

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – DUBEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Měnová politika čínské centrální banky	12
POUŽITÉ ZKRATKY	19

Autoři:	Oxana Babecká	II., VI.1
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV., VI.2
	Soňa Benecká	V.
	Soňa Benecká	Zaostřeno na...
Editoři:	Oxana Babecká	
	Martin Motl	
Garant:	Luboš Komárek	

V příštích dvou letech by mělo přetrvávat hospodářské zotavení USA a eurozóny; v případě Německa (ale i Číny) je předpokládáno na rok 2012 zpomalení. Roli vládního sektoru v ekonomickém oživení postupně zaujímá rostoucí soukromá poptávka. Aktuální předpovědi očekávají, že růst **HDP** eurozóny nepřekročí do konce příštího roku 1,8 %. Ekonomika Německa v letošním roce poroste do 2,7 %. Následně se očekává pokles na 1,5 až 2,2 %. Opačný trend lze pozorovat v USA, kde nejnovější výhledy růstu HDP (CF, MMF) stoupají z maximálních 2,9 % v roce 2011 na 3,3 % v roce 2012. Lze očekávat, že zpříšňování měnové politiky Číny v důsledku zvýšeného rizika přehřátí ekonomiky negativně ovlivní růst jejího HDP.

Inflace v eurozóně, Německu a v USA v roce 2011 může dosáhnout 2,2 až 2,7 % (CF, MMF). Poté lze očekávat snížení tempa růstu cen. V roce 2012 by se inflace v těchto zemích měla pohybovat kolem 2% hranice. Spotřebitelské ceny v Číně by měly růst v roce 2011 k 5% hranici s výhledem jejich mírného poklesu pro rok 2012.

Hodnoty **předstihových ukazatelů** signalizují v dubnu udržení robustního ekonomického růstu v USA a v Německu. Také eurozóna bude pokračovat v růstu ale na nižší úrovni. V Číně lze očekávat mírné urychlení hospodářské dynamiky.

Úrokové **sazby EURIBOR 3M a 1R** od poloviny ledna 2011 rostou. Očekávaný vývoj na blížkém konci předpovědi se prakticky nezměnil, neboť zvýšení základní refinanční sazby ECB z 1 % na 1,25 % od 13. dubna bylo již v sazbách plně zohledněno. Naopak výrazně vzhůru se posunul výhled obou sazeb pro konec roku 2012. Výnos německého vládního dluhopisu pokračoval v první polovině dubna (po přechodné stagnaci v březnu) v rychlém růstu. Přesto se výhled CF04 v horizontu třech měsíců nezměnil a předpověď v horizontu 12 měsíců byla mírně snížena na 3,7 %.

V USA dolarové **sazby LIBOR** i nadále stagnovaly, ale výhled pro konec roku 2012 se stejně jako v eurozóně posunul u 3M a 1R splatností o 0,4 p.b. výše. Výnos desetiletého vládního dluhopisu od února osciluje kolem 3,5 % a CF04 v horizontu tří měsíců neočekává jejich výrazný nárůst. Předpověď pro dvanáctiměsíční horizont se však (na rozdíl od německého dluhopisu) zvýšila o 0,2 p.b. na 4,3 %.

Výhled **kurzu** amerického dolaru vůči euru i nadále naznačuje posílení americké měny až v roce 2013, letos by se měl kurz pohybovat na hodnotách okolo 1,38 USD/EUR. Na tomto vývoji se podepsalo zejména očekávané zvyšování sazeb v eurozóně. Rostou rovněž obavy z ukončení nákupů dluhopisů ze strany Fedu v červnu, které bude mít výrazný dopad na likviditu amerických aktiv. Dolar by měl v horizontu dvou let dle aktuálních předpovědí posilovat vůči japonskému jenu (o 8 %) i švýcarskému franku (o 14 %).

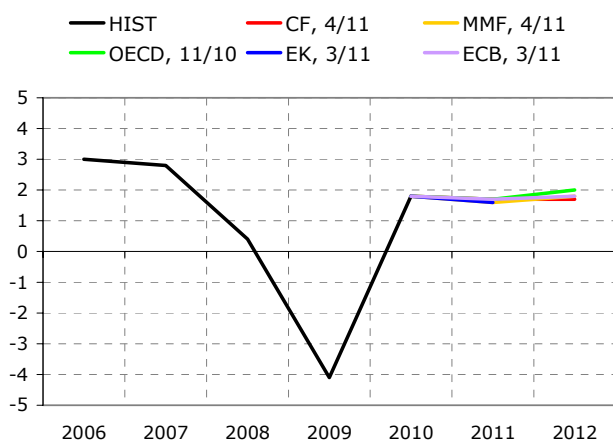
Geopolitická rizika a s tím související pokles nabídky ropy na jedné straně, i prudké ekonomické oživení rozvojových zemi a očekávaná vyšší poptávka po ropě Japonska na straně druhé, podporuje setrvání vysokých **cen ropy**, které 8. dubna dosáhlo hodnot naposledy pozorovaných v červenci 2008 (Brent 126,7 USD/b). Ve dvouletém horizontu by měla cena ropy Brent postupně klesat k 111 USD/b.

Index cen neenergetických komodit dosáhl svého dlouhodobého maxima v polovině února 2011. Následně ceny většiny významných komodit do poloviny března klesaly, avšak od té doby opět rostou. To vedlo k přehodnocení výhledu celkového indexu i jeho složek cca o 6,5 % vzhůru. **Ceny potravinářských komodit** by se měly na současných rekordních úrovních udržet až do poloviny příštího roku a poté by měly mírně klesnout, **ceny průmyslových kovů** by měly stagnovat na současných úrovních.

II.1 HDP

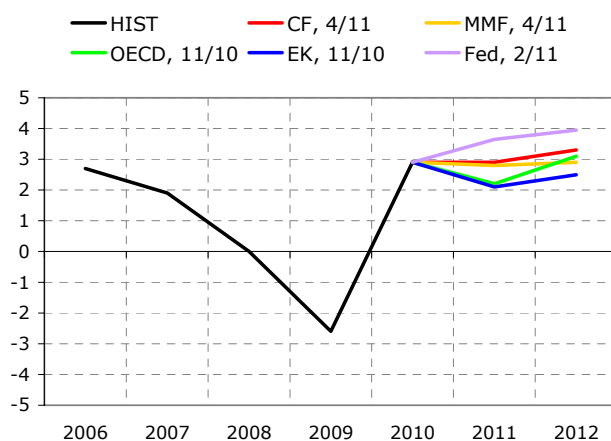
Ekonomické oživení zpevňuje a zůstává ve sledovaných zemích nerovnoměrné. Dle nových odhadů ekonomický růst vyspělých ekonomik v roce 2011 zůstane v rozpětí 1,6 – 2,8 %, zatímco čínská ekonomika poroste kolem 9,5 %. Stažení fiskálních stimulů a finanční nestabilita periferie eurozóny pravděpodobně mírně zbrzdí ekonomický růst regionu. I přes určitý optimismus spojený s budoucím vývojem, existuje řada faktorů omezujících růst HDP. Další překážkou růstu ekonomické aktivity je vysoká hladina nezaměstnanosti ve všech sledovaných vyspělých zemích. Zároveň ekonomickou aktivitu negativně ovlivňují vysoké ceny komodit.

EUROZÓNA



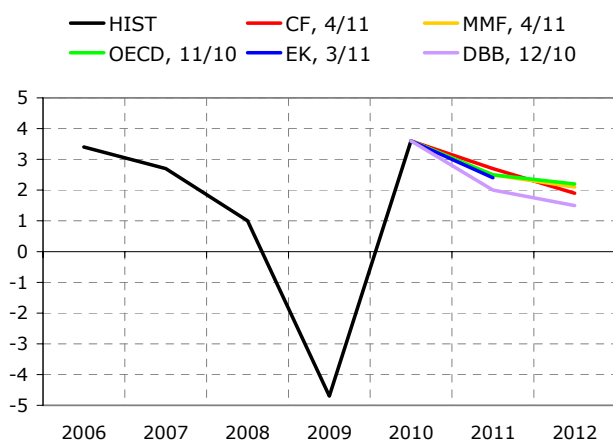
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,8					
2011		1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
2012		1,7	1,8	2,0		

USA



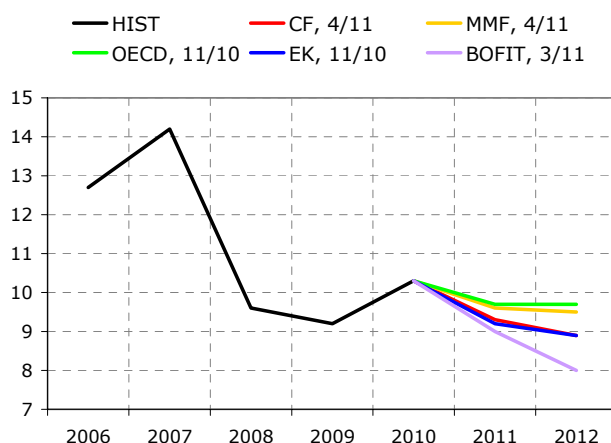
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		2,9	2,8	2,2	2,1	3,7
2012		3,3	2,9	3,1	2,5	4,0

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	3,6					
2011		2,7	2,5	2,5	2,4	2,0
2012		1,9	2,1	2,2		1,5

ČÍNA



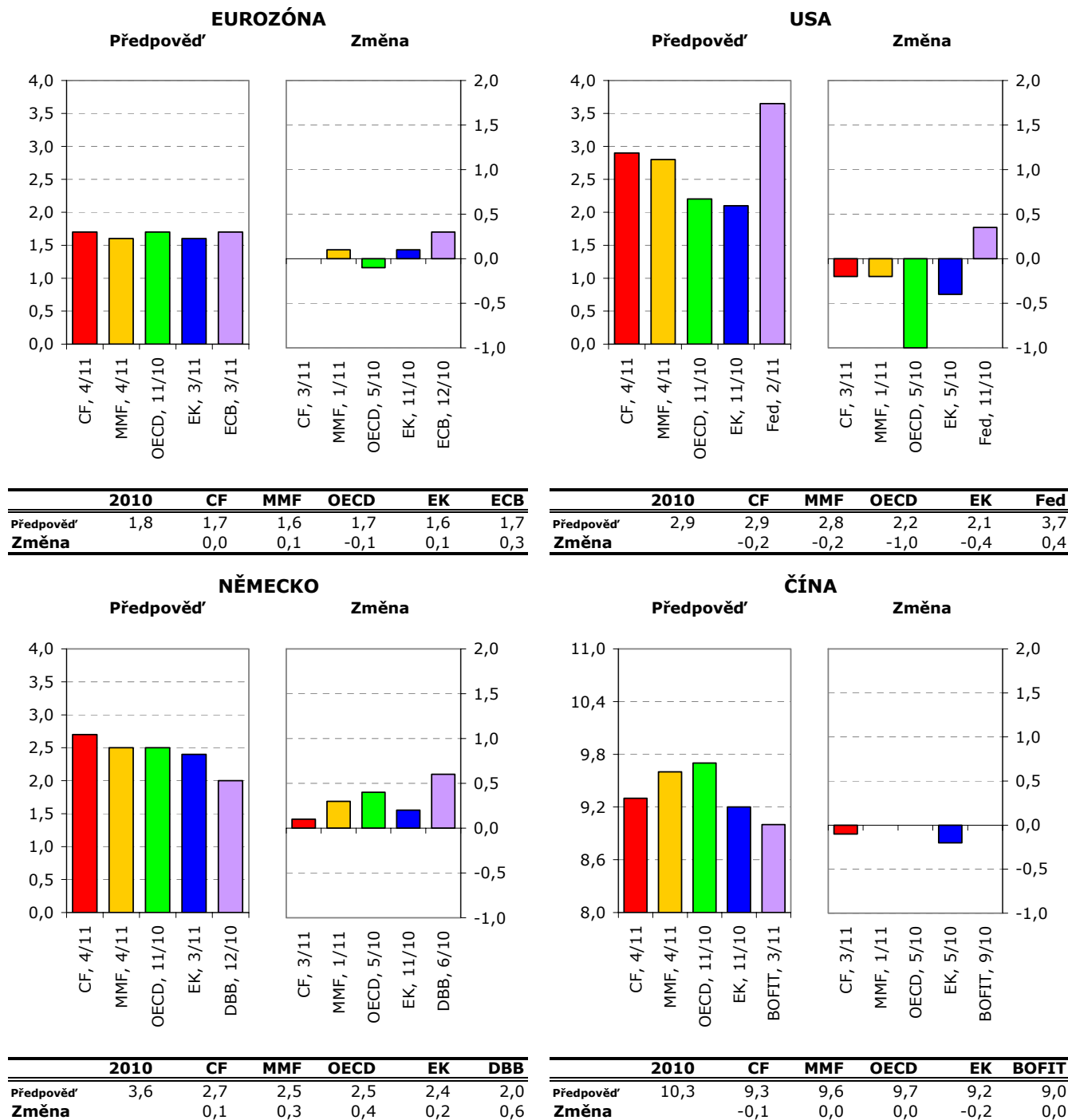
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,3	9,6	9,7	9,2	9,0
2012		8,9	9,5	9,7	8,9	8,0

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi

Výhled růstu HDP eurozóny a Německa se nepatrně zlepšil. Naopak výhled ekonomického růstu v USA se dle nových prognóz CF a MMF zhoršil. Výhled růstu HDP Číny byl revidován směrem dolů (CF), a nebo ponechán na původní úrovni.



Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011]

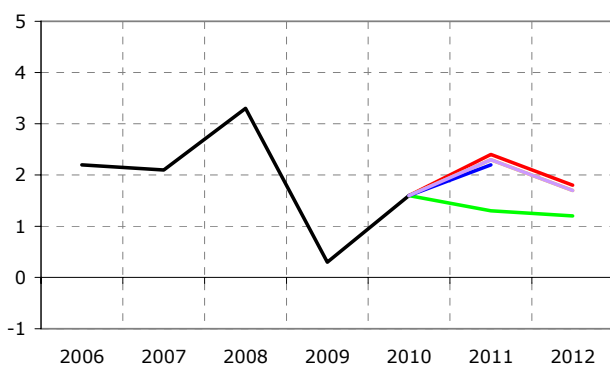
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.3 Inflace

V eurozóně vysoké ceny komodit stále představují riziko pro budoucí vývoj regionu. Růst cen energií a potravin by měl ovlivnit nejvíce celkovou inflaci v Číně, kde tyto položky mají vyšší podíl ve spotřebitelském koši ve srovnání s ostatními sledovanými zeměmi. Dle nových předpovědí CF a MMF růst spotřebitelských cen ve vyspělých ekonomikách vzroste letos na 2,2 % až 2,7 %. Inflace v Číně dosáhne 4,6 % až 5 %. V příštím roce budou ceny klesat ve všech sledovaných zemích.

EUROZÓNA

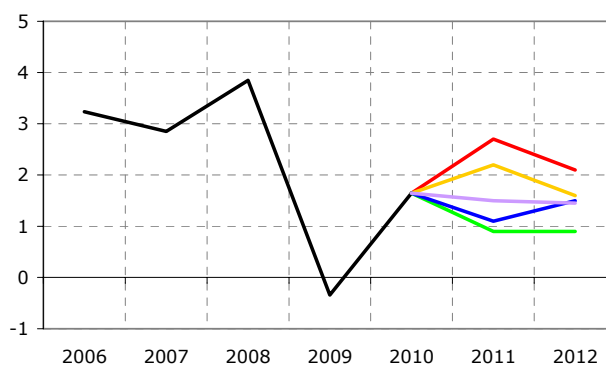
— HIST — CF, 4/11 — MMF, 4/11
— OECD, 11/10 — EK, 3/11 — ECB, 3/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,4	2,3	1,3	2,2	2,3
2012		1,8	1,7	1,2		1,7

USA

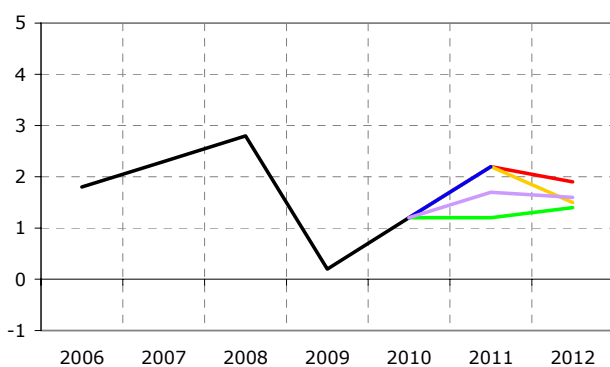
— HIST — CF, 4/11 — MMF, 4/11
— OECD, 11/10 — EK, 11/10 — Fed, 2/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		2,7	2,2	0,9	1,1	1,5
2012		2,1	1,6	0,9	1,5	1,5

NĚMECKO

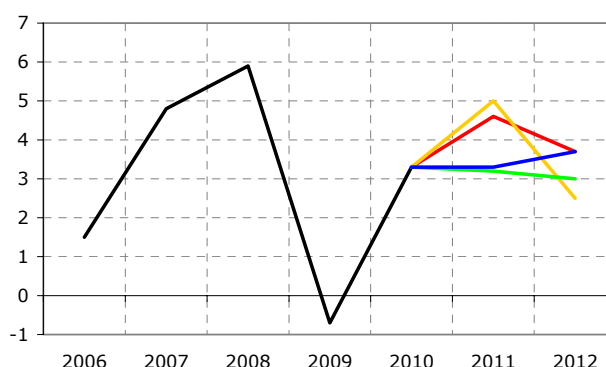
— HIST — CF, 4/11 — MMF, 4/11
— OECD, 11/10 — EK, 3/11 — DBB, 12/10



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,2	2,2	1,2	2,2	1,7
2012		1,9	1,5	1,4		1,6

ČÍNA

— HIST — CF, 4/11 — MMF, 4/11
— OECD, 11/10 — EK, 11/10 — BOFIT, N/A



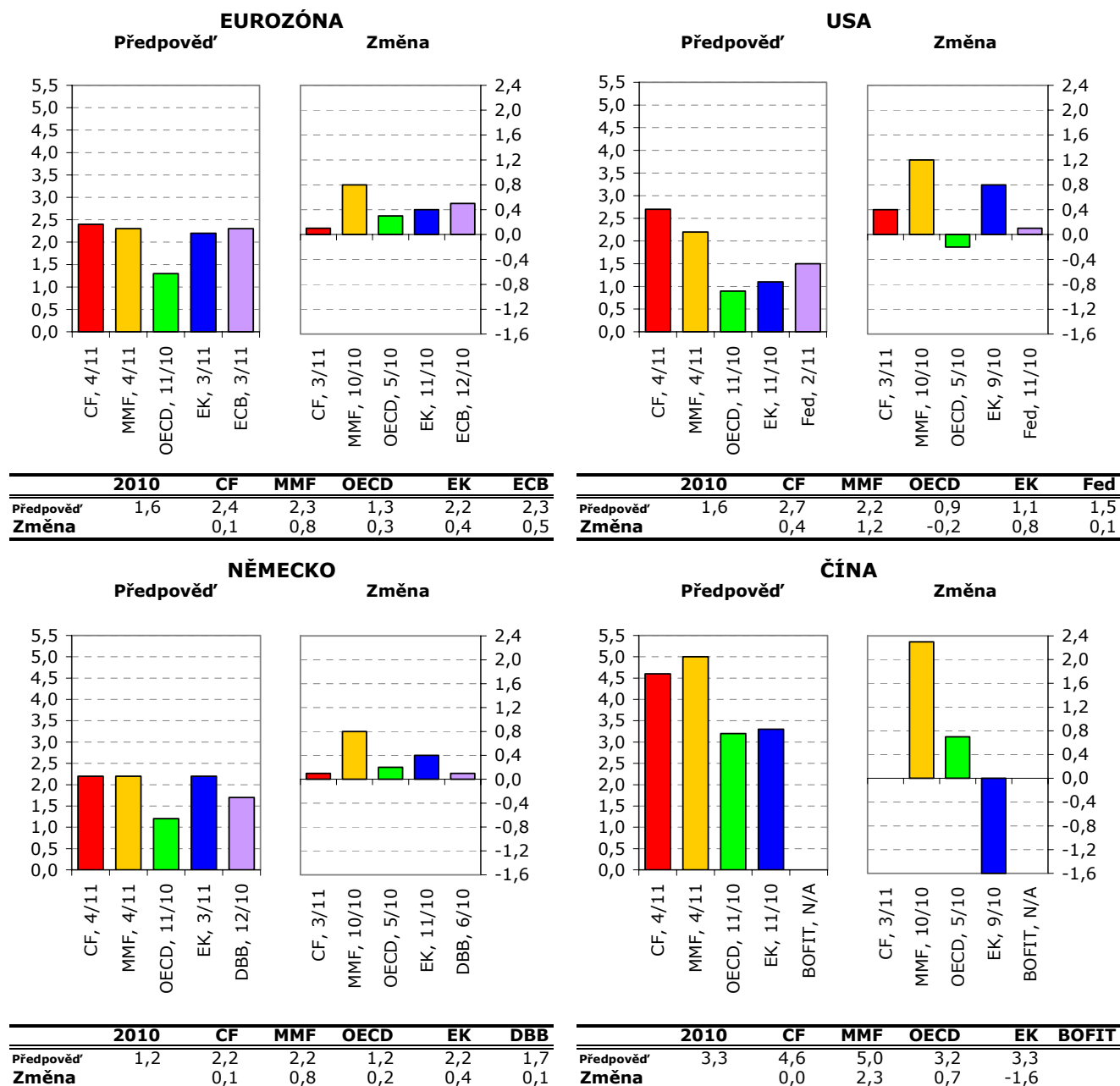
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	3,3					
2011		4,6	5,0	3,2	3,3	
2012		3,7	2,5	3,0	3,7	

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi

Jarní výhledy růstu spotřebitelských cen pro USA, eurozónu a Německo byly revidovány oproti předchozím předpovědím směrem k vyšší inflaci. Výjimkou je Čína pro kterou byly v dubnu výrazně zvýšeny inflační výhledy. Publikace *World Economic Outlook* (MMF) téměř zdvojnásobila říjnovou předpověď, tj. z 2,7 % na aktuálních 5 %.

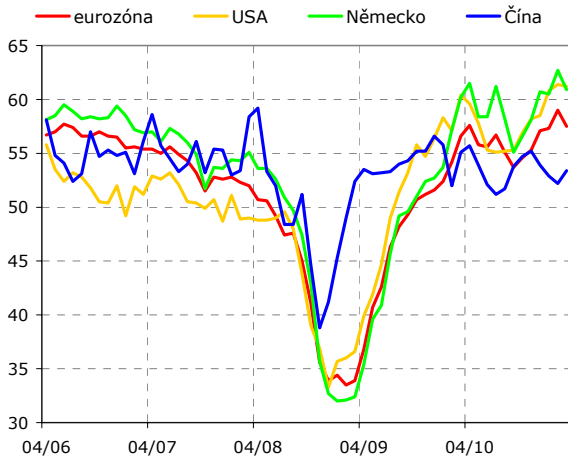


Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

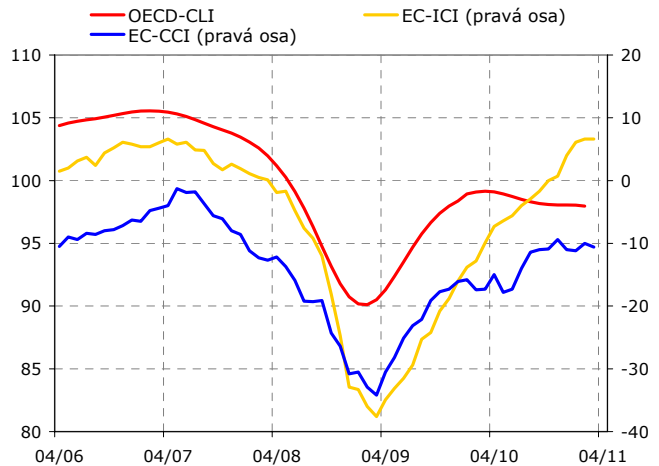
Předstihové ukazatele PMI (Index nákupních manažerů) v dubnu signalizují mírné zpomalení růstu průmyslové výroby ve druhém čtvrtletí letošního roku v USA, eurozóně i Německu a jeho zrychlení v Číně. Nelze vyloučit budoucí zhoršení výhledu vlivem efektu březnového ničivého zemětřesení v Japonsku. V USA se silně snížila spotřebitelská důvěra, ale PMI oslabil jen nevýrazně a kompozitní indexy vzrostly; lze zde očekávat další silný ekonomický vývoj. V eurozóně všechny předstihové ukazatele (kromě PMI) stagnovaly a naznačují tak udržení relativně silného ekonomického růstu, který však bude proti USA pouze poloviční. Také v Německu všechny předstihové ukazatele stagnovaly (s výjimkou PMI) avšak na vysokých hladinách signalizujících pokračování robustního hospodářského růstu na úrovních z konce minulého roku.

PMI V PRŮMYSLU



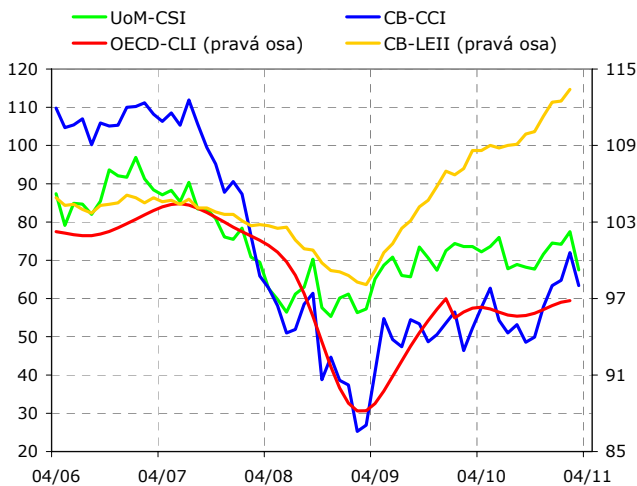
	EA	US	DE	CN
1/11	57,3	60,8	60,5	52,9
2/11	59,0	61,4	62,7	52,2
3/11	57,5	61,2	60,9	53,4

EUROZÓNA



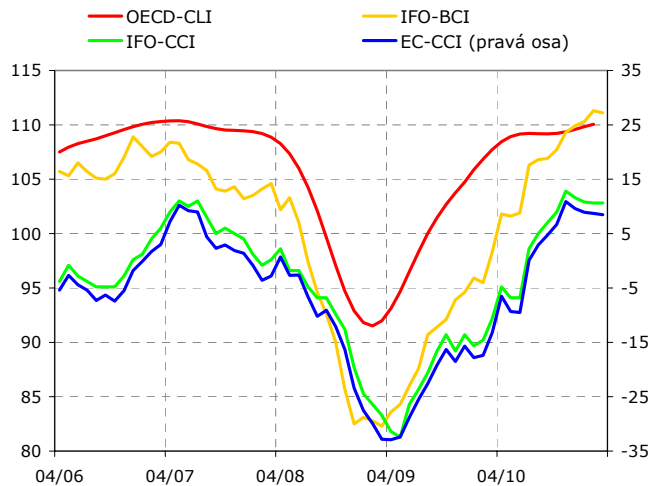
	OECD-CLI	EC-ICI	OECD-CCI
1/11	98,0	6,1	-11,2
2/11	98,0	6,6	-10,0
3/11		6,6	-10,6

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
1/11	96,7	112,5	74,2	64,8
2/11	96,8	113,4	77,5	72,0
3/11			67,5	63,4

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
1/11	109,8	110,3	102,9	8,9
2/11	110,1	111,3	102,8	8,7
3/11		111,1	102,8	8,5

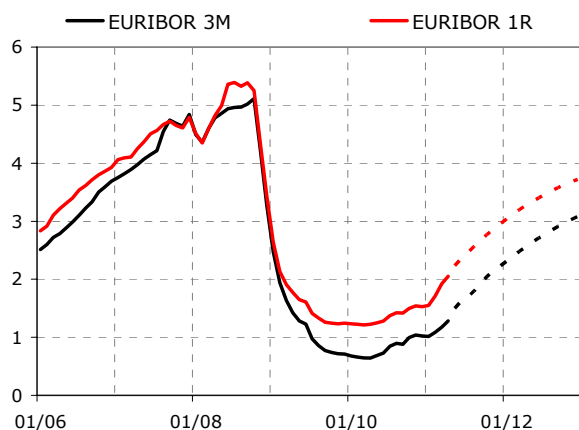
Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Závěrka dat: 18. dubna 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

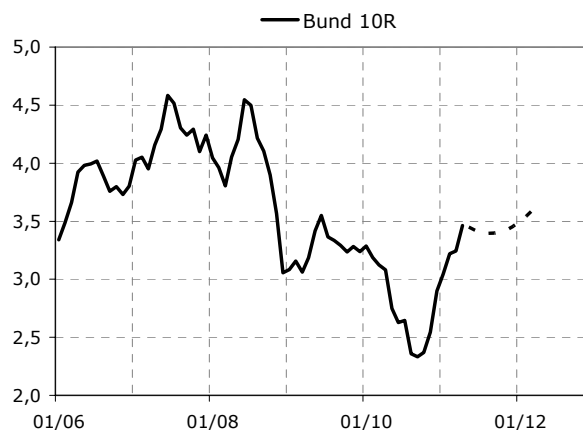
Úrokové sazby EURIBOR 3M a 1R od poloviny ledna rostou. Tříměsíční sazba do poloviny dubna vzrostla o více než 0,3 p.b. na 1,3 %, ještě větší růst zaznamenala jednoletá sazba (téměř 0,6 p.b. na 2,1 %). Očekávaný vývoj na blízkém konci předpovědi se prakticky nezměnil (zvýšení základní refinanční sazby ECB z 1 % na 1,25 % od 13. dubna bylo plně očekáváno). Výhled pro konec roku 2012 se však posunul výrazně vzhůru (u tříměsíční sazby o téměř 0,4 p.b. a u jednoleté sazby o 0,3 p.b.). Výnos německého vládního dluhopisu pokračoval v první polovině dubna (po přechodné stagnaci v březnu) v rychlém růstu. Přesto se výhled dubnového CF v horizontu třech měsíců nezměnil a výhled v horizontu 12 měsíců byl mírně snížen na 3,7 %.

EURIBOR



	03/11	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
EURIBOR 3M	1,18	1,29	1,62	2,23	2,71	3,08
EURIBOR 1R	1,92	2,05	2,35	2,95	3,40	3,72

VÝNOS VLÁDNÍHO DLUHOPISU



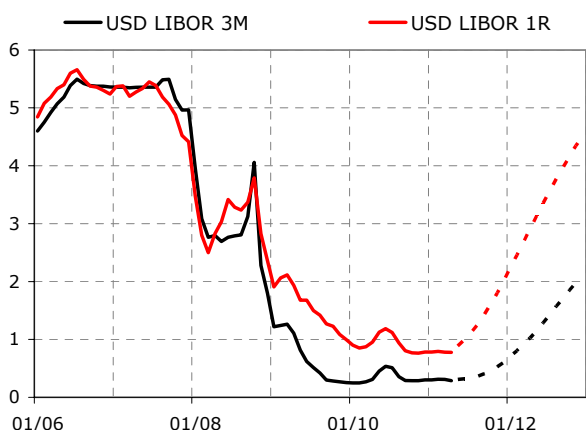
	03/11	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Bund 10R	3,24	3,46	3,42	3,46		

Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011] Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

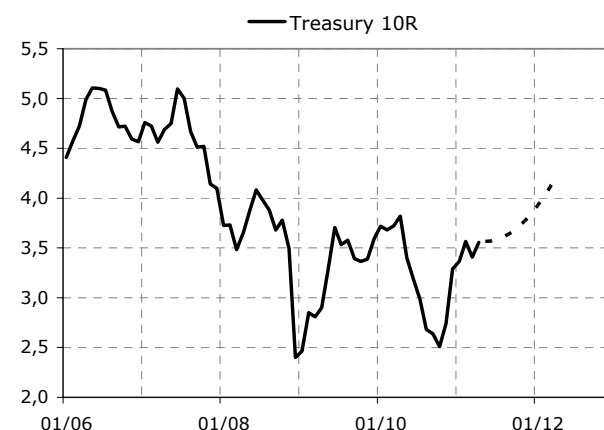
Dolarové sazby LIBOR i nadále stagnovaly (tříměsíční na hodnotě 0,3 % a jednoletá na hodnotě 0,8 %). Výhled pro konec roku 2012 se však posunul u obou splatností vzhůru o 0,4 p.b. Výnos desetiletého vládního dluhopisu od února osciluje kolem 3,5 %. CF04 v horizontu tří měsíců neočekává výrazný růst, ale předpověď pro dvanáctiměsíční horizont zvýšil o 0,2 p.b. na 4,3 %.

USD LIBOR



	03/11	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
USD LIBOR 3M	0,31	0,29	0,32	0,60	1,29	2,10
USD LIBOR 1R	0,78	0,78	1,00	2,02	3,35	4,51

VÝNOS VLÁDNÍHO DLUHOPISU

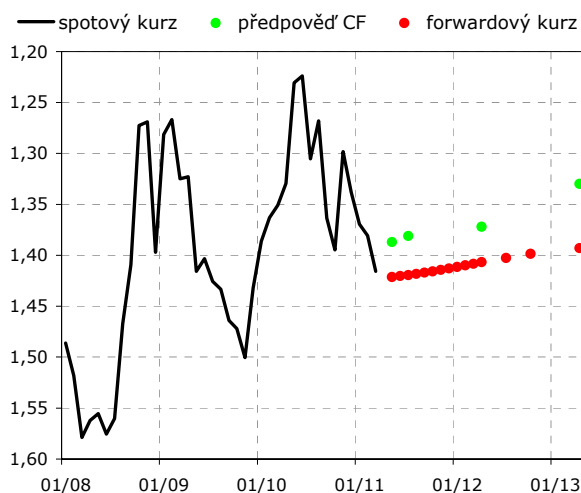


	03/11	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Treasury 10R	3,41	3,55	3,57	3,84		

Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 11. dubna 2011] Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

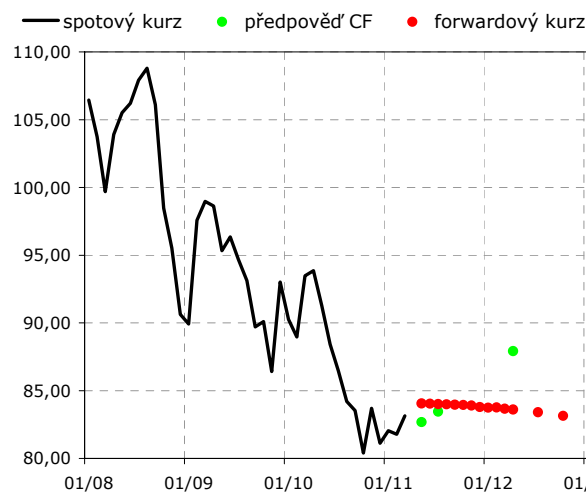
Kurz amerického dolaru vůči euru od začátku roku 2011 oslabuje a nová předpověď CF očekává oproti minulému měsíci kurz dolaru opět na slabších úrovních. V horizontu jednoho roku by se měl kurz pohybovat okolo hodnoty 1,38 USD/EUR, v horizontu dvou let by měl pak posílit až na hodnotu 1,33 USD/EUR. Významných změn nedoznal výhled kurzu dolaru vůči britské libře, v dubnu 2013 by měl být dolar jen o 1,2 % slabší. Dolar by měl naopak posílit vůči japonskému jenu (o 8 %) a švýcarskému franku (o 14 %) v horizontu dvou let. V březnu krátkodobě posílil japonský jen vůči americkému dolaru až na 79 JPY/USD; investoři spekovali na posílení jenu z titulu repatriace zahraničních investic ze strany japonských pojišťovacích společností. Následná intervence ze strany zemí G7 byla úspěšná a jen opět oslabil. Prudké posílení jenu by přineslo další nestabilitu na globálních finančních trzích.

USD/EUR



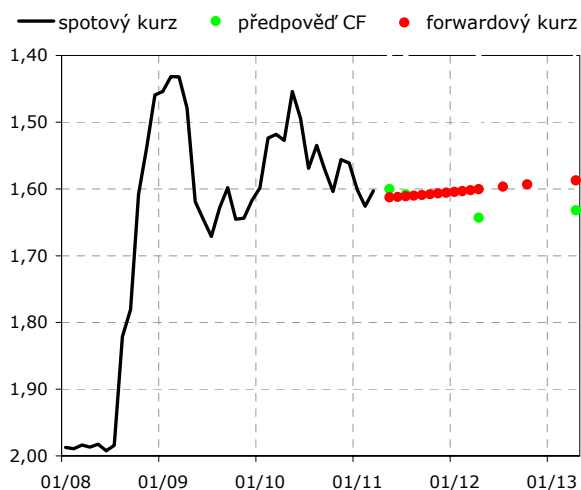
	4/4/11	05/11	07/11	04/12	04/13
spotový kurz	1,422				
předpověď CF		1,387	1,381	1,372	1,330
forwardový kurz		1,421	1,419	1,407	1,393

JPY/USD



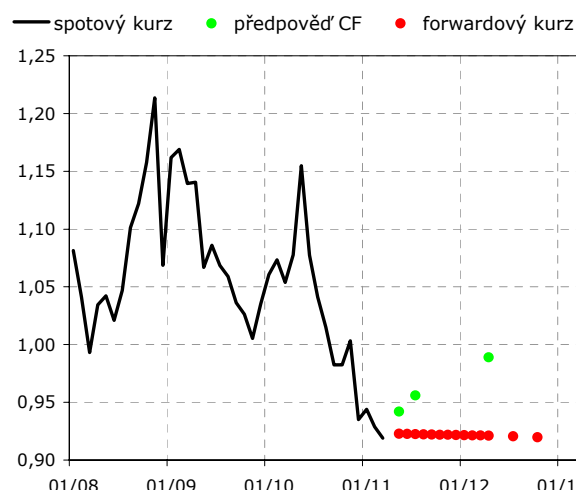
	4/4/11	05/11	07/11	04/12	04/13
spotový kurz	84,06				
předpověď CF		82,67	83,45	87,92	90,68
forwardový kurz		84,05	84,01	83,60	82,25

USD/GBP



	4/4/11	05/11	07/11	04/12	04/13
spotový kurz	1,613				
předpověď CF		1,600	1,608	1,643	1,632
forwardový kurz		1,613	1,611	1,600	1,587

CHF/USD



	4/4/11	05/11	07/11	04/12	04/13
spotový kurz	0,923				
předpověď CF		0,942	0,956	0,989	1,052
forwardový kurz		0,923	0,923	0,921	0,917

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data 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) možnosti zajištění budoucího kurzu. [Uzávěrka dat: 14. dubna 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

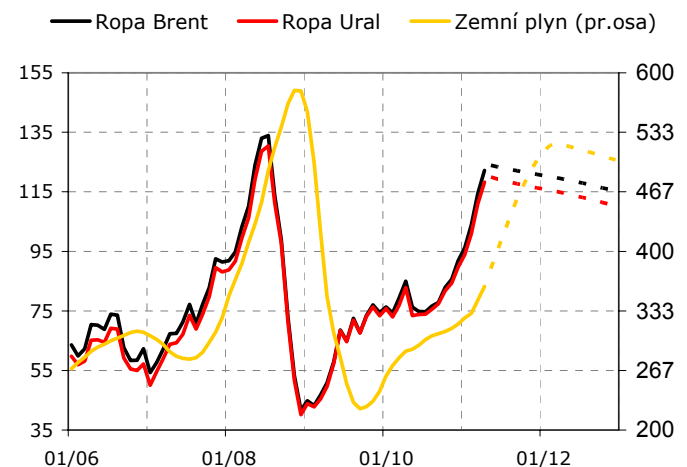
VI.1 Ropa a zemní plyn

Od poloviny února cena ropy Brent zrychlila svůj již delší dobu pozorovaný růst a 8. dubna dokonce dosáhla hranice necelých 127 USD/b, tj. hodnoty naposledy pozorované v červenci 2008. Problémy na straně nabídky (konflikt v Libyi a dalších zemích regionu) a rostoucí poptávka po ropě v rozvojových zemích podporují vysokou cenovou hladinu, která, pokud přetrvá, může ovlivnit poptávku po ropě. MMF v dubnovém výhledu spojuje riziko vysokých cen s rostoucím (dle odhadů MMF) nedostatkem ropy. Saudská Arábie naopak charakterizuje trh s ropou jako přesycený. Tržní výhledy na základě futures kontraktů předpokládají postupný pokles cen ropy v horizontu dvou let. Na konci roku 2012 by tak měla cena ropy Brent činit 111 USD/b.

Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotací londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m³ jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 14. dubna 2011].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Ropa Brent	122,2	123,4	120,8	118,5	115,4
Ropa Ural	118,3	119,3	116,3	113,7	110,4
Zemní plyn	360,8	400,9	501,6	515,3	502,2

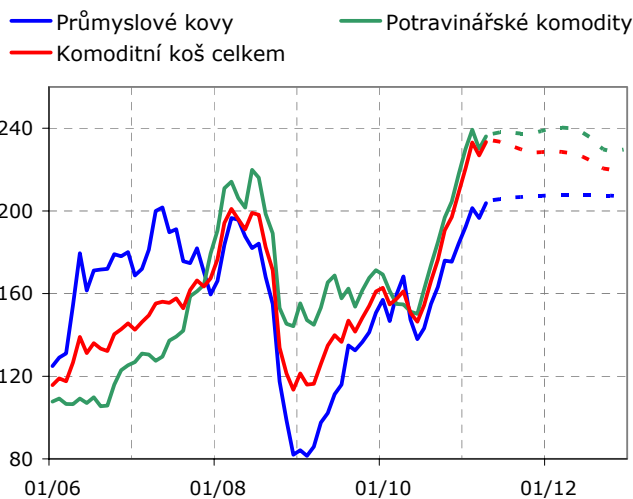
VI.2 Ostatní komodity

Index cen neenergetických komodit dosáhl svého dlouhodobého maxima v polovině února 2011. Poté ceny většiny významných komodit do poloviny března klesaly, nicméně od té doby opět rostou.

Uvedený vývoj vedl k přehodnocení výhledu celkového indexu i jeho složek cca o 6,5 % směrem nahoru. Ceny potravinářských komodit by se měly na současných rekordních úrovních držet až do poloviny příštího roku a poté by měly mírně klesnout; ceny průmyslových kovů by měly ve sledovaném horizontu stagnovat na současných úrovních.

U potravinářských komodit se poblíž několikaletých maxim pohybují zejména ceny kukuřice a sóji, neboť s rostoucími cenami ropy roste i poptávka po alternativních palivech. Vysoké jsou i ceny masa, kávy, bavlny a kaučuku.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	04/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Průmyslové kovy	203,8	205,7	207,3	207,7	207,2
Potravinářské komodity	236,1	238,0	238,7	238,0	229,7
Komoditní koš celkem	233,4	233,5	228,5	226,3	220,2

Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled.

[Uzávěrka dat: 11. dubna 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

MĚNOVÁ POLITIKA ČÍNSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Rostoucí vliv Číny na světovou ekonomiku zvedl vlnu zájmu o hospodářskou politiku této východoasijské země. Čínská ekonomika je velmi specifická (fixní kurz, centrální plánování kombinované s tržním hospodářstvím, administrativní opatření atd.), proto jsou otázky spojené s fungováním její měnové politiky v těchto podmínkách relevantní.

Úvod

Nedílnou součástí čínské měnové politiky je začlenění do širšího rámce centrálního plánování; cíle a nástroje měnové politiky nelze standardně definovat jako ve vyspělých tržních ekonomikách. Rozhodnutí čínské centrální banky (People's Bank of China, PBoC) podléhají schválení Státní rady (čínské vlády), která na druhé straně používá další nástroje k dosažení stejných cílů jako centrální banka (např. kontrola inflace). Základní úlohu banky lze definovat jako „zajištění stability měny a podporu ekonomického růstu“. Měnová politika používá spíše kvantitativní nástroje (např. limity na objem úvěrů) než cenové (např. úrokové sazby). PBoC stanovuje cíle pro peněžní agregáty, které ovlivňuje pomocí změn v nabídce peněz či kvót na úvěry. Od roku 2007 PBoC ovlivňuje likviditu bank kromě operací na otevřeném trhu také s pomocí sazby povinných minimálních rezerv (PMR), a to zejména s ohledem na sterilizaci devizových operací. Hlavním důvodem je snaha omezit posilování domácí měny oproti americkému dolaru, což vede k prudkému nárůstu devizových rezerv. Tím ovšem vzniká vysoký přebytek likvidity v bankovním systému a řešení toho problému bude patřit mezi nejdůležitější úkoly čínské měnové politiky v následujících letech.

1 Čínská centrální banka (PBoC)

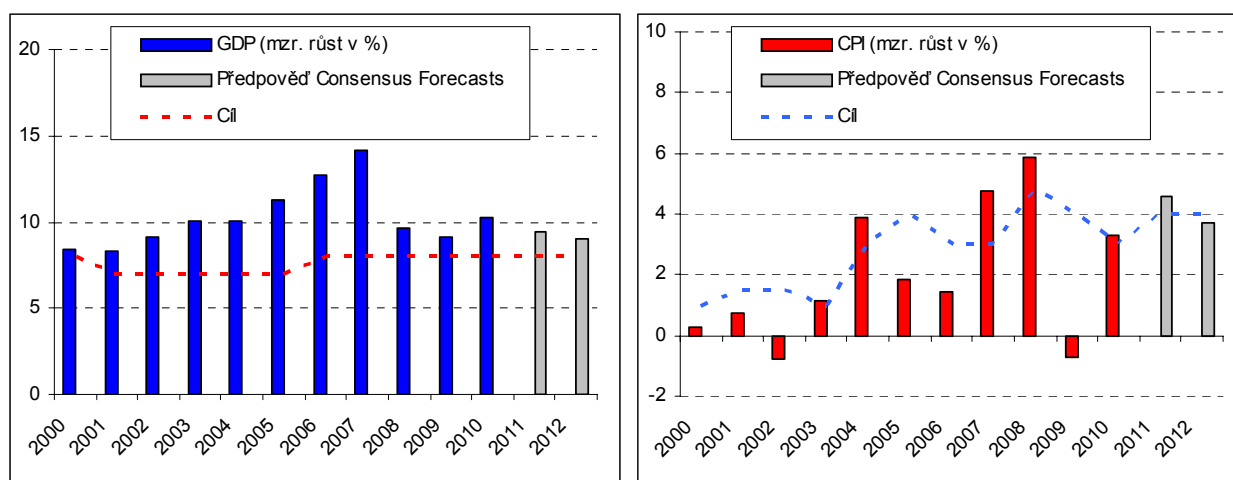
PBoC byla založena v roce 1948 na základech několika bank (Huabei Bank, Beihai Bank a Xibei Farmer Bank). V září 1983 rozhodla Státní rada o udělení statusu centrální banky, který byl potvrzen v roce 1995 na Národním lidovém sjezdu. Funkce centrální banky jsou stanoveny v Zákoně Čínské lidové republiky o Čínské lidové bance z roku 2003 a patří mezi ně mimo jiné měnová politika, řízení oběživa, finanční stabilita, stabilita měny atd. Základní cíl lze formulovat jako „zajištění stability měny a podporu ekonomického růstu“. Komise pro měnovou politiku (MPC) vznikla v roce 2000 a jejím úkolem je diskutovat a navrhopvat: (i) změny v měnovém postoji, (ii) cíle měnové politiky, (iii) použití měnových nástrojů, (iv) opatření na koordinaci makroekonomické politiky. Komise má 10 členů (zástupců ministerstev, vládních organizací a státních bank) a schůze komise se koná čtvrtletně. Zápis z jednání Komise je předává Státní radě, která rozhodnutí schvaluje. Komise není nezávislým výkonným orgánem, na rozdíl od evropských centrálních bank. Podkladem pro jednání Komise je standardně Zpráva o měnové politice (od roku 2002), která shrnuje vývoj čínské ekonomiky za předchozí čtvrtletí a navrhuje další kroky v měnové politice. Jednou za rok zveřejňuje banka cíle pro vývoj peněžních agregátů (M1, M2) a limit na domácí úvěry. Sleduje rovněž likviditu v bankovním sektoru, úrokové sazby a měnový kurz.

2. Ekonomický vývoj a měnová politika od roku 2000

Jelikož se jedná o centrálně plánovanou ekonomiku s prvky tržního hospodářství, má podstatný vliv na řízení ekonomiky státní vlastnictví a plánování. Od přímého vlastnictví státu a direktivního plánování se postupně ustupuje, přesto však stát hraje v ekonomice dominantní roli. Vlastní asi třetinu průmyslu, řídí přidělení zdrojů (energie, finance, půda). Bankovní sektor je z větší části státní, v přímé či nepřímé podobě, čímž vznikají vazby na průmysl.

Státní plány jsou pětileté, schvalovány národním kongresem (12. pětiletý plán bude v účinnosti v letech 2011 až 2015). Obsahují kvantitativní měřítka rozvoje ekonomiky, preferované oblasti, energetickou náročnost atd. Jedná se o cílenou koordinaci měnové a fiskální politiky. Samozřejmostí jsou krátkodobější plány jako reakce na aktuální situace. Příkladem může být Plán ekonomické podpory jako reakce na globální finanční krizi 2008-2009, který zahrnoval podporu bydlení, uvolnění úvěrových podmínek u hypoték a úvěrů pro malé a střední podniky, nižší daně atd. Jak je patrné z obrázku 1, růst HDP v posledních 10 letech se udržel nad cílem stanoveným plánem (7 až 8 %), zatímco plán pro inflaci (3 až 4 % od roku 2004) byl překročen v letech 2004, 2007-2008 a 2010. Dubnový výhled Consensus Forecasts letos očekává vyšší než cíl růst HDP i inflaci. V roce 2012 inflace i ekonomický růst zpomalí.

Obrázek 1 Vývoj ekonomického růstu a inflace Číny: cíl vs. skutečnost



Zdroj: Datastream, IMF, publikace PBoC, Foreign Exchange Consensus Forecasts (údaje o inflaci jsou za celý rok)

Ekonomický vývoj v Číně od roku 2000 lze rozdělit do několika období:

2001 až 2002: po finanční krizi v jihovýchodní Asii v roce 1997 se stalo prioritou obnovit růst ekonomiky pomocí expanzivní fiskální a měnové politiky. Důsledkem toho rostly investice; také domácí poptávka se obnovila, přičemž deflační tlaky přetrvávaly. Na zahraniční obchod měl výrazný dopad vstup do Světové obchodní organizace (WTO). Podle PBoC cílem měnové politiky bylo zabránit dalšímu poklesu hospodářského růstu a nárůstu inflace. Základní sazby byly sniženy a mírně poklesla i sazba PMR.

2003 až 2008: V roce 2003 Čína vstoupila do období silného hospodářského růstu. Obnova světové poptávky a konkurenceschopnost čínského zboží přinesly růst exportu přes 30 % ročně. Úvěry rostly tempem přes 20 %, objem investic se zvýšil o polovinu v porovnání s rokem 2002. Rostoucí ceny komodit a potravin se projeví na inflaci, která v roce 2004 přesáhla 3% cíl. Od poloviny roku 2003 se změnil také přístup centrální banky. Cílem se stalo kontrolovat množství peněz a úvěrů. Byly zavedeny kvóty na úvěry, které měly přímý dopad na investice, jejichž tempo růstu zpomalilo na 24 % v polovině roku 2004. V letech 2005 a 2006 narostlo výrazně riziko přehřátí, a proto centrální banka přistoupila k postupnému zpřísnění měnové politiky. Sazba PMR se zvýšila v roce 2006 ze 7,5 % na 10 %; mírně se zvýšily též úrokové sazby. Podstatně razantnější kroky přinesl rok 2007 a 2008. V roce 2007 přesáhl hospodářský růst 14 %, vývoz stále rostl i přes méně příznivý vývoj světové poptávky. Růst investic se pohyboval okolo 30 %, domácí poptávka zůstávala silná. Na druhou stranu se objevily znaky přehřátí na realitním trhu, ceny výrazně rostly. PBoC reagovala stahováním likvidity přes operace na volném trhu, zvyšováním úrokových sazeb a PMR. Navíc použila několik nestandardních nástrojů včetně speciálních transakcí s vybranými

bankami a administrativních opatření. Byly zavedeny čtvrtletní kvóty na úvěry a banka prováděla rovněž měnové swapy.

2008 až 2010: V polovině roku 2008 se naplno projevil efekt zpřísnění měnové politiky současně s propadem globální ekonomiky. Export se v prvním čtvrtletí výrazně propadl, domácí produkce a investice podstatně zpomalily. Krize se projevila také na realitním trhu. Přesto ekonomika rostla tempem přes 9 %. Na konci roku 2008 se prudce také změnil přístup měnové politiky – byly výrazně omezeny operace na volném trhu a vydávání pokladničních poukázek, zrušeny speciální úložky, sníženy sazby. Základní zápůjční sazba klesla z 7,5 % v polovině roku 2008 na 5,3 % na začátku roku 2009. Hlavním kanálem bylo dodávání likvidity ve formě úvěrů, celkové úvěry čínského bankovního sektoru byly ke konci roku 2009 o 30 % vyšší než ve stejném období předcházejícího roku.

od konce roku 2010: V průběhu roku 2010 se objevily signály ohledně přehřívání ekonomiky a narostly obavy z cenové bubliny na trhu s realitami. Zatímco poptávka zůstává i nadále silná, výrazně rostla cenová hladina. Meziroční inflace v listopadu dosáhla 5,1 %, což bylo maximum za 28 měsíců. Díky zrychlení v posledním čtvrtletí se hrubý domácí produkt Číny za celý rok 2010 zvýšil na 10,3 % po 9,2% růstu v roce 2009 a vykázal nejrychlejší tempo od roku 2007. Proto se v prosinci 2010 změnil stav monetární politiky z mírně uvolněné na omezující a kromě administrativních zásahů bylo rozhodnuto o aktivnějším využívání nastavení úrokových sazeb. Od října 2010 Čínská centrální banka zvýšila sedmkrát PMR komerčních bank, úrokové sazby však zvedla jen čtyřikrát.

Čína se v roce 2010 stala druhou největší ekonomikou světa, když poprvé vytvořila vyšší HDP než Japonsko. Mezi dvaceti největšími ekonomikami světa roste nejrychleji právě čínská ekonomika. Při porovnání hodnoty HDP v paritě kupní síly se Čína zařadila na třetí místo za USA a Evropskou unii.

Výhled na rok 2011 a 2012: dubnová, tj. posledně dostupná publikace Consensus Forecasts (CF) sice naznačuje mírné zpomalení ekonomiky, přesto se růst HDP udrží kolem 9% pro rok 2011 a 2012. Inflace by měla dosáhnout 4,6 % v letošním roce a v roce 2012 klesnout na 3,7 %. Lze tady očekávat spíše restriktivní měnovou politiku čínské centrální banky, což odráží i očekávané vyšší sazby. Ve stejném směru bude působit také posilující domácí měna. Posílení by podle CF mohlo dosáhnout téměř 9 % během dvou let.

3 Nástroje měnové politiky a transmisní mechanismus

Měnová politika používá spíše kvantitativní nástroje (např. limity na objem úvěrů) než cenové (např. úrokové sazby), což v podmínkách státního vlastnictví bank a firem je odpovídající¹:

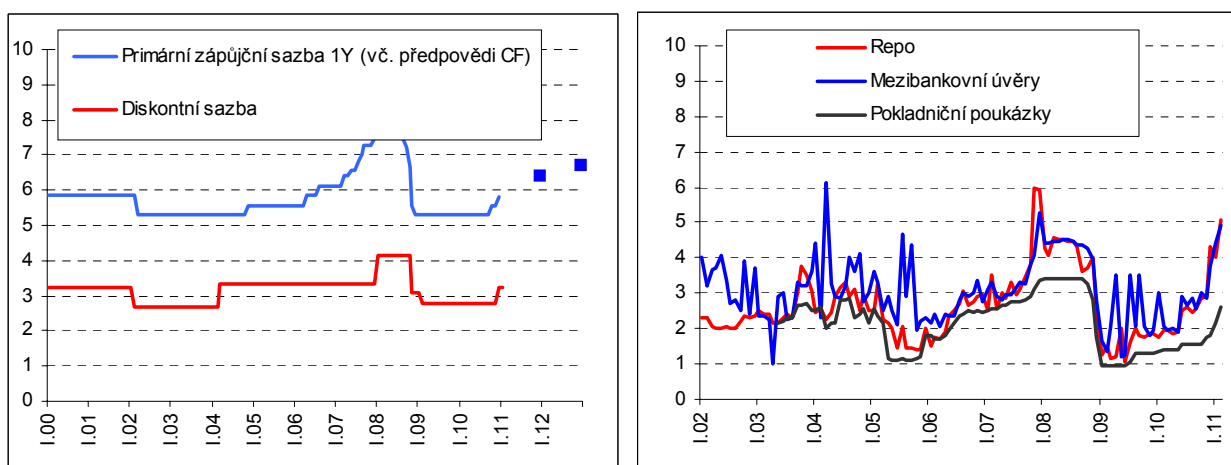
- Operace na otevřeném trhu (od roku 1996) jsou prováděny na pravidelné bázi s cílem korigovat likviditu na bankovním trhu. Zahrnují operace s pokladničními poukázkami PBoC (repo, reverse repo), přičemž jejich výnos lze považovat za měnověpolitickou sazbu.
- Jednorázové transakce se používají ve výjimečných případech přebytku likvidity (emise poukázek vybraným bankám, speciální vklady, atd).
- Požadavek na minimální rezervy bank je dalším z nástrojů na řízení likvidity (a sterilizace devizových operací). Systém je značně komplikovaný, různé sazby PMR

¹ Informace ohledně operací na otevřeném trhu, požadavku na minimální rezervy a sazeb jsou v omezeném rozsahu dostupné, ostatní informace nejsou zveřejňovány.

jsou uplatňovány pro různé banky a různé bankovní produkty². Od roku 2010 zvedla centrální banka sazbu již sedmkrát a po posledním zvýšení s efektem od 21. dubna 2011 o 0,5 % dosahuje základní sazba PMR pro komerční banky 20,5 %. Uložené rezervy jsou úročeny sazbou 1,62 % pro standardní a 0,72 % pro nadlimitní úločky.

- Úrokové sazby jako nástroj jsou využívány v podstatně menším měřítku. I když jsou sazby na peněžním a dluhopisovém trhu liberalizované, PBoC stále stanovuje minimální sazby na úvěry a v podstatě zafixovala úrokové sazby na vklady. I kdyby byly depozitní sazby liberalizovány, podstatně by se nezvýšili vzhledem k vysokým úsporám v čínské ekonomice. Na druhé straně vede přebytek likvidity v bankovním sektoru k tomu, že vývoj tržních sazeb nesleduje základní sazby. V roce 2010 zvýšila banka sazby dvakrát a dále dvakrát v roce 2011. Od 6. dubna činí jednoleté sazby pro vklady a úvěry 3,25 % a 6,31 %.
- Ostatní opatření zahrnují povolenou odchylku od základních sazeb či omezení na straně úvěrů. Před rokem 1998 byl ukazatel růstu úvěrů součástí státního úvěrového plánu, který zajišťoval přesun finančních prostředků směrem k preferovaným sektorům. Později se z direktivního plánu staly indikativní doporučení. Ovšem v letech, kdy docházelo k přehřívání čínské ekonomiky byl postup centrální banky více razantní (kvóty na úvěry, omezení nových úvěrů atd.) a často se zaměřoval na určité sektory (např. realitní trh).

Obrázek 2 Vývoj základních a tržních úrokových sazeb (v %)

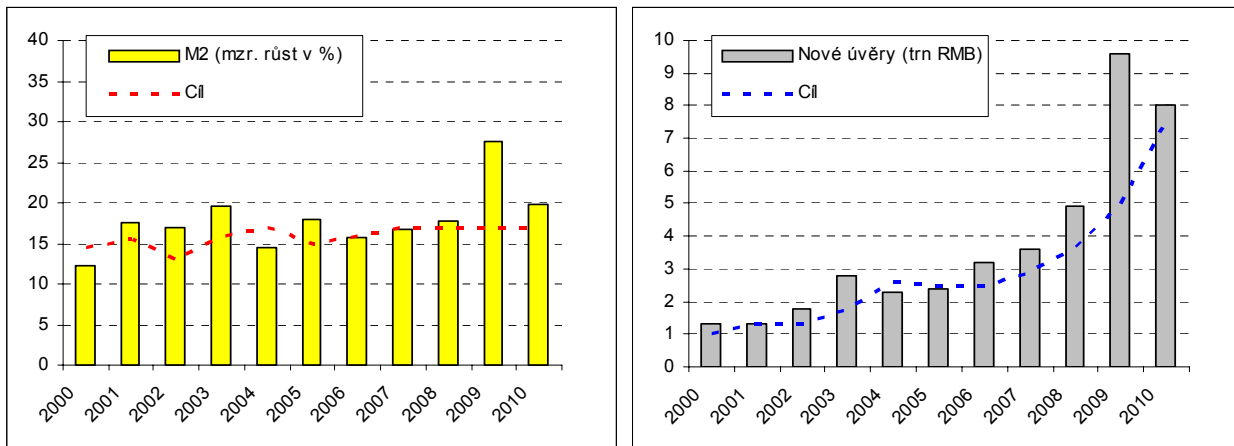


Poznámka: měsíční údaje

Zdroj: Datastream, publikace PBoC, Foreign Exchange Consensus Forecasts (CF)

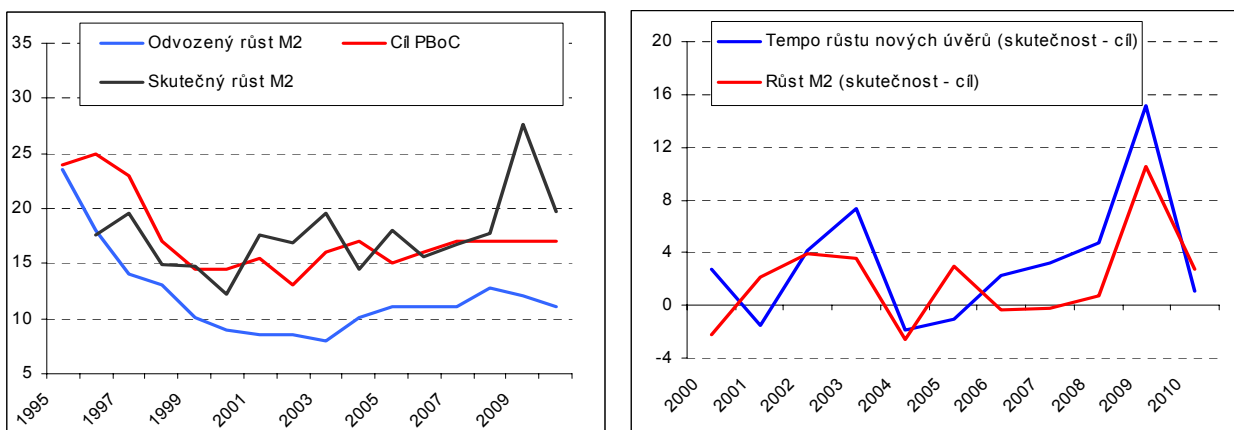
Zatímco v 90. letech měly dominantní roli direktivní nařízení, založení PBoC a peněžního trhu umožnilo rozvinutí klasického transmisního mechanismu (centrální banka – peněžní trh – finanční instituce – podniky), kde mají klíčovou úlohu cíle (růst M1 a M2, úvěrů).

² Nově od roku 2011 bude využívat centrální banka pravděpodobně systém výpočtu sazeb v závislosti na kapitálové přiměřenosti a systémového rizika banky. S cílem snížit náklady hodlá rovněž snížit úrok vyplácený z uložených rezerv a do budoucna jej zrušit.

Obrázek 3 Cíle měnové politiky vs. skutečnost

Zdroj: Datastream, publikace PBoC

Cíl pro *peněžní agregáty* (ve formě očekávané hodnoty) stanovuje čínská centrální banka již od roku 1994. Z kvantitativní rovnice lze totiž odvodit růst peněžního agregátu, který by odpovídal základním plánovaným veličinám (růst HDP a inflace, viz část 2)³.

Obrázek 4 Růst peněžního agregátu M2 a peněžní multiplikátor (v %)

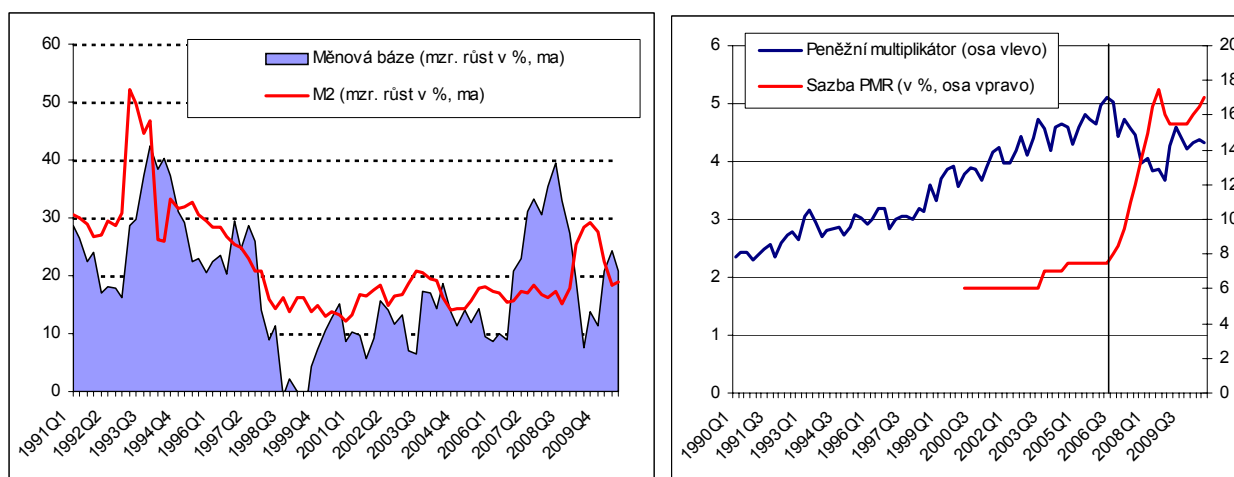
Zdroj: vlastní výpočet, Datastream, IMF, Zprávy o měnové politice PBoC, viz pozn. 3 a 4.

Odvozený růst byl od roku 1995 nižší než skutečný cíl PBoC, zhruba o 5 %. Skutečný růst peněžního agregátu se lišil od cíle PBoC, i když rozdíl je menší než od odvozeného ukazatele⁴. Odchyłka růstu M2 od cíle ale pravděpodobně nenaznačuje neefektivnost nástrojů měnové politiky, je možné, že rozhodnutím vlády byla měnová politika více akomodativní či restriktivní, než PBoC očekávala. To naznačuje i překračování cíle pro nové úvěry.

Základním indikátorem při cílování měnových agregátů je měnová báze. Vztah mezi měnovouází a M2 byl zhruba stabilní po celá 90. léta. Peněžní multiplikátor rostl až do roku 2006, kdy začala centrální banka používat sazbu PMR jako nástroj řízení likvidity.

³ Kvantitativní rovnice peněz $M \cdot V = P \cdot Y$ a odvozená je $\Delta M^* = n \cdot \text{target} + \Delta Y \cdot \text{potential} - \Delta V \cdot \text{trend}$. Cíl pro ekonomický růst je obsažen v pětiletých plánech, růst trendu rychlosti je odhadnut z dat. Inflační cíl lze najít ve Zprávě o měnové politice (od roku 2002, v návaznosti na roční ekonomickou schůzi centrální vlády). Data do roku 2002 byla převzata z *Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994 – 2006*.

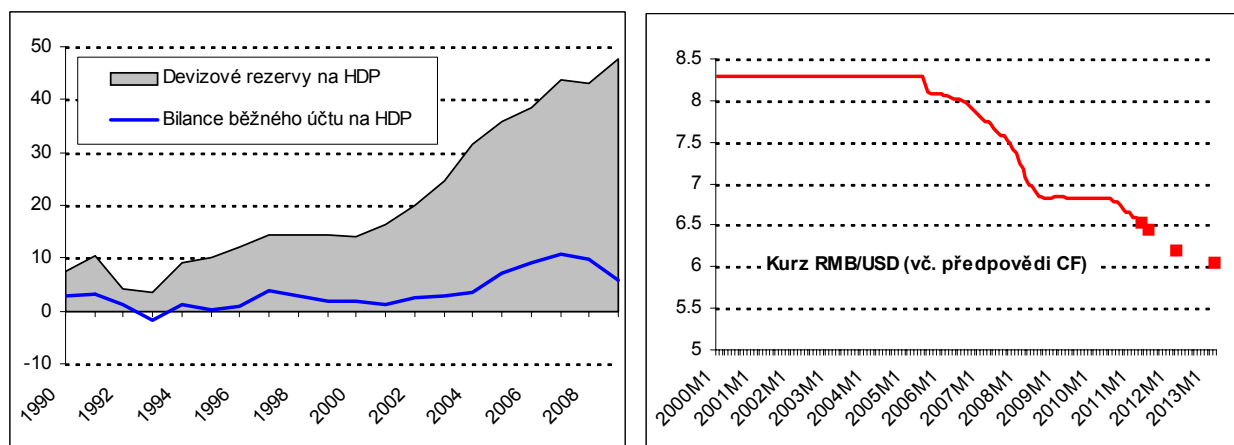
⁴ Při výpočtech cíle pro růst peněžních agregátů používá podklady z roční konference pro centrální plánování (růst a inflace), které se mohou od pětiletých plánů lišit.

Obrázek 5 M2, měnová báze a peněžní multiplikátor

Poznámka: čtvrtletní údaje

Zdroj: Datastream, Zprávy o měnové politice PBoC

Zvyšování sazeb PMR je obvykle chápáno jako opatření měnové politiky v rámci cyklu, je však zřejmé, že v případě čínské ekonomiky podstatnou roli hraje také fixní devizový kurz a sterilizace devizových toků.

Obrázek 6 Devizové rezervy, zahraniční obchod a kurz

Poznámka: měsíční údaje pro kurz

Zdroj: IMF, Foreign Exchange Consensus Forecasts (CF)

Již od poloviny devadesátých let je běžný účet platební bilance Číny v přebytku, ale devizový kurz byl až do roku 2005 fixní. Od července 2005 je zavedený řízený plovoucí kurz, který umožňuje pomalé posilování čínské měny. Kurz posiloval v průměru 3 % ročně, přičemž v době ekonomické krize bylo posilování zastaveno. V důsledku toho vývoje devizové rezervy prudce rostly a na konci roku 2010 dosáhly 48 % na HDP.

Tak velké nákupy deviz ze strany PBoC vzbuzují obavy. Zvyšuje se tím likvidita na domácím trhu, která může vést k inflaci a bublinám na trzích s aktivy. Centrální banka proto používá kontrolu kapitálových toků a sterilizaci. Čína nemá volně liberalizovaný finanční účet platební bilance, trh s dluhopisy je malý a zahraniční investice mají obvykle přímou formu.

Dalším významným prvkem je sterilizace devizových toků. Již před rokem 2006 používala vydávání pokladničních poukázek, což obnášelo další obnovování a náklady

pro centrální banku. Jako další řešení se nabízelo postupné upravování sazby PMR, která byla zvýšena z 8 % v červnu 2006 až na 17,5 % v říjnu 2008. V současnosti dosahuje dokonce o tři procenta více. Ouyang (2010) odhaduje, že PBoC sterilizovala v letech 2007 a 2008 okolo 70 % devizových toků. Při pevných úrokových sazbách nedosahuje centrální banka ztráty, část nákladů nese i bankovní systém. Centrální banka tedy bude dál zvedat sazbu, aby udržela stávající systém. Což ovšem nelze činit trvale a další tlak na posílení kurzu lze očekávat⁵.

4 Závěr

Je zřejmé, že čínská měnová politika se bude vyvíjet směrem k větší liberalizaci finančního systému a větší flexibilitě devizového kurzu za předpokladu strukturálních reforem. Na druhou stranu přetrvává nebezpečí cenových bublin v určitých sektorech a chybné alokace zdrojů. Dle vyjádření svých představitelů v tisku se čínská centrální banka snaží přejít od kvantitativních nástrojů k cenovým, aby devizový kurz a úrokové sazby hrály větší roli v transmisičním mechanismu.

Literatura

Ouyang, Alice et al. (2010): China as a reserve sink: The evidence from offset and sterilization coefficients, *Journal of International Money and Finance* 29, 951–972

Shu, Chang a Ng, Brian (2010): Monetary stance and policy objectives in China: a narrative approach, *China Economic Issues* 1/10

Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994-2006, UNCTAD Discussion Papers, No. 187, Feb 2008

Zhang, Wenlang (2009): China's monetary policy: Quantity versus price rules, *Journal of Macroeconomics* 31, 473–484

Měnové zprávy PBoC

⁵ Posílení RMB vůči dolaru o 10% by přineslo snížení hodnoty aktiv centrální banky asi o 2 triliony RMB, což je hodnota vlastního jmění banky.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar