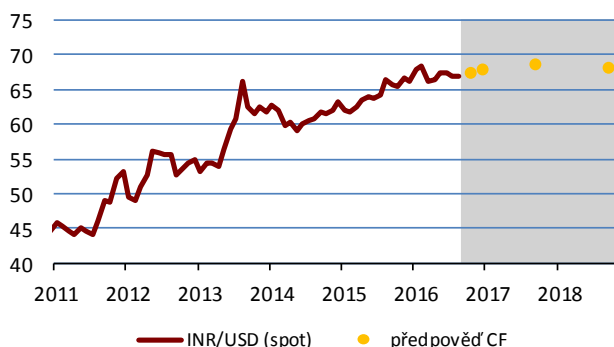
	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	3,286				
předpověď CF		3,339	3,414	3,580	3,858

Ruský rubl (RUB/USD)



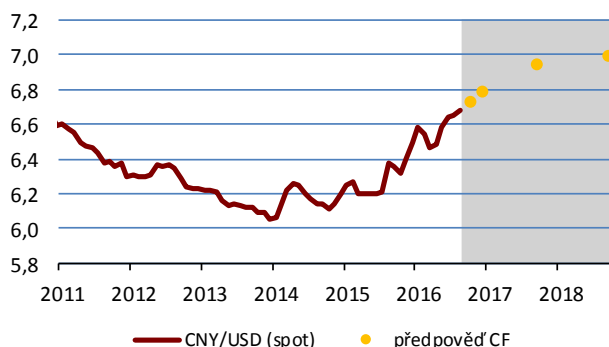
	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	64,70				
předpověď CF		64,38	64,34	64,47	66,41

Indická rupie (INR/USD)



	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	66,91				
předpověď CF		67,31	67,78	68,53	68,10

Čínský renminbi (CNY/USD)



	12/9/16	10/16	12/16	09/17	09/18
spotový kurz	6,680				
předpověď CF		6,733	6,784	6,946	6,996

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.

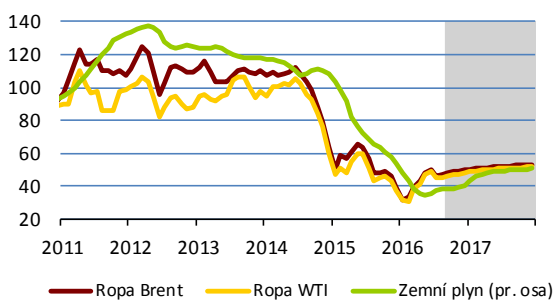
## V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent vzrostla během prvních tří srpnových týdnů ze čtyřměsíčního minima 42 USD/b nad 50 USD/b, když investoři po příznivých datech z USA (pokles zásob benzínu, trh práce) přestali spekulovat na další pokles cen ropy. Posléze k růstu cen přispěly i zprávy o plánované schůzce velkých producentů ropy v Alžírsku koncem září a svou roli sehrál i oslabující dolar. Koncem srpna však na trhu převládly opět obavy z fundamentálního přebytku ropy a její cena poklesla výrazně pod 50 USD/b, když obchodníci zohlednili růst zásob ropy a počtu nových vrtů v USA, silný růst těžby v zemích OPEC a v Rusku, rekordní vývoz pohonných hmot z Číny (a tedy tamní slabší domácí poptávku) a opět posilující dolar.

Dle tržní futures křivky by se cena ropy Brent měla do konce roku udržet pod 50 USD/b a poté pokračovat v pozvolném růstu na průměrných 52 USD/b v roce 2017. Stejnou hodnotu uvádí i aktuální předpověď EIA, která však od druhé poloviny příštího roku očekává zrychlení cenového růstu až na 58 USD/b v posledním čtvrtletí, což by mělo odrážet očekávaný rychlejší pokles globálních zásob za horizontem její prognózy. Předpověď zářijového CF pro roční horizont je s cenou 52,7 USD/b v souladu s tržní křivkou. Cena WTI by dle EIA měla být o cca 1 USD/b nižší.

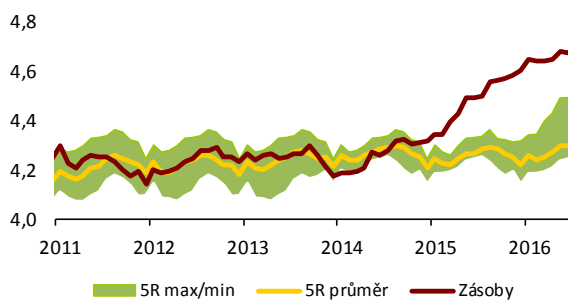
Cena zemního plynu klesala zejména v Evropě kvůli permanentnímu převisu nabídky a rostoucím zásobám. V USA ceny stagnovaly, když větší poptávka elektráren kvůli vysokým letním teplotám a díky nízké ceně plynu vedla k podprůměrnému tempu plnění zásobníků. Ty byly po extrémně teplé zimě nezvykle plné, ale v současnosti jsou v nich zásoby již jen o 7,5 % vyšší než loni a o 10,9 % vyšší než pětiletý průměr. Růst cen uhlí, trvající od dubna, se v srpnu zastavil.

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

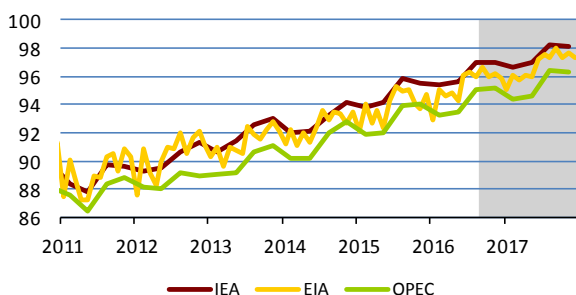


	Brent	WTI	Plyn
2016	44,68 ↘	42,95 ↘	156,78 ↘
2017	51,92 ↗	50,50 ↗	185,50 ↗

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

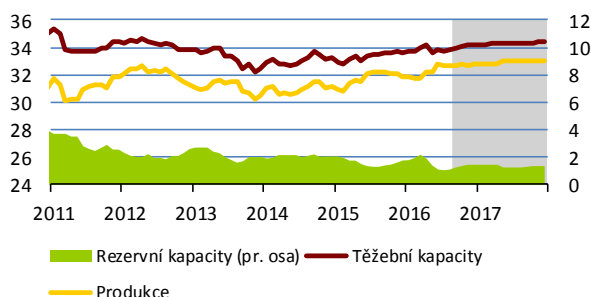


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2016	96,25 ↘	95,36 ↘	94,25 ↘
2017	97,49 ↗	96,78 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2016	32,41 ↘	33,91 ↘	1,50 ↘
2017	32,95 ↘	34,30 ↘	1,35 ↗

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD / 1000 m<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. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).  
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

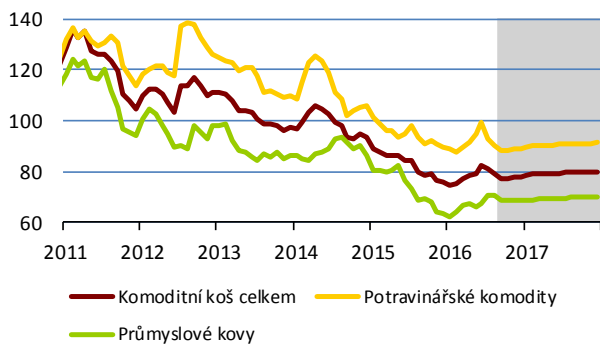
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit pokračoval v poklesu i v srpnu a první polovině září. Obdobný vývoj zaznamenal i index cen potravinářských komodit. Index cen průmyslových kovů v srpnu stagnoval na červencové hodnotě, ale v první polovině září rovněž poklesnul. Výhled cen potravinářských komodit je do konce roku rostoucí, když zejména u zrnin (s výjimkou sóji) se očekává korekce předchozího poklesu. Ceny základních kovů by měly více méně stagnovat na současných hodnotách.

Pokles cen zemědělských komodit pramenil zejména z poklesu cen zrnin díky jejich očekávaným vysokým zásobám po letošní sklizni v důsledku pokračujícího příznivého počasí v USA. USDA však zvýšila i odhady sklizni pšenice v Rusku, Kazachstánu a na Ukrajině, což kompenzovalo očekávaný silný pokles úrody v EU. Cena pšenice tak opět výrazně poklesla a dostala se na desetileté minimum. Klesaly i ceny hovězího a vepřového masa, přičemž u vepřového se jednalo o sezonní vývoj.

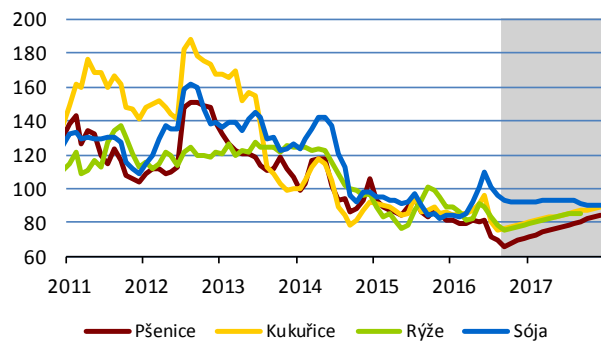
Vývoj cen základních kovů byl smíšený. Proti jejich zvyšování působilo snížení meziročního tempa růstu průmyslové produkce v Číně z 6,2 % v červnu na 6 % v červenci. Naopak pokračující růst cen na čínském trhu nemovitostí v červenci ceny kovů podporoval. Nejvíce poklesla cena mědi, a to zejména kvůli skokovému růstu zásob na LME (meziměsíčně o 40 %). Mírně poklesla i cena hliníku, ceny ostatních kovů spíše rostly. Cena železné rudy po předchozím růstu stagnovala, když ji na vyšších hodnotách udržel meziročně vyšší dovoz do Číny v prvních osmi měsících letošního roku i růst produkce oceli v červenci, a to jak globálně, tak zejména v Číně. Výhled cen železné rudy je klesající.

### Indexy cen neenergetických komodit



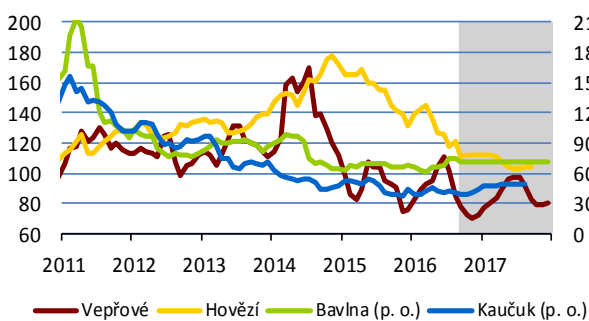
	Celkem	Potraviny	Kovy
2016	78,1	90,8	67,4
2017	79,4	90,8	69,6

### Potravinářské komodity



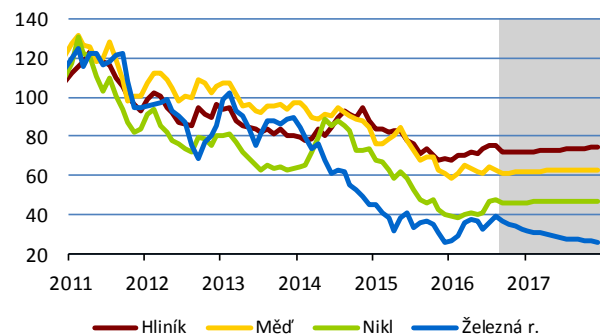
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2016	75,0	83,2	82,6	93,5
2017	78,1	84,9	83,2	92,1

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2016	88,0	125,0	68,9	41,1
2017	86,3	107,0	71,8	48,3

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2016	71,9	62,0	43,1	34,4
2017	73,2	62,4	46,6	28,6

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

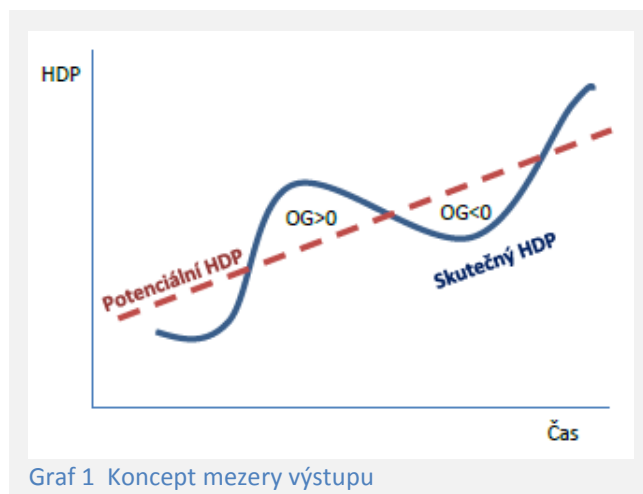
## Uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí<sup>3</sup>

Cílem tohoto článku je optikou nejvyspělejších zemí světa (členské země OECD) pohlédnout na uzavírání mezery výstupu zejména v polehmanovském nízkoinflačním prostředí. Článek ukazuje, že v předkrizovém období byla mezera výstupu nejčastěji uzavírána na hodnotách inflace blízkých 2 %, tedy při cenové dynamice odpovídající definici cenové stability v mnoha rozvinutých zemích. V posledním období však byla mezera výstupu nejčastěji uzavírána při hodnotách spotřebitelské inflace velmi blízkých nule. Současné výhledy vývoje mezery výstupu a inflace signalizují pozvolný návrat k předchozí praxi, kdy se mezera výstupu uzavírala přibližně při 2% spotřebitelské inflaci.

### 1 Fenomén mezery výstupu

Mezera výstupu (*output gap*, OG), tj. rozdíl mezi skutečně vytvořeným HDP a tzv. potenciálním produktem ekonomiky, je jedním ze základních aplikovaných konceptů makroekonomie, potažmo hospodářské politiky (Graf 1). Mezera výstupu v koncentrované podobě poskytuje cenné informace o existenci či absenci poptávkových tlaků v ekonomice. Pokud se skutečný produkt pohybuje viditelně nad svou potenciální hodnotou, tedy nastává kladná mezera výstupu, mají ceny tendenci růst. V opačném případě, kdy se skutečný produkt nachází zřetelně pod svou potenciální hodnotou, mají ceny tendenci klesat a hovoříme o existenci záporné mezery výstupu. Její výpočet je obvykle získáván dle vztahu (1):

$$OG = \frac{HDP_t^{\text{skutečný}} - HDP_t^{\text{potenciální}}}{HDP_t^{\text{potenciální}}} \cdot 100 \quad (1)$$



Graf 1 Koncept mezery výstupu

Potenciální produkt<sup>4</sup> si lze představit jako takovou úroveň reálného HDP, která může být vyrobena a prodána bez dodatečných tlaků na změnu cenového vývoje. Komplikací při výpočtu mezery výstupu je přímá neměřitelnost a nepozorovatelnost potenciálního produktu, který může být pouze odhadnut. Nejčastěji je získáván buď pomocí odhadu tzv. produkční funkce<sup>5</sup>, nebo pomocí aplikace různých filtrovacích postupů.<sup>6</sup>

Velikost mezery výstupu je ovlivňována zpožděnými efekty minulého vývoje ekonomické aktivity, nastavením úrokové a kurzové složky měnových podmínek centrální bankou, fiskální politikou vlády a vývojem ekonomického prostředí v zahraničí, které je významným exogenním faktorem zejména pro malé otevřené ekonomiky. Uvolněné měnové podmínky, expanzivní fiskální politika či kladná zahraniční mezera výstupu působí ve směru růstu domácí mezery výstupu. Pokud je mezera výstupu zároveň kladná, tak dané faktory působí na růst domácích cen. Naopak měnová a fiskální restrikce nebo hospodářský pokles významných obchodních partnerů domácí ekonomiky působí na pokles domácí mezery výstupu.

### 2 Vývoj mezery výstupu zemí OECD od počátku nového milénia

Členské země Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) tvoří v současné době 34 nejrozvinutějších zemí světa, které přijaly principy demokracie a tržní ekonomiky. Jejich ekonomická síla vytváří zhruba 2/3 světového HDP s nejvyšším podílem Spojených států, následovaných Japonskem a Německem, viz Graf 2.

<sup>3</sup> Autorem článku je Luboš Komárek (lubos.komarek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou autora a neodráží nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

<sup>4</sup> V ekonomické literatuře existují dvě základní pojetí mezery výstupu, které pramení z rozdílného chápání potenciálního produktu. První přístup chápe potenciální produkt jako ze střednědobého horizontu takovou výši produktu, při které nedochází k akceleraci, resp. zvyšování inflace. Druhý přístup chápe potenciální produkt jako dlouhodobě maximální dosažitelný produkt, který je omezen technickými bariérami využití kapacit.

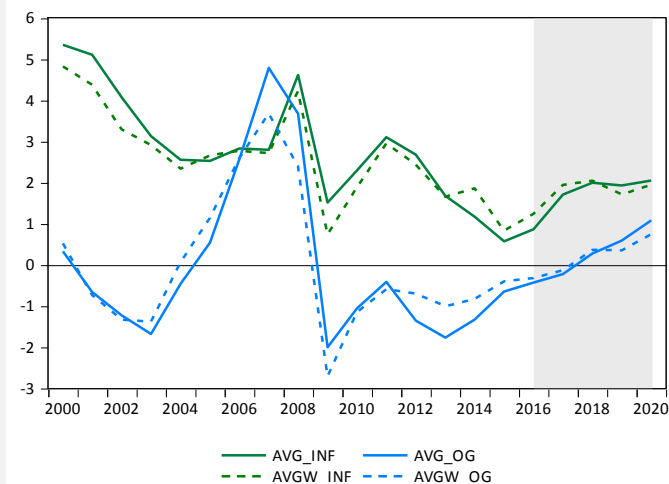
<sup>5</sup> Nejčastěji pomocí tzv. Cobb-Douglasovy produkční funkce,  $Q = AL^\alpha K^\beta$ , kde Q je objem celkové produkce (peněžní hodnota všech statků vytvořená za dané období), L je faktor práce, K je faktor kapitálu a A vyjadřuje souhrnnou produktivitu faktorů;  $\alpha$  a  $\beta$  jsou elasticity výstupu práce a kapitálu, tyto parametry jsou určené dostupnými technologiemi. Tyto koeficienty leží v intervalu (0;1) a jsou většinou odhadovány na základě statistických dat z minulosti.

<sup>6</sup> Filtrováním se zde rozumí metoda, jak z časové řady reálného HDP získat ty komponenty, které mají úzký vztah k cenovému vývoji. Filtrovací přístupy zahrnují jak jednorozměrné přístupy (např. Hodrick-Prescottův filtr, Band-Pass filtr atd.), tak i sofistikovanější vícerozměrné přístupy (Kálmánův filtr). Nevýhodou zejména jednorozměrných filtrovacích přístupů je existence určitého vychýlení na počátku a zejména konci dané časové řady.

Vývoj průměrné mezery výstupu napříč jednotlivými zeměmi OECD od počátku nového milénia s výhledem do roku 2020, a to jak nevážené, tak vážené ekonomickou významností jejich členů, přináší Graf 3. Mezera výstupu zde byla získána předchozí filtrací reálného HDP pomocí Hodrick-Prescottova filtru s použitím (1)<sup>7</sup>.

Z Grafu 3 je viditelná jak předkrizová téměř celosvětová hospodářská konjunktura, kdy průměrná mezera výstupu byla výrazně kladná, tak i bolestné následky finanční krize eskalující ve druhé polovině roku 2008 po pádu americké investiční banky Lehman Brothers. Od té doby nicméně dochází k trendovému uzavírání mezery výstupu zemí OECD, byť s dočasným poklesem v průběhu roku 2013. Rozdíly mezi mezerou výstupu nezohledňující a zohledňující ekonomickou sílu členských zemí OECD ukazují, že „v realitě“ (vážená hodnota) je a do konce roku 2018 bude mezera výstupu uzavřenější, než ukazují průměrné nevážené hodnoty.

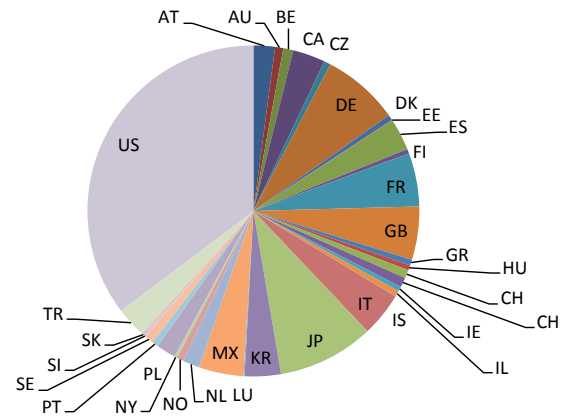
Vývoj mezery výstupu bývá z makroekonomického pohledu často srovnáván s vývojem spotřebitelské inflace. Opět, jako v případě mezery výstupu pro členské země OECD, je v Grafu 3 zobrazena nevážená a vážená míra spotřebitelské inflace, přičemž váhy jsou stanoveny dle ekonomické síly jednotlivých členských zemí OECD. Od roku 2013 až do současnosti dochází k nové tendenci, kdy je průměrná mezera výstupu uzavírána při stále nižší inflaci. Tento poznatek je rovněž patrný z jednotlivých částí Grafu 4, kde jsou s časovým odstupem 5 let vyneseny hodnoty mezery výstupu a spotřebitelské inflace pro země OECD. Tyto informace jsou doplněny vykreslením tzv. jádrové distribuce (*kernel density*)<sup>8</sup>, která je zobrazena u



Graf 3 Průměrná výše mezery výstupu a spotřebitelské inflace zemí OECD v létech 2000–2020 (v %)

Zdroj: EIU (*The Economist*), vlastní výpočty

Pozn.: Mezera výstupu je publikována např. i OECD, nicméně s pouze cca ročním výhledem do budoucna. Z důvodu pokrytí delšího období do budoucna byl zvolen vlastní propočít mezery výstupu na bázi Hodrick-Prescottova filtru. AVG\_INF představuje průměrnou spotřebitelskou inflaci zemí OECD, AVGW\_INF pak inflaci váženou ekonomickou významností dané země ve skupině zemí OECD. Obdobně pak AVG\_OG představuje průměrnou mezeru výstupu napříč zeměmi OECD a AVGW\_OG pak mezeru výstupu váženou opět ekonomickou významností jednotlivých zemí v daném uskupení. Šedá plocha vyznačuje predikce vývoje daných veličin k srpnu 2016 dle EIU.



Graf 2 Podíl jednotlivých zemí na ekonomické síle OECD

Zdroj: OECD

Pozn.: Procentní podíly vypočteny z dat o HDP za rok 2014. AT – Rakousko, AU – Austrálie, BE – Belgie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DE – Německo, DK – Dánsko, EE – Estonsko, ES – Španělsko, FI – Finsko, FR – Francie, GB – Velká Británie, GR – Řecko, HU – Maďarsko, IE – Irsko, IL – Izrael, IS – Island, IT – Itálie, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, LU – Lucembursko, MX – Mexiko, NL – Nizozemsko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, PT – Portugalsko, SE – Švédsko, SI – Slovinsko, SK – Slovensko, TR – Turecko, US – Spojené státy.

obou os Grafu 4. Z vybraných pětiletých časových snímků v předchozím období vyplývá, že v předchozím období byla mezera výstupu nejčastěji uzavírána na hodnotách blízkých 2 %, což je cenová dynamika odpovídající představě o cenové stabilitě v rozvinutých zemích. V posledním období (v Grafu 4 ilustrováno daty za rok 2015) však byla mezera výstupu uzavírána nejčastěji při hodnotách spotřebitelské inflace velmi blízkých nule.

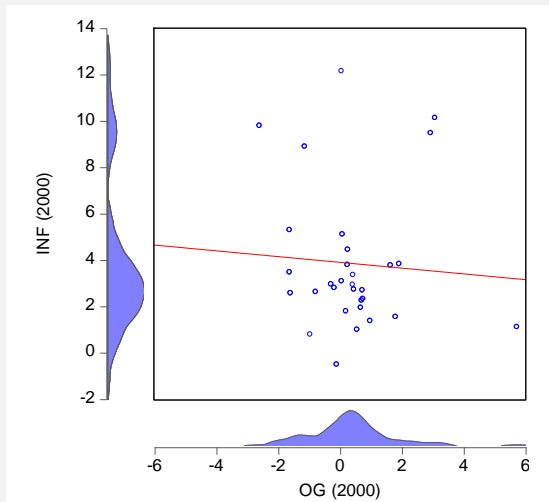
Grafy 5 a 6 doplňují pohled na minulý a předpokládaný vývoj mezery výstupu a inflace optikou několika dalších kritérií. První sleduje v čase počet zemí, které měly v daném roce kladnou mezeru výstupu, resp. počet zemí, jejichž mezera výstupu nebyla záporná o více než 0,5 p. b. (Graf 5). Tyto informace lze spárovat s tím, kolik zemí v daných letech vykázalo spotřebitelskou inflaci vyšší než 2 %<sup>9</sup>, případně kolik zemí vykázalo deflační vývoj (Graf 6). Výhledy pro následující zhruba pětileté období přinášejí uzavírání mezery výstupu téměř u všech členských zemí OECD, byť míra inflace vyšší než 2 % bude vykázána pouze u méně než poloviny z nich.

<sup>7</sup> Vyhlažovací koeficient  $\lambda = 100$  (doporučovaná hodnota pro roční frekvenci časových řad, viz Backus a Kehoe, 1992).

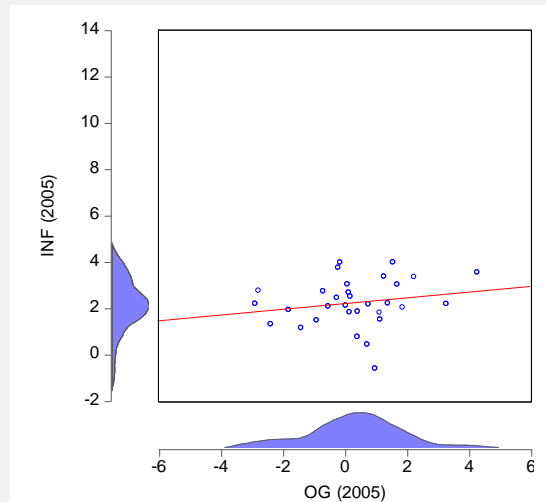
<sup>8</sup> Jádrová distribuce je přizpůsobeným histogramem, ve kterém jsou "sloupce" ve standardním histogramu nahrazeny vyhlazenou křivkou, viz Silverman, (1986).

<sup>9</sup> Tj. úroveň inflace odpovídající definici cenové stability u většiny vyspělých zemí.

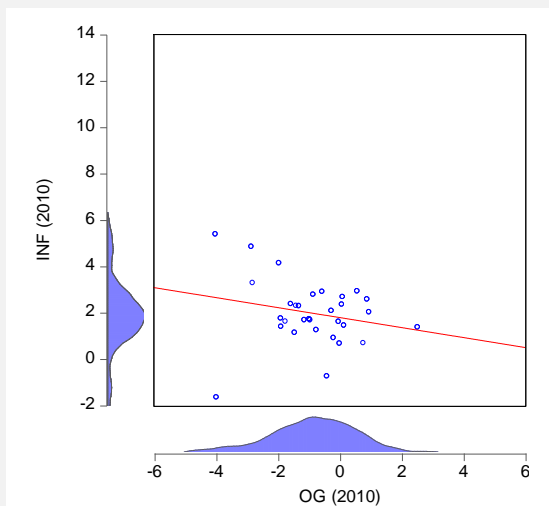
a) rok 2000



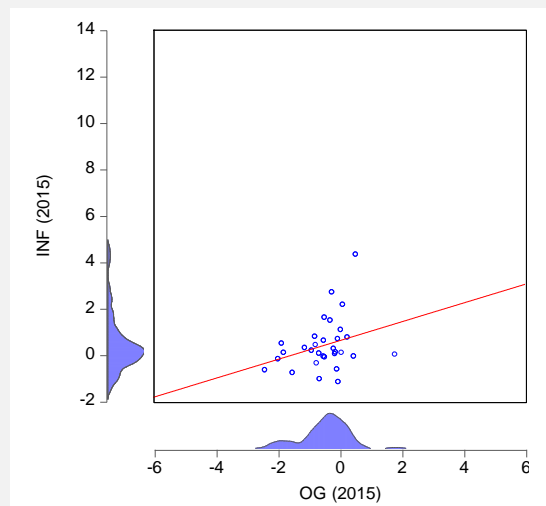
b) rok 2005



c) rok 2010



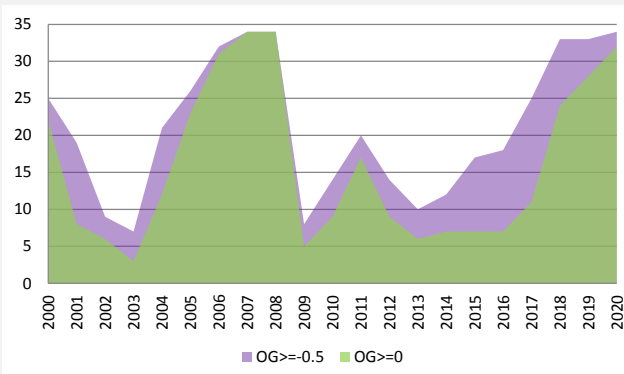
d) rok 2015



Graf 4 Velikost mezey výstupu a spotřebitelské inflace pro země OECD (v %)

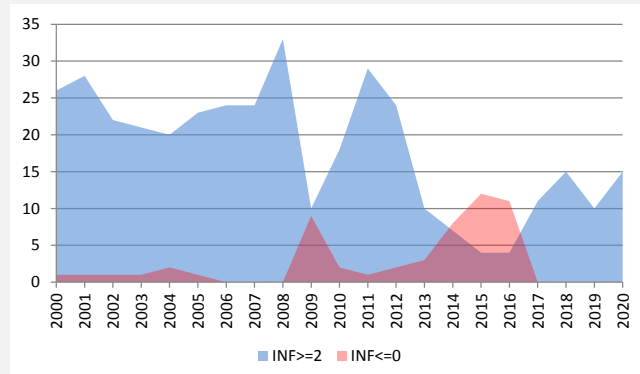
Zdroj: EIU (The Economist), vlastní výpočty

Pozn.: INF označuje spotřebitelskou inflaci a OG mezeru výstupu pro jednotlivé země OECD v daném roce, tj. 2000, 2005, 2010 a 2015. U obou os je dále vynesena tzv. jádrová hustota (kernel density). Z 34 členských zemí OECD byla pro přehlednost grafického znázornění vyřazena pozorování pro Turecko (hyperinflace na počátku nového milénia) a Estonsko (silné dopady světové finanční krize do mezey výstupu).



Graf 5 Počty zemí OECD s kladnou nebo nepatrně zápornou a vyšší mezerou výstupu (2000–2020)

Zdroj: OECD a EIU (The Economist)



Graf 6 Počty zemí OECD s vyšší než 2% inflací nebo s nulovou a nižší inflací (2000–2020)

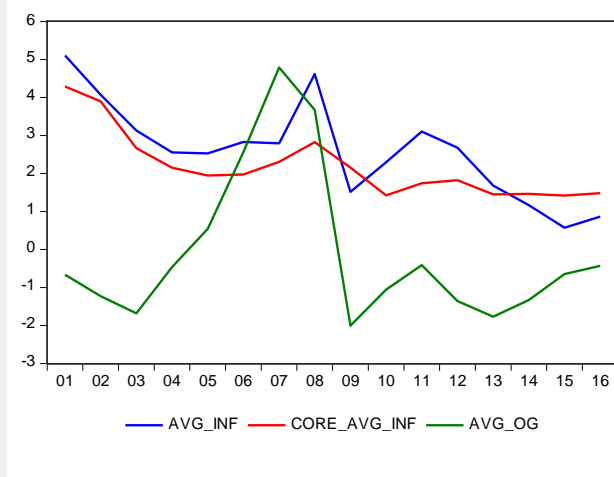
Zdroj: OECD a EIU (The Economist)

### 3 Místo závěru: Proč je mezera výstupu uzavírána při nižší inflaci než v minulosti?

Důvody aktuálního stavu nebo snad nové makroekonomické tendence, kdy je mezera výstupu uzavírána při velmi nízké spotřebitelské inflaci, lze spatřovat zejména v efektu pozitivního nabídkového šoku v podobě nedávného dramatického poklesu dolarové ceny ropy. Ten jednak vedl k podpoře ekonomického růstu (u zemí v pozici čistých dovozců ropy), avšak zároveň způsobil tlaky na pokles cen, a to jak cen průmyslových výrobců, tak následně i těch spotřebitelských. Vývoj jádrové inflace (tj. inflace abstrahující od vývoje cen energií, potravin, alkoholu a tabáku) v Grafu 7 ukazuje, že v případech vynětí těchto cenových položek (zejména vývoje cen ropy) by současná úroveň inflace byla vyšší, než ta zohledňující vývoj celého spotřebitelského koše.<sup>10</sup>

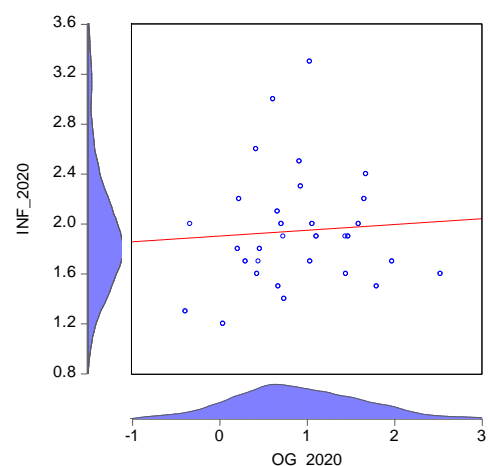
Komplikujícím faktorem pro světové hospodářství, resp. vyspělé země (OECD) je rovněž velmi nízká hladina úrokových sazeb, kde ty měnověpolitické již v řadě případů dosáhly nulových hodnot, resp. na mezibankovním trhu se dostaly do záporu. Prostor pro vyslání měnověpolitického stimulu v duchu standardní (konvenční) měnové politiky je tak již v mnoha zemích vyčerpán, a tak v řadě zemí nedochází k plnění inflačního cíle, který je definován optikou indexu spotřebitelských cen.<sup>11</sup> Tyto omezené možnosti měnové politiky zřejmě nenahradí politika fiskální, neboť řada zemí OECD již vyčerpala „bezpečný“ dluhový prostor pro možnou fiskální expanzi.

Výhledy vývoje mezery výstupu a inflace signalizují pozvolný návrat k předchozí praxi, kdy se mezera výstupu uzavírala přibližně při 2% spotřebitelské inflaci (viz Graf 3 a Graf 8). Návrat k předkrizovým hodnotám bude zřejmě souviset s úspěšností normalizace měnové politiky a konsolidací veřejných financí zemí OECD.



Graf 7 Vývoj velikosti mezery výstupu a spotřebitelské a jádrové inflace (v %)

Zdroj: EIU (The Economist), jednotlivé centrální banky, vlastní výpočty  
Pozn.: AVG\_INF představuje průměrnou spotřebitelskou inflaci zemí OECD, CORE\_AVG\_INF pak průměrnou výši jádrové inflace (inflace abstrahující od vývoje cen energií, potravin, alkoholu a tabáku) a AVG\_OG představuje průměrnou mezeru výstupu napříč zeměmi OECD.



Graf 8 Velikost mezery výstupu a spotřebitelské inflace v roce 2020 (v %)

Zdroj: EIU (The Economist), vlastní výpočty

## Literatura

Backus, D. K., and P. J. Kehoe, 1992. "International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles," *American Economic Review* 82, 864–888.

Silverman, B. W. 1986. *Density Estimation for Statistics and Data Analysis*, London: Chapman & Hall.

<sup>10</sup> Nicméně z pohledu minulého vývoje byla průměrná hodnota jádrové inflace nižší oproti průměrné hodnotě spotřebitelské inflace.

<sup>11</sup> Velmi nízká hladina úrokových sazeb v rozvinutých zemích působí na růst cen nemovitostí, což při nezahrnutí jejich cenového vývoje do spotřebitelských cen zřejmě zkresluje směrem dolů „skutečný“ cenový vývoj.



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2016/9	+0,1	2016/7	+0,2	2016/6	+0,1	2016/9
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/6
US	0	2016/9	-0,2	2016/7	-0,2	2016/6	-0,2	2016/6
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/3
DE	+0,2	2016/9	+0,1	2016/7	+0,3	2016/6	-0,1	2016/6
		2016/8		2016/4		2016/2		2015/12
JP	+0,1	2016/9	-0,2	2016/7	-0,1	2016/6	-0,2	2016/7
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/4
BR	+0,1	2016/9	+0,5	2016/7	-0,3	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/8
RU	0	2016/9	+0,6	2016/7	-1,3	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2016/4		2015/11		2016/8
IN	+0,1	2016/9	-0,1	2016/7	0	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/8
CN	0	2016/9	+0,1	2016/7	0	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2016/4		2016/2		2016/8

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2016/9	-0,6	2016/4	-0,7	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/6
US	0	2016/9	-0,3	2016/4	+0,1	2016/6	+0,2	2016/6
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/3
DE	0	2016/9	-0,7	2016/4	-0,7	2016/6	-0,9	2016/6
		2016/8		2015/9		2015/11		2015/12
JP	-0,1	2016/9	-0,6	2016/4	-0,6	2016/6	-0,4	2016/7
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/4
BR	0	2016/9	+2,4	2016/4	+3,4	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/8
RU	-0,2	2016/9	-0,2	2016/4	-2,2	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/8
IN	0	2016/9	-0,2	2016/4	+0,1	2016/6	-0,1	2016/9
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/8
CN	0	2016/9	0	2016/4	+0,1	2016/6	0	2016/9
		2016/8		2015/9		2015/11		2016/8

### A3. Seznam zkratk použitých v GEVU

<b>ABS</b>	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotřebitelských cen
<b>b</b>	barel	<b>CHF</b>	švýcarský frank
<b>BoJ</b>	Bank of Japan	<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange
<b>BR</b>	Brazílie	<b>IEA</b>	International Energy Agency
<b>BRIC</b>	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	<b>IFO</b>	Institute for Economic Research
<b>BRL</b>	brazilský real	<b>IFO-BE</b>	IFO Business Expectations
<b>CB</b>	centrální banka	<b>IN</b>	Indie
<b>CB-CCI</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>INR</b>	indická rupie
<b>CB-LEII</b>	Conference Board Leading Economic Indicator Index	<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade	<b>ISM</b>	Institute for Supply Management
<b>CBR</b>	centrální banka Ruska	<b>JP</b>	Japonsko
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>JPY</b>	japonský jen
<b>CN</b>	Čína	<b>LIBOR</b>	úroková sazba britského mezibankovního trhu
<b>CNY</b>	čínský renminbi	<b>LME</b>	London Metal Exchange
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>MER</b>	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank	<b>MMBtu</b>	milion britských termálních jednotek
<b>DE</b>	Německo	<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond
<b>EA</b>	eurozóna	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>EBRR</b>	Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj	<b>OECD-CLI</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka	<b>PMI</b>	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
<b>EC-CCI</b>	European Commission Consumer Confidence Indicator	<b>PPI</b>	ceny průmyslových výrobců
<b>EC-ICI</b>	European Commission Industrial Confidence Indicator	<b>PU</b>	předstihové ukazatele
<b>EIA</b>	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	<b>QE</b>	kvantitativní uvolňování
<b>EIU</b>	Economist Intelligence Unit	<b>RU</b>	Rusko
<b>EK</b>	Evropská komise	<b>RUB</b>	ruský rubl
<b>EU</b>	Evropská unie		targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
<b>EUR</b>	euro	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>FOMC</b>	Federální komise pro volný trh	<b>USD</b>	americký dolar
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>USDA</b>	Ministerstvo zemědělství (USA)
<b>GBP</b>	britská libra	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt	<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		<b>ZEW-ES</b>	ZEW Economic Sentiment

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2016

	č. GEVu
Uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí (Luboš Komárek)	2016-9
Sezónní cenové pohyby zemědělských komodit (Martin Motl)	2016-8
Inflační očekávání v USA: iluze propadu? (Soňa Benecká)	2016-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2016-6
Konkurenceschopnost v mezinárodním srovnání optikou souhrnných ukazatelů (Iveta Polášková)	2016-5
Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit? (Jan Hošek)	2016-4
Strategie Evropa 2020 – dojde svého naplnění? (Pavla Břízová)	2016-3
Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice (Luboš Komárek a Vladimír Žďárský)	2016-2
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR (Filip Novotný)	2016-1

### 2015

	č. GEVu
Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu (Oxana Babecká Kucharčuková)	2015-12
Zlaté rezervy centrálních bank (Iveta Polášková)	2015-11
Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky (Soňa Benecká, Luboš Komárek a Filip Novotný)	2015-10
Ekonomické reformy indického premiéra Modiho (Pavla Břízová)	2015-9
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne? (Soňa Benecká)	2015-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2015-7
Sezónní cenové pohyby na komoditních trzích (Martin Motl)	2015-6
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam a Jan Hošek)	2015-4
Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému (Luboš Komárek)	2015-3
Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko (Alexis Derviz)	2015-2
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

### 2014

	č. GEVu
Platnost Okunova zákona v zemích OECD a dalších ekonomikách (Oxana Babecká Kucharčuková a Luboš Komárek)	2014-12
Normalizace měnové politiky v USA (Soňa Benecká)	2014-11
Změny v přílivu přímých zahraničních investic a jejich výnosnosti v ČR a v zemích Střední Evropy (Vladimír Žďárský)	2014-10
Konkurenceschopnost a růst vývozu zboží ve vybraných středoevropských zemích (Oxana Babecká Kucharčuková)	2014-9
Vývoj a struktura zaměstnání na kratší pracovní dobu v evropském srovnání (Eva Hromádková)	2014-8
Budoucnost zemního plynu (Jan Hošek)	2014-7

	č. GEVu
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2014-6
Jak daleko mají země V-4 do Rakouska: Detailní pohled na úrovni CPL (Václav Žďárek)	2014-5
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Vísegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

## 2013

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

## 2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6

	č. GEVu
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