

GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2016

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	4
II.3 Německo	5
II.4 Japonsko	5
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	6
III.1 Čína	6
III.2 Indie	6
III.3 Rusko	7
III.4 Brazílie	7
IV. Grafy výhledů kurzů	8
V. Vývoj na komoditních trzích	9
V.1 Ropa a zemní plyn	9
V.2 Ostatní komodity	10
VI. Zaostřeno na...	11
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR	11
A. Přílohy	15
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016	15
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016	15
A3. Seznam zkratk použitých v GEVU	16
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU	17

Datum uzávěrky dat

15. ledna 2016

Sběr dat CF

11. ledna 2016

Datum publikace GEVU

22. ledna 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 (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVU) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

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

Tým zpracovatelů

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

První letošní 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 životního cyklu přímých zahraničních investic, a to jak v teoretické, tak i empirické rovině. Článek představuje empiricky odvozený obecný průběh životního cyklu výnosnosti přímých zahraničních investic a jeho následné využití k tvorbě scénářů pravděpodobného budoucího vývoje celkových výnosů z přímých zahraničních investic, a to na příkladu České republiky.

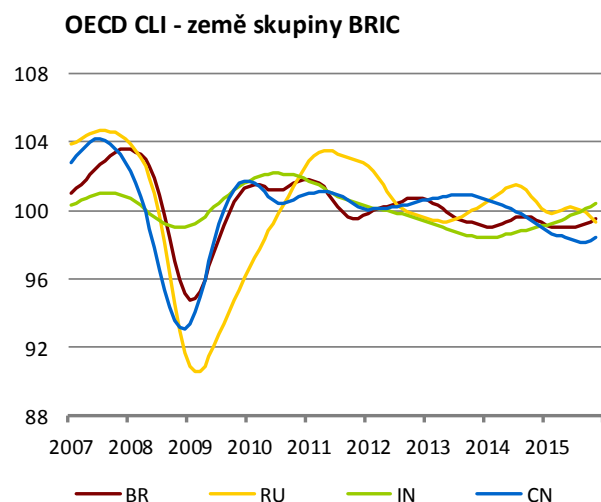
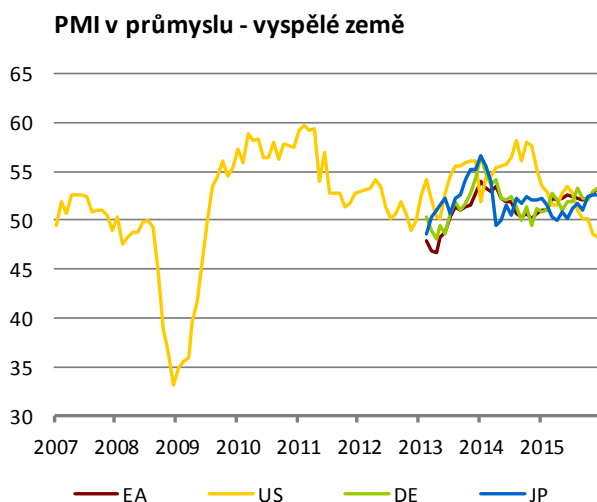
Výhledy globálního ekonomického vývoje na rok 2016 a 2017 jsou oproti minulému roku více optimistické. Světová ekonomika by měla (zejména díky vývoji v asijsko-pacifickém regionu) v letošním roce růst 2,7% tempem, které by se mělo v roce 2017 zvýšit na 3,0%. Z vyspělých ekonomik bude dosahovat robustního hospodářského růstu kolem 2,5 % ekonomika Spojených států, a to i přes nedávné a v budoucnosti pravděpodobně i další utažení měnové politiky. Výkonnost ekonomiky eurozóny by se měla v následujících dvou letech ustálit na 1,7 %, přičemž podobné výkonnosti dosáhne i její nejsilnější ekonomika – Německo. Solidní hospodářský růst v rámci zemí G7 by si měla udržet i Kanada a Velká Británie. Japonskou ekonomiku čeká letos zlepšení ekonomické výkonnosti na 1,2 %, které však bude vystřídáno opětovným poklesem na 0,6 % v roce následujícím. Vývoj inflace je v drtivé většině vyspělých zemí pro letošní rok očekáván stále pod obecnou 2% referenční hladinou, v roce 2017 by jí mělo dosáhnout jen několik málo zemí (Spojené státy, Kanada, Švédsko a možná i překvapivě Japonsko). Důležitou roli budou hrát stále se snižující dolarové ceny ropy a další mírné posílení amerického dolaru vůči většině ostatních měn.

Výhledy rozvíjejících se zemí zastoupených skupinou BRIC zůstávají pro následující dva roky stále nesourodé. Na jedné straně Čína a zejména Indie vykazují silnou ekonomickou dynamiku, která však u čínské ekonomiky postupně slábne k úrovni 6% růstu, na rozdíl od té mírně zesilující v Indii. Poprvé se objevují predikce cenového výhledu pro Čínu, které do konce roku 2017 předpokládají nižší než 2% cenový růst. Ostatní dvě ekonomiky skupiny BRIC, tj. Rusko a Brazílie, jsou na tom a nadále budou o poznání hůře. Na rozdíl od Indie a Číny budou Brazílie i Rusko zažít v letošním roce recesi a jejich růstové vyhlídky pro rok 2017 jen mírně převyšují 1% hranici. Dobrou zprávou pro tyto země je, že by se jim mělo podařit v letošním a příštím roce snížit dvoucifernou inflaci k hodnotám 5-6 %.

Výhledy úrokových sazeb setrvávají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné předpokládat jejich růst do konce roku 2016. V případě Spojených států lze předpokládat, že během letošního roku dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, které započaly téměř po 10. letech v prosinci 2015. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně posilovat vůči všem sledovaným měnám vyjma ruského rublu.

Začátek roku byl na komoditních trzích ve znamení dalších cenových poklesů, zejména v reakci na oslabování čínské měny a turbulence na čínském finančním trhu, které měly negativní vliv i na vývoj globálních akciových trhů. Silný propad zaznamenala zejména cena ropy, s nejistým výhledem poptávky v Číně klesaly i ceny většiny základních kovů. Nicméně výhledy ceny ropy na základě tržní futures křivky zůstávají mírně rostoucí, na konci roku 2016 by měly dosáhnout 40 USD/b.

Předstihové ukazatele pro sledované země

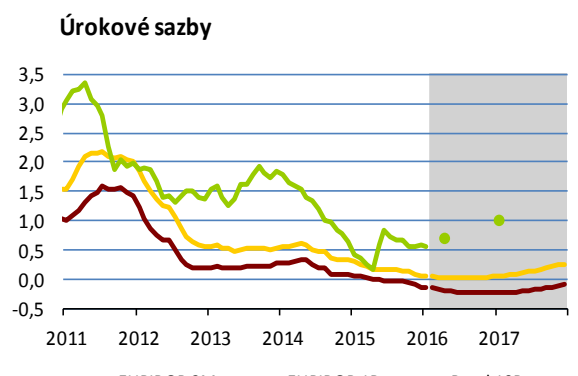
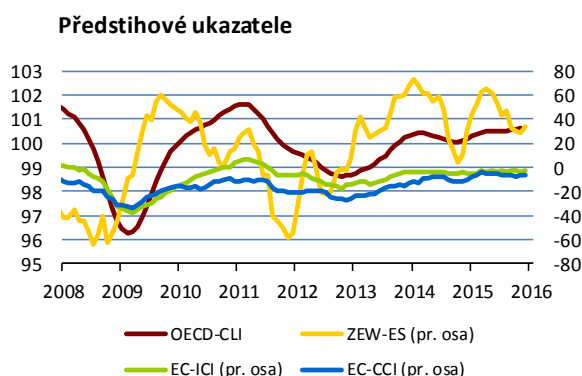
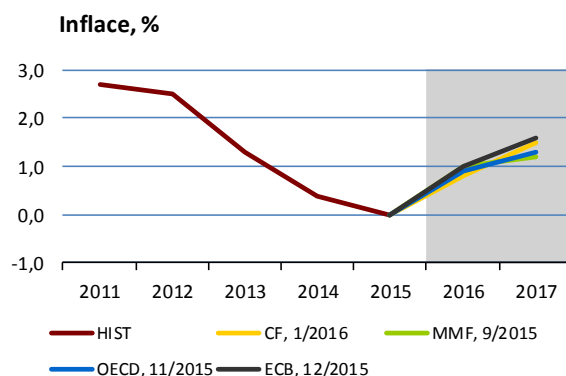
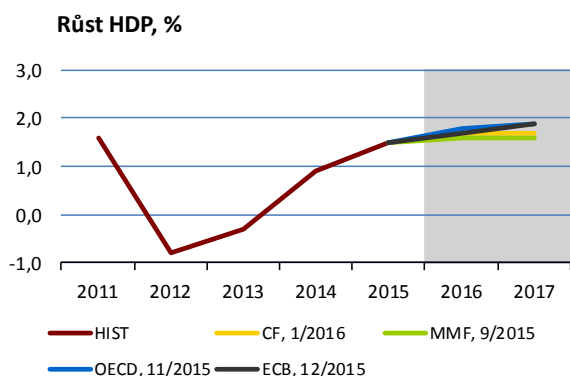


Zdroj: Bloomberg, Datastream

II.1 Eurozóna

Ekonomický růst v eurozóně je jak pro letošní, tak i pro příští rok očekáván na úrovni pod 2 %. Ve srovnání s rokem 2015 je tedy předpokládáno mírné zrychlení růstu. V samotném třetím čtvrtletí 2015 vzrostl HDP eurozóny oproti předchozímu čtvrtletí o 0,3 % a meziročně o 1,6 %. Růst byl tažen zejména spotřebou domácností. Rostly však i investice a spotřeba vlády. Průmyslová produkce v listopadu meziměsíčně poklesla. Nicméně předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu, který v prosinci opět vzrostl, naznačuje zlepšení situace. V listopadu klesaly meziměsíčně také reálné maloobchodní tržby. Pozitivně se naopak vyvíjela situace na trhu práce, když došlo k dalšímu mírnému poklesu míry nezaměstnanosti na 10,5 %. Předstihový indikátor ZEW se v prosinci zvýšil.

Podle rychlého odhadu Eurostatu stagnovala v prosinci inflace spotřebitelských cen na hodnotě 0,2 %. Inflace je dolů tažena podobně jako v předchozích měsících poklesem cen energetických komodit. Pro rok 2016 je očekáváno zvýšení inflace k 1 %, v roce 2017 pak její další mírné zrychlení. ECB na svém prosincovém zasedání přistoupila k dalšímu, předem avizovanému, uvolnění měnové politiky. Inflace bez cen energií a potravin v prosinci dosáhla 0,9 %, tedy stejně jako v předchozím měsíci. 3M Euribor v lednu dále poklesl na -0,14 %. Jeho výhled v ročním horizontu je však ještě nižší. Očekávání ohledně výnosu německého desetiletého vládního dluhopisu v ročním horizontu se oproti předchozímu měsíci nezměnila.

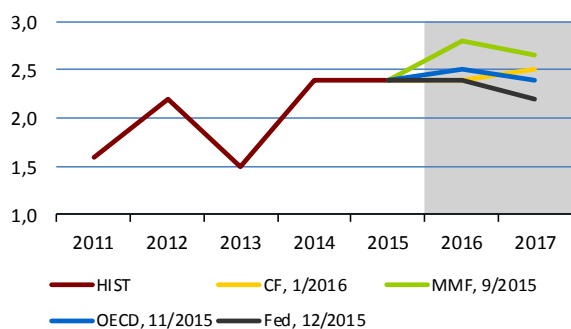


II.2 Spojené státy

Dle očekávání zvýšila americká centrální banka v prosinci základní úrokové sazby, poprvé po téměř deseti letech. Pásmo pro základní sazbu se posunulo o 25 b. b., na 0,25–0,5 %. Oficiální vyjádření Fedu uvedlo jako důvod dobrou kondici americké ekonomiky, zejména vývoj na trhu práce. Centrální banka také věří, že se inflace dostane ve střednědobém horizontu na 2% cíl. Nové údaje z trhu práce pak potvrzují zlepšující se situaci. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru se v prosinci zvýšil o 292 tis. (odhad 200 tis.), přičemž hodnota za předchozí dva měsíce byla revidována o 50 tisíc směrem nahoru. Nezaměstnanost v posledních třech měsících roku 2015 stagnovala na úrovni 5,0 %, zatímco míra participace v prosinci nepatrně vzrostla. U maloobchodních prodejí bylo v listopadu zaznamenáno další zvolnění dynamiky, ale důvěra spotřebitelů se v prosinci mírně zvýšila.

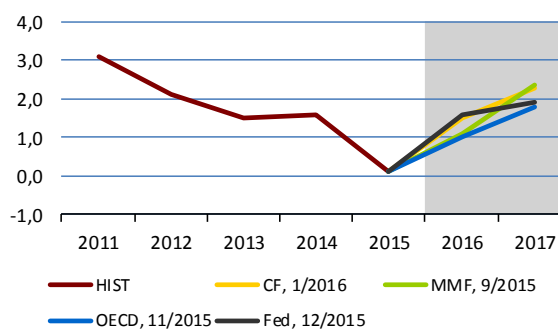
V listopadu zrychlila meziroční inflace spotřebitelských cen na 0,4 % a jádrová inflace dosáhla úrovně 2 %. Inflační tlaky tedy zůstávají omezené. Proto Fed v prohlášení také naznačil, že první zvýšení sazeb je sice začátek cyklu postupného utahování měnové politiky, jeho pokračování však bude záviset na aktuálním vývoji inflačních tlaků. Podle tržních výhledů tak další měnověpolitické zásahy nelze v brzké době očekávat. V průběhu lednového šetření bylo více než 88 % panelistů CF přesvědčeno, že na lednovém zasedání sazby zvýšeny nebudou. Za významná rizika označili někteří představitelé Fedu aktuální vývoj v Číně, další propad cen ropy a jejich dopad na inflační očekávání. Trajektorie očekávaných úrokových sazeb ani výhled kurzu USD/EUR nedoznaly oproti prosinci významných změn. Lednový CF snížil o 0,1 p. b. výhled růstu HDP a o 0,2 p. b. výhled inflace v roce 2016. V roce 2017 by americká ekonomika měla nepatrně zrychlit a inflace se přehoupne přes dvouprocentní hranici. Nová prognóza Fedu pak přinesla mírně nižší výhled inflace a mírně vyšší výhled růstu HDP v tomto roce. Předpověď pro rok 2017 se nezměnila.

Růst HDP, %



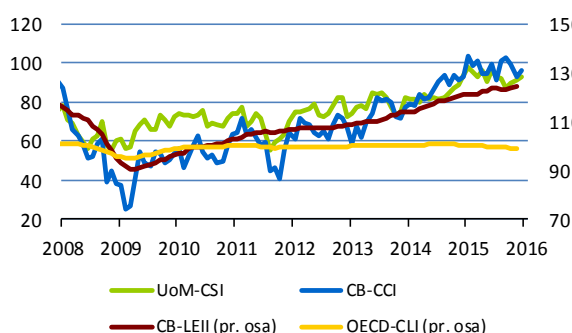
	CF	MMF	OECD	Fed
2016	2,4	2,8	2,5	2,4
2017	2,5	2,7	2,4	2,2

Inflace, %



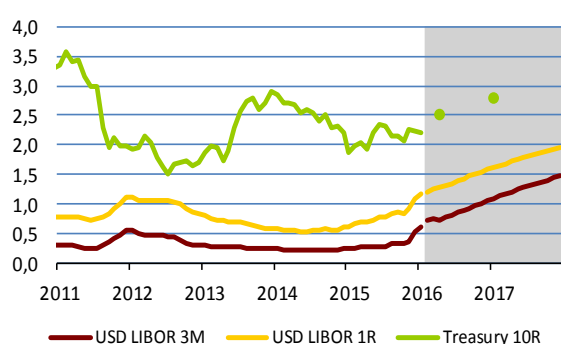
	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,5	1,1	1,0	1,6
2017	2,3	2,4	1,8	1,9

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
10/15	124,1	99,3	90,0	99,1
11/15	124,6	99,2	91,3	92,6
12/15			92,6	96,5

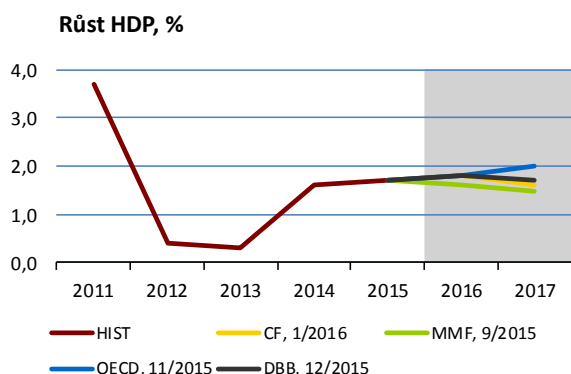
Úrokové sazby



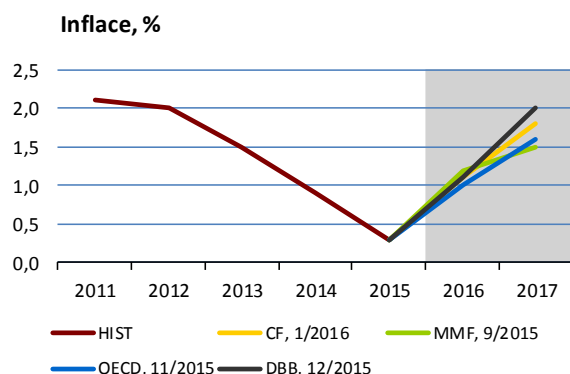
	12/15	01/16	04/16	01/17
USD LIBOR 3M	0,54	0,62	0,74	1,10
USD LIBOR 1R	1,09	1,09	1,28	1,62
Treasury 10R	2,24	2,20	2,50	2,80

II.3 Německo

Mezičtvrtletní tempo růstu německého HDP se ve třetím čtvrtletí letošního roku snížilo o 0,1 p. b., na 0,3 %. Meziroční dynamika naopak ve stejné míře vzrostla na 1,7 %. Spolkový statistický úřad předběžně odhaduje růst německé ekonomiky za celý minulý rok na 1,7 %, stejně jako lednový CF. Růstu napomáhal zejména vzestup spotřeby vlády a domácností, který převážil nad poklesem vnější poptávky způsobeným zpomalováním rozvíjejících se ekonomik. Zaměstnanost vzrostla na nejvyšší úroveň od znovusjednocení, nezaměstnanost rekordně klesla a státní rozpočet dosáhl přebytku 12 mld. EUR. Pro letošní rok CF očekává mírnou akceleraci ekonomického růstu na 1,8 %. Optimismus analytiků podporuje i prosincový nárůst téměř všech předstihových ukazatelů. Inflace se v prosinci snížila na 0,3 % a za celý loňský rok klesla na rekordně nízkou úroveň 0,2 %. Hlavní příčinou slabého růstu cen byl extrémní pokles cen energií.



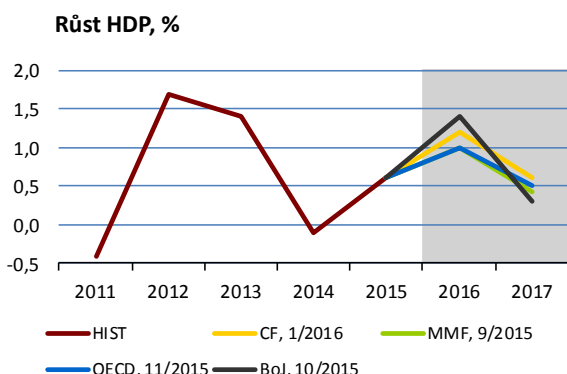
	CF	MMF	OECD	DBB
2016	1,8 →	1,6	1,8	1,8 →
2017	1,6 ★	1,5	2,0	1,7 ↗



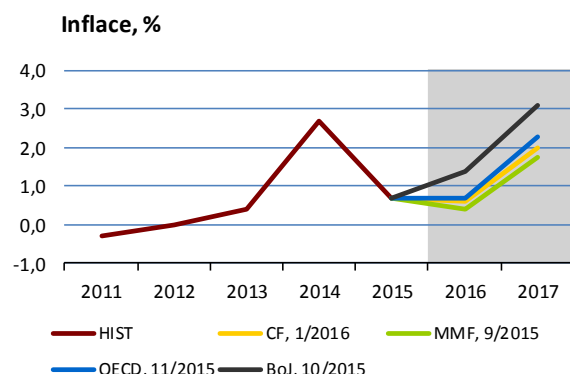
	CF	MMF	OECD	DBB
2016	1,1 ↘	1,2	1,0	1,1 ↘
2017	1,8 ★	1,5	1,6	2,0 ↗

II.4 Japonsko

Nové údaje z japonské ekonomiky naznačují, že výraznější oživení lze očekávat až v průběhu roku 2016. Meziroční změna průmyslové produkce se již několik měsíců pohybuje okolo nuly, ale předstihový indikátor PMI stále vyznívá optimisticky, zejména díky překvapivému nárůstu objednávek. Na druhou stranu v listopadu se meziroční dynamika exportů propadla na nejnižší úroveň za poslední tři roky (-3,3 %), především kvůli poklesu vývozu do Číny. Spotřebitelská poptávka také nezaznamenala výrazné zlepšení. V závěru roku 2015 výdaje domácností i maloobchodní prodeje v meziročním srovnání klesaly, zatímco nezaměstnanost se drží na rekordní úrovni kolem 3 %. V novoročním projevu sice premiér Abe prohlásil, že Japonsko se již nenachází v deflačním období, ale aktuální údaje o inflaci zůstávají velmi nízké. Celková meziroční inflace dosáhla v listopadu stejné hodnoty jako v říjnu (0,3 %), zatímco jádrová inflace bez cen potravin byla nulová. Podle lednového CF zůstanou inflační tlaky utlumené i v roce 2016. Zrychlení na cíl centrální banky se očekává až v roce 2017.



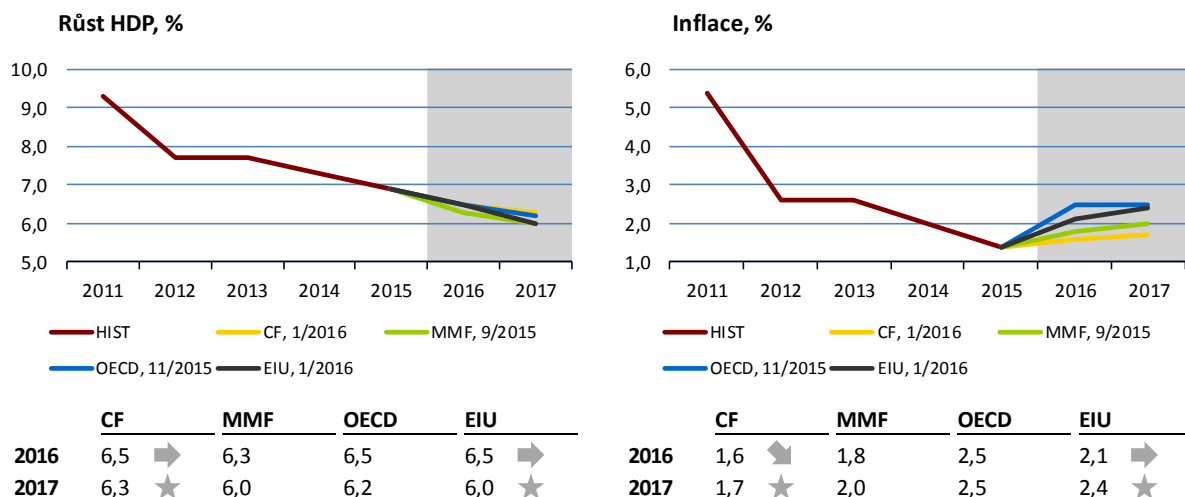
	CF	MMF	OECD	BoJ
2016	1,2 →	1,0	1,0	1,4
2017	0,6 ★	0,4	0,5	0,3



	CF	MMF	OECD	BoJ
2016	0,6 ↘	0,4	0,7	1,4
2017	2,0 ★	1,8	2,3	3,1

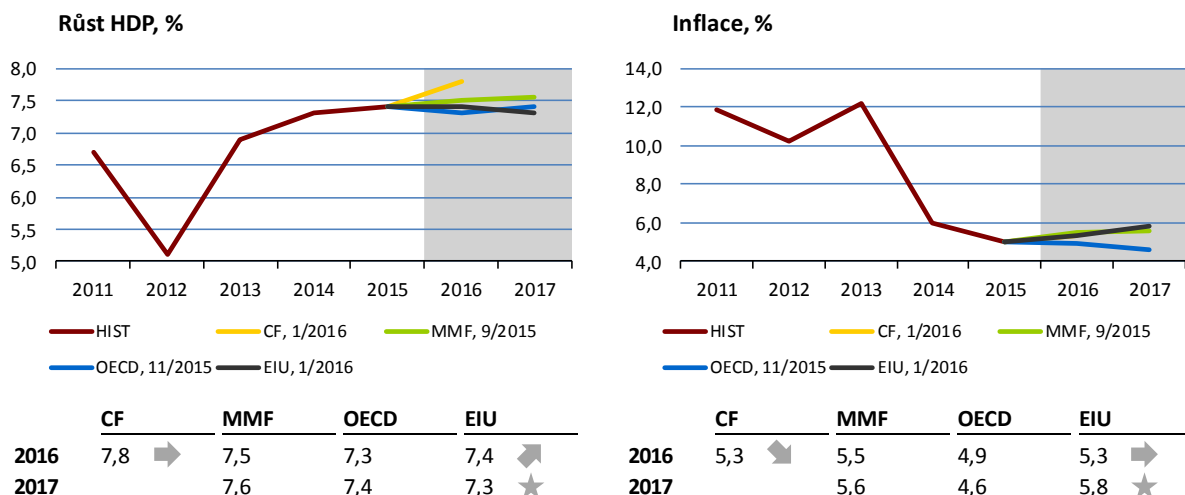
III.1 Čína

Meziroční tempo růstu objemu průmyslové produkce Číny v listopadu mírně zrychlilo a dosáhlo 6,2 %. Prosincový PMI ve zpracovatelském průmyslu dále prohloubil pokles pod 50bodovou hranici, zatímco PMI nových zakázek ji naopak překročil. V závěru roku bylo pozorováno výrazné zpomalení propadu mezinárodního obchodu Číny. Prosincová data příznivě překvapila jen 1,4% poklesem vývozu a 7,6% propadem dovozu, avšak souběžně zesilují obavy z odlivu kapitálu z Číny. Přestože současný vývoj krátkodobých indikátorů nenaznačuje výrazné změny, turbulence na čínském finančním trhu a její odezva na světových trzích spolu s oslabením renminbi na téměř 5leté minimum znovu posílila obavy ze zpomalení čínské ekonomiky – nejvýznamnějšího tahouna celosvětového růstu. Výhledy HDP dle CF a EIU se pro letošní rok zatím nezměnily, obě instituce počítají s 6,5% růstem. V roce 2017 by měl růst HDP dále zpomalit na 6,0–6,3 %.



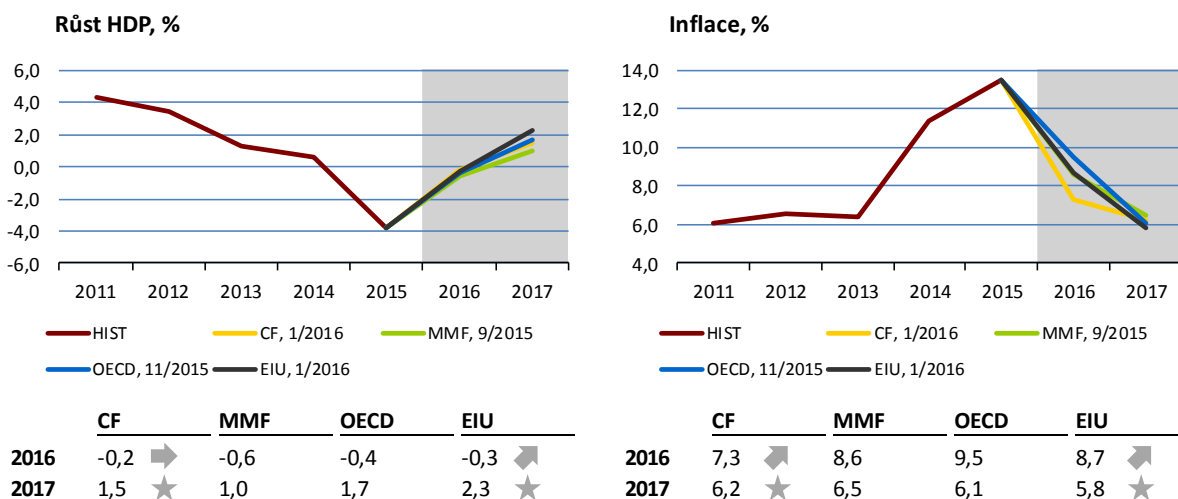
III.2 Indie

Indická výrobní aktivita ke konci roku poklesla. Průmyslová výroba se v listopadu navzdory očekáváním propadla o 3,2 %, vlivem nižší produkce elektrické energie a poklesu ve výstupu cementářství a ocelářství. PMI ve zpracovatelském průmyslu klesá již šest měsíců v řadě a v prosinci se s hodnotou 49,1 bodů ocitl v pásmu kontrakce. Důvodem je slábnoucí domácí poptávka a záplavy na jihu země. CF ponechal výhled růstu HDP pro fiskální rok 2016/2017 beze změny, EIU ho pak zvýšil o 0,3 p.b. V roce 2017/2018 pak sledované instituce očekávají růst okolo 7,4 %. Inflace v prosinci opět vzrostla, a to o 0,2 p. b., na hodnotu 5,6 %. Nejvíce ji ovlivnily ceny potravin, ale vzhůru ji tlačila také depreciace indické rupie vůči americkému dolaru. CF mírně snížil svou predikci inflace pro rok 2016 (o 0,1 p. b.). V roce 2017 pak EIU očekává inflaci ve výši 5,8 %.



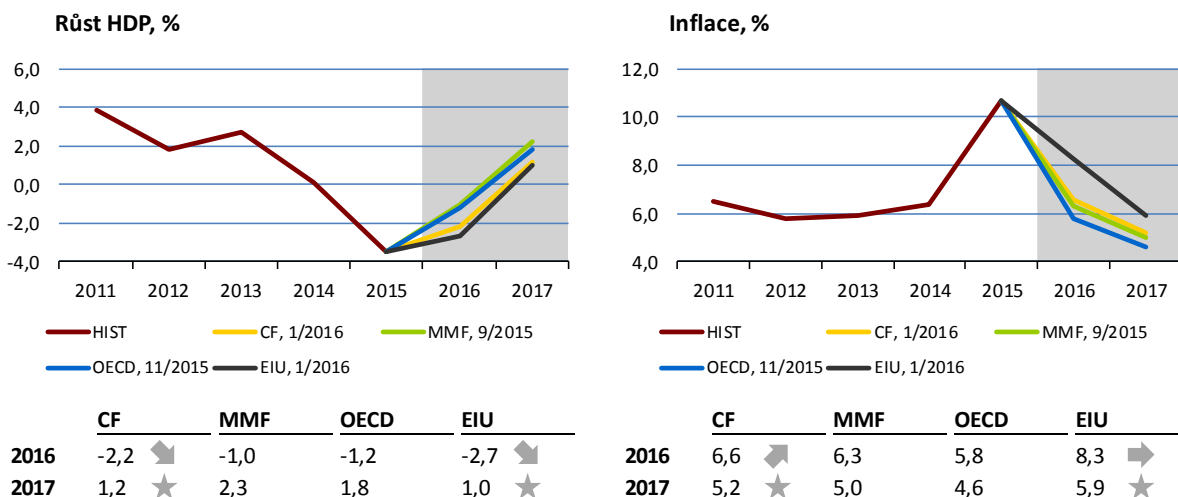
III.3 Rusko

Data za listopad ukazují na pokračující propad průmyslové produkce (o 3,5 %), pokles maloobchodního obrátu (o 13,1 %), pokles reálných mezd (o 9,0 %) a souběžný růst nezaměstnanosti. Vývoz a dovoz rovněž klesaly, ovšem poněkud mírnějším tempem než v říjnu. Nově zveřejněná data o krátkodobém vývoji tak celkově nepřinesla výraznou změnu oproti předchozímu měsíci. Nejhorší zprávou pro ruskou ekonomiku je v současné době další pokles cen ropy, kvůli čemuž rubl ještě více oslabil (v polovině ledna se přiblížil k 77 RUB/USD). Ovšem letos by propad ekonomické aktivity měl zpomalit z 3,8 % očekávaných v roce 2015 na 0,2–0,3 % (CF a EIU). Příští rok by měla ekonomika vykázat dokonce slabý růst. Inflace v prosinci klesla pod 13 %. Za rok lze očekávat její další zpomalení na 7,3–8,7 %, byť lednový výhled počítá pro rok 2016 s inflací o 0,1 až 0,5 p. b. vyšší než prosincový.



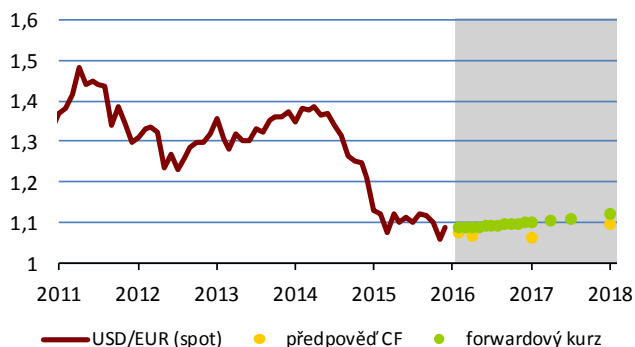
III.4 Brazílie

Kvůli nečekaně hlubší ekonomické recesi, pokračujícímu nepříznivému fiskálnímu vývoji a zvyšující se politické nestabilitě snížila v prosinci agentura Fitch rating Brazílie o jeden stupeň, na rizikový (BB+) s negativním výhledem. Průmyslová výroba se v listopadu opět propadla a může tak značit nadále se prohlubující recesi na konci roku. Nicméně listopadová nezaměstnanost zaznamenala první snížení v roce 2015, a to na 7,5 %. PMI ve zpracovatelském průmyslu v prosinci vzrostl na 45,6 bodů, dále se však nachází v kontrakčním pásmu. Výhledy růstu HDP pro rok 2016 snížil jak CF, na -2,2 %, tak i EIU, a to až na -2,7 %. V roce 2017 by se však ekonomika měla vrátit k růstu HDP. Inflace v prosinci činila 10,7 %, což je o 0,2 p. b. více než v listopadu. Ukončila tak rok nad hranicí 10 %, vysoko nad cílem centrální banky. Nejvíce přispěly k jejímu růstu ceny potravin a dopravy. EIU ponechal výhled inflace pro letošní rok beze změny, CF jej pak zvýšil o 0,2 p. b. V roce 2017 predikují obě instituce návrat inflace do cílového pásma (inflační cíl je 4,5 % s tolerančním pásmem ±2 p. b.).



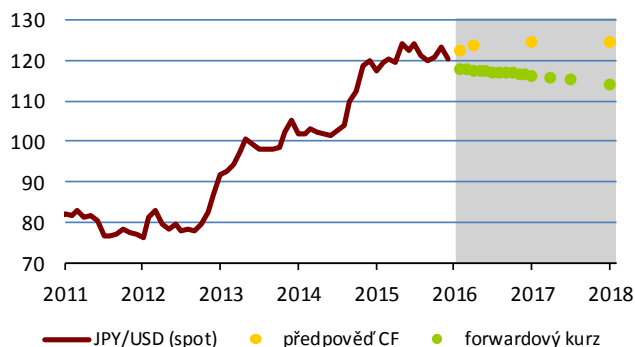
IV. Grafy výhledů kurzů

Americký dolar (USD/EUR)



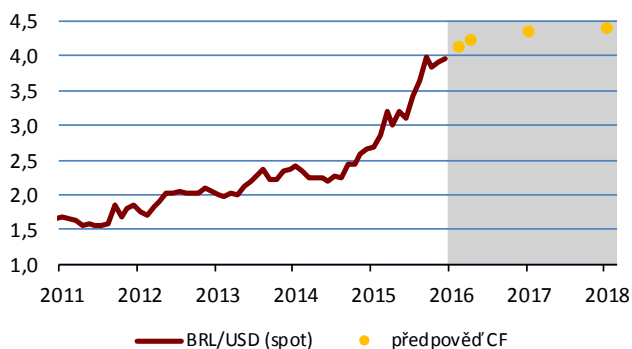
	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	1,085				
předpověď CF		1,074	1,066	1,064	1,098
forwardový kurz		1,087	1,089	1,100	1,120

Japonský jen (JPY/USD)



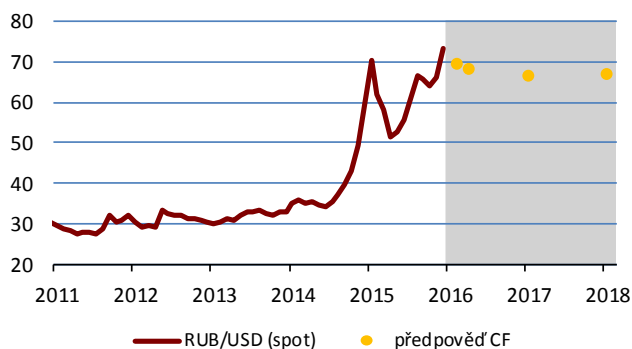
	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	117,8				
předpověď CF		122,2	123,5	124,5	124,6
forwardový kurz		117,7	117,5	116,3	114,1

Brazilský real (BRL/USD)



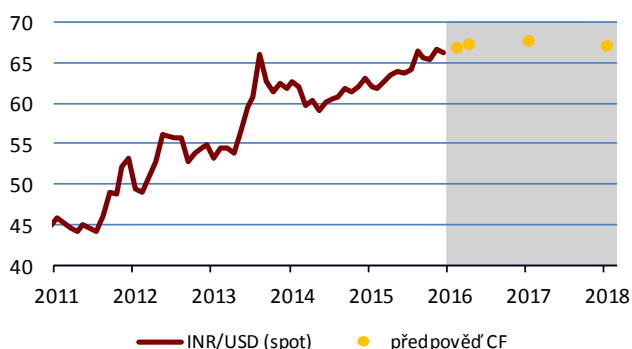
	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	4,052				
předpověď CF		4,117	4,229	4,343	4,397

Ruský rubl (RUB/USD)



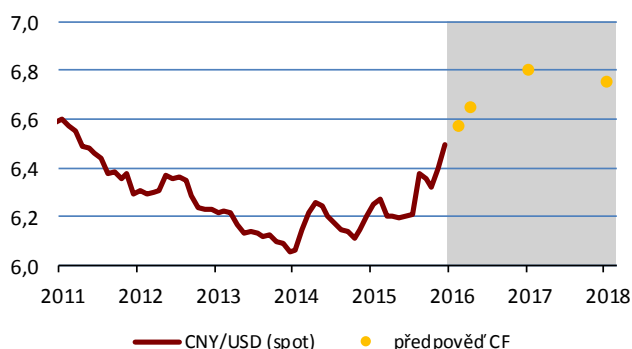
	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	76,01				
předpověď CF		69,25	68,10	66,54	66,98

Indická rupie (INR/USD)



	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	66,78				
předpověď CF		66,84	67,16	67,71	66,95

Čínský renminbi (CNY/USD)



	11/1/16	02/16	04/16	01/17	01/18
spotový kurz	6,582				
předpověď CF		6,571	6,646	6,802	6,751

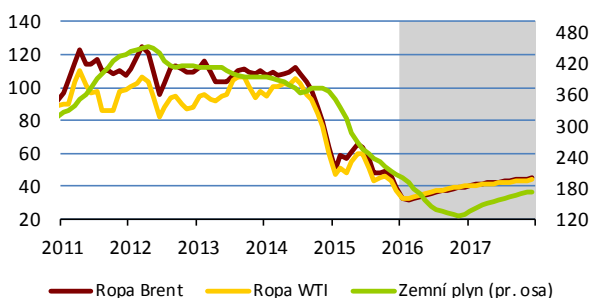
Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa a zemní plyn

Na začátku nového roku se obnovil prudký pokles cen ropy (zejména v důsledku propadu čínského akciového trhu a oslabování renminbi). V polovině ledna se ceny dostaly poprvé od února 2004 pod hranici 30 USD/b.

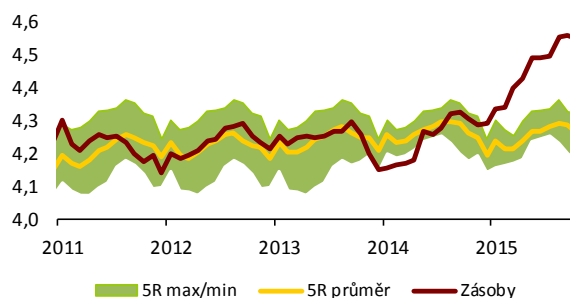
Tržní předpověď na základě futures křivky z 11. ledna se na celém horizontu opět posunula značně směrem dolů (o cca 9 USD/b) a nadále předpokládá jen pozvolný růst. Cena ropy Brent by tak do konce roku 2016, resp. 2017, měla vzrůst pouze na cca 40, resp. 45 USD/b. K výrazné změně došlo u rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI. Zatímco v roce 2015 se ropa WTI obchodovala v průměru s diskontem téměř 5 USD/b, po zrušení zákazu vývozu surové ropy z USA (18. prosince) se ceny obou benchmarků sblížily, a to na celém horizontu předpovědi. Lednová předpověď EIA se rovněž posunula směrem dolů, přesto nadále očekává oproti tržní křivce vyšší růst cen ropy Brent (o cca 4 USD/b letos a o 7 USD/b o rok později). Cena ropy Brent by tak letos měla dosáhnout v průměru 40 USD/b a v příštím roce 50 USD/b. EIA (na rozdíl od trhu) očekává i zachování diskontu u ceny ropy WTI, pro letošní rok v průměru 2 a pro rok 2017 3 USD/b. Ještě výše je se svou předpovědí lednový CF, který v ročním horizontu očekává růst ceny ropy Brent na téměř 50 USD/b. Vzhledem k očekávanému brzkému růstu dodávek ropy z Íránu, nelimitované těžbě v ostatních zemích OPEC, prozatímni odolnosti břidlicové těžby v USA a rekordním globálním zásobám ropy převažují rizika vývoje cen ropy spíše směrem dolů, zejména pokud by došlo k výraznějšímu zpomalení čínské ekonomiky. K rychlejšímu růstu cen by naopak došlo jen v případě silnějšího poklesu těžby v USA nebo většího konfliktu na Blízkém východě.

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

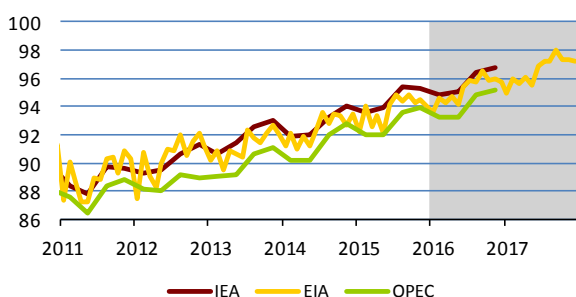


	Brent	WTI	Plyn
2015	53,64 ↘	48,80 ↘	263,48 ↗
2016	35,90 ↘	36,52 ↘	152,39 ↘

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

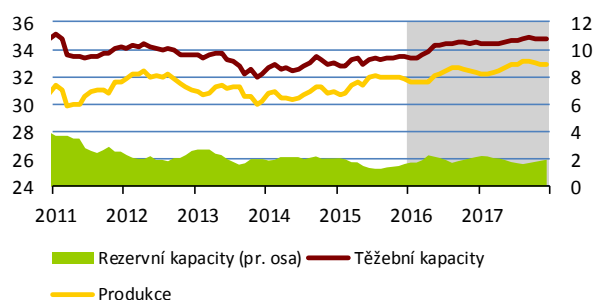


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	94,54 ↘	93,78 ↘	92,88 ↗
2016	95,78 ↘	95,19 ↘	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	31,64 ↗	33,23 ↗	1,59 ↗
2016	32,16 ↗	34,12 ↗	1,97 ↘

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (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 mln. 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.

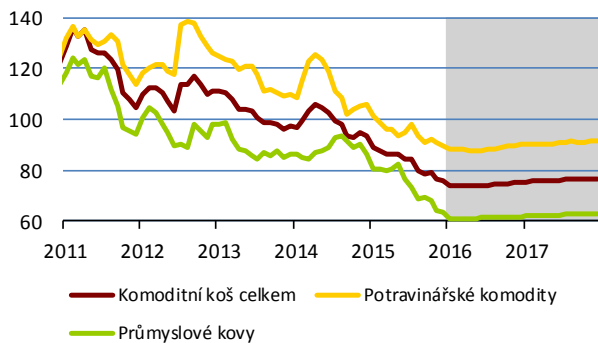
V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit pokračoval v prosinci a první polovině ledna v poklesu, stejně jako jeho dvě složky zahrnující ceny potravinářských komodit a ceny průmyslových kovů. Tržní výhled všech tří indexů je jen slabě rostoucí.

K dalšímu poklesu cen došlo v první polovině ledna prakticky u všech základních kovů s výjimkou hliníku, stagnovala i cena železné rudy. Zpomalování průmyslové výroby a ekonomického růstu v Číně (a v poslední době i turbulence na tamním finančním trhu a oslabování renminbi) netlačí dolů jen ceny ropy, ale i ceny základních kovů. Pro producenty je drahé zavírat nadbytečné kapacity. Jsou sice omezovány investice do nových kapacit, pro oživení cen komodit je však zásadní oživení poptávky. Proto i ceny základních kovů mohou zůstat pod tlakem ještě dlouhou dobu. Cena kaučuku se po silném růstu mezi polovinou listopadu a polovinou prosince následně na počátku roku silně propadla v reakci na pokles cen energií.

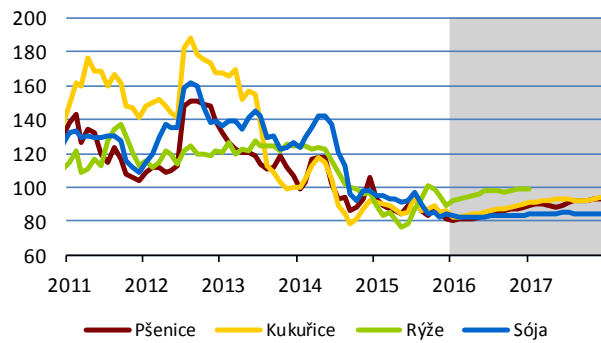
Souhrnný index cen potravin má podobný vývoj, jako index cen pšenice, který při zvýšené volatilitě pokračoval v trendovém poklesu. Cena sóji od září více méně stagnuje a ani cena kukuřice přes mírný pokles v uplynulém měsíci nevykazuje již od srpna žádný trend. Mírný růst zaznamenala cena rýže a hovězího masa, větší pokles naopak cena kakaa.

Indexy cen neenergetických komodit



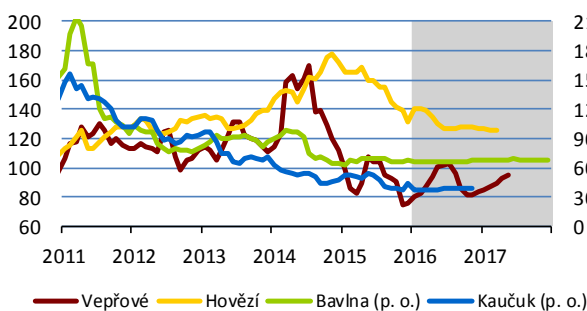
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	82,8 ↗	94,7 ↘	74,0 ↗
2016	74,4 ↘	88,7 ↘	61,4 ↘

Potravinářské komodity



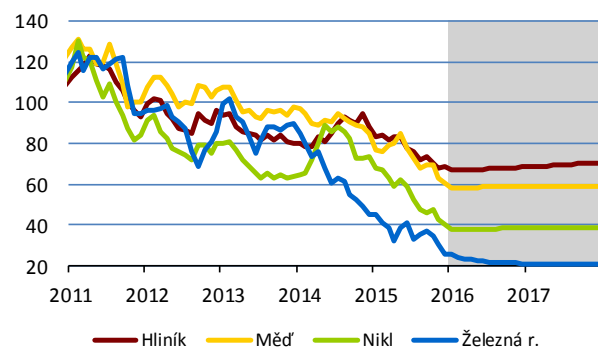
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	87,4 ↗	88,1 ↗	88,3 ↗	90,2 ↘
2016	84,1 ↘	86,0 ↘	96,6 ↗	83,0 ↘

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91,8 ↗	154,3 ↗	67,5 ↗	46,7 ↗
2016	89,9 ↗	131,4 ↗	66,6 ↘	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	76,6 ↗	73,0 ↗	54,4 ↘	36,0 ↗
2016	67,5 ↘	58,5 ↘	38,1 ↘	22,5 ↘

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.

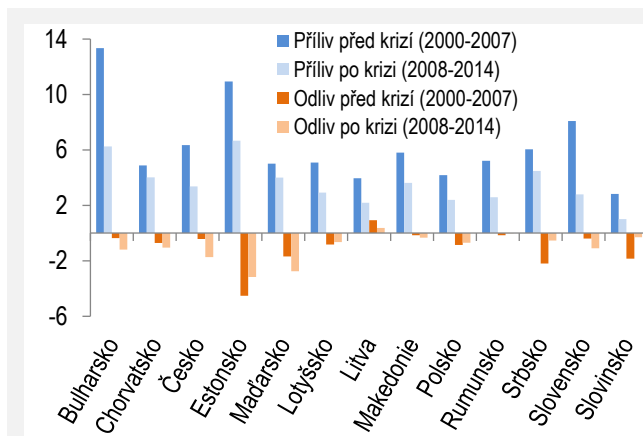
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR¹

Od 80. let minulého století začínají přímé zahraniční investice (PZI) hrát ve světové ekonomice stále významnější roli, a urychluje se tak proces globalizace. Většina toků PZI probíhala hlavně mezi vyspělými zeměmi navzájem. Pro tranzitivní země střední a východní Evropy znamenaly PZI restrukturalizaci a růst výkonosti jejich ekonomik. PZI, podobně jako každá jiná investice v obecném slova smyslu, jsou charakteristické určitým životním cyklem, u kterého předpokládáme nelineární průběh. Cílem tohoto článku je představit empiricky odvozený obecný průběh životního cyklu výnosnosti PZI a jeho následné využití k tvorbě scénářů pravděpodobného budoucího vývoje celkových výnosů z PZI na příkladu ČR. Výnosy z PZI totiž významně prohlubují běžný účet platební bilance, a proto je znalost jejich pravděpodobného vývoje důležitá pro posouzení vnější ekonomické rovnováhy.

1 Toky PZI

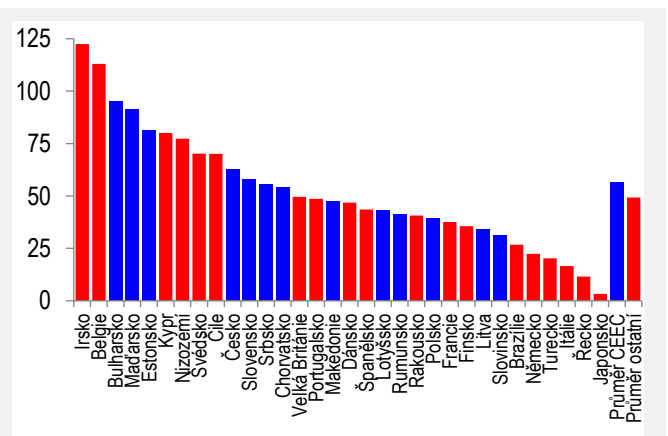
Aktivity zahraničních investorů ovlivňují významně účty platební bilance. V počáteční fázi, když PZI² přitékají do ekonomiky, dosahuje finanční účet obyčejně přebytku a dochází ke zhodnocování místní měny. V další fázi je s určitým časovým zpožděním ovlivněna obchodní bilance hostitelské země, a to v závislosti na typu PZI (trh vyhledávající, efektivitu vyhledávající nebo zdroje vyhledávající PZI). Výsledkem bývá většinou zlepšení obchodní bilance. Na druhé straně PZI, stejně jako každá jiná investice, musí generovat zisk. Proto hostitelská země zaznamenává zároveň zhoršení bilance výnosů. Vzájemné působení obchodní bilance a bilance výnosů tak určuje celkový charakter běžného účtu hostitelské země.

PZI hrály významnou úlohu v restrukturalizaci ekonomik střední a východní Evropy, které byly významnými příjemci PZI jak v předkrizovém období, tak ve zmenšené míře také v období po krizi roku 2008 (graf 1). S postupem času se tyto země stávají navíc také vývozci kapitálu. U mnoha zemí včetně ČR je nárůst přímých investic v zahraničí patrný až po roce 2008. Ve srovnání s dalšími zeměmi, mezi kterými převládají zejména vyspělé státy západní Evropy, dosahovala průměrná zásoba PZI na HDP v zemích střední a východní Evropy mírně vyšších hodnot (graf 2). Učebnicovou ekonomikou co se týče významu PZI je Irsko s podílem zásoby PZI na HDP ve výši bezmála 125 %. Na druhé straně z tohoto pohledu relativně uzavřenou ekonomikou je Japonsko.



Graf 1 Příliv/odliv PZI do/ze zemí střední a východní Evropy (v % HDP)

Zdroj: Economist (EIU)



Graf 2 Průměrná zásoba PZI v letech 2008 až 2012 (v % HDP)

Zdroj: Eurostat a národní statistické úřady

Mezi základní indikátory vnější ekonomické rovnováhy patří saldo běžného účtu platební bilance. Výsledné saldo běžného účtu je u většiny zemí s významnou zásobou PZI určováno vzájemným působením bilance výnosů z PZI a bilance zboží a služeb, neboť PZI zároveň přispívají k růstu konkurenceschopnosti hostitelské ekonomiky. Tím však strukturální analýza běžného účtu platební bilance nekončí. Pokud se totiž zajímáme o reálné peněžní toky, které mají vliv na formování měnového kurzu na devizovém trhu, je navíc nutné očistit celkové saldo běžného účtu o reinvestované zisky³. Reinvestované zisky z předchozích výnosů z PZI totiž představují příliv kapitálu do ekonomiky a jsou tedy vykazovány na finančním účtu platební bilance.

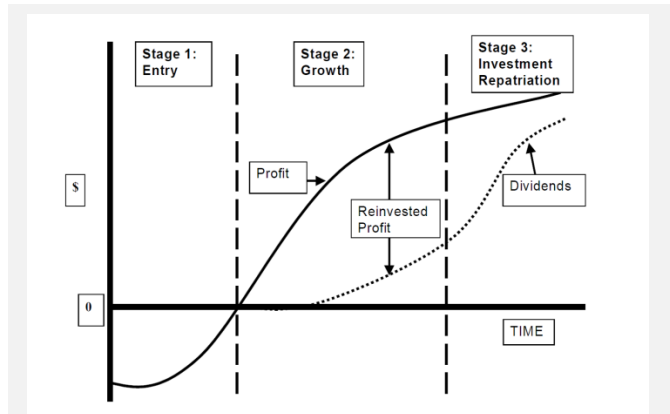
¹ Autorem je Filip Novotný (filip.novotny@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

² PZI je definována jako minimálně 10% majetková účast.

³ Reinvestované zisky představují zadržované zisky zahraničně vlastněných podniků v hostitelské ekonomice.

Nicméně jako protipoložka jsou zároveň reinvestované zisky zaznamenány ve stejné hodnotě také jako odliv výnosů nerezidentů z investic v hostitelské ekonomice v bilanci výnosů. Protože tedy reinvestované zisky reálně zemi neopouštějí, dosahuje bilance běžného účtu po očištění o reinvestovaný zisk lepších hodnot.

Na možný problém s interpretací běžného účtu v případě zemí s vysokým podílem PZI upozornili například Brada a Tomšík (2003). Tito autoři navíc uveřejnili teoretický životní cyklus výnosů z PZI (graf 3), který má tři fáze. V první fázi dosahuje PZI záporného výnosu, což je způsobeno rozjezdem výroby a etablováním zahraničního investora v novém prostředí. V druhé fázi již výnos z počáteční zásoby PZI rychle roste a zároveň zahraniční investor většinu tohoto výnosu reinvestuje zpět do úspěšně se rozvíjejícího podniku. Již v průběhu druhé fáze životního cyklu však dochází ke zpomalování růstu výnosů a zároveň zahraniční investor začíná převádět část těchto výnosů do mateřské země. Ve třetí fázi sice výnosy pokračují v mírném růstu, ale většina z nich je repatriována do zahraničí.



Graf 3 Teoretický životní cyklus výnosů z PZI

Zdroj: Brada a Tomšík (2003, s. 22)

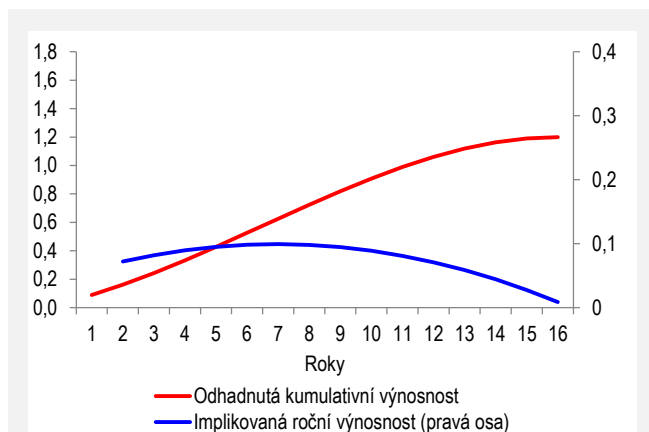
2 Empirické odvození životního cyklu výnosnosti PZI

Novotný (2015) odvozuje délku a průběh životního cyklu výnosnosti PZI na panelu 32 zemí (většinou evropských). Využívá přitom zjednodušenou verzi metody, která byla původně použita v Novotný a Podpiera (2008). Tato metoda umožňuje v čase izolovat pouze ty výnosy, které patří původní zásobě PZI v jejím daném roce přílivu. To je významný posun v analýze životního cyklu PZI oproti předchozí literatuře. Do ekonomiky totiž PZI přitékají průběžně a je tedy nutné při analýze jejich životního cyklu tyto investice od sebe vzájemně odlišit. Statistika platební bilance vykazuje souhrnně celkové výnosy v daném roce z celkové zásoby PZI v daném roce, která je však různého stáří. Izolováním výnosů, které náleží vždy pouze novému přílivu PZI v daném roce, jsme tak schopni empiricky odvodit životní cyklus výnosnosti PZI.

Takto odvozená výnosnost pouze dané počáteční zásoby PZI je následně použita v regresní rovnici, kde na pravé straně vystupuje čas v letech v lineární, kvadratické a kubické formě. Jako kontrolní proměnné jsou v regresní rovnici navíc použity meziroční změny reálného HDP, cen průmyslových výrobců a reálného efektivního kurzu, a také krátkodobá úroková sazba v hostitelské ekonomice. Rovnice je odhadnuta na panelových datech 32 zemí. Odhadnuté časové koeficienty ukazují v souladu s naším předpokladem na nelineární průběh výnosnosti PZI (graf 4). Za konec životního cyklu dané PZI potom považujeme okamžik, kdy kumulativní výnosnost poklesne, což implikuje zápornou roční výnosnost.

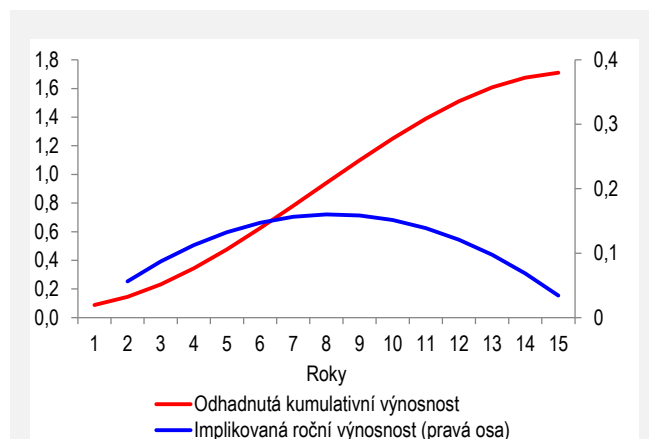
V grafu 4 tento okamžik nastane v 16. roce od přílivu původní investice. Navíc je patrné, že odvozená roční výnosnost se zvyšuje až do 7. roku investice, kdy dosahuje 10 %. Ve zbývajících letech roční výnosnost postupně klesá až k nulové hodnotě. Mimoto, pokud se podíváme na cyklus (odpisové plány) samotných fixních investic, tak ten většinou trvá v rozmezí sedmi až jedenácti let.

Odhadnutý časový profil kumulativní výnosnosti PZI představuje obecný průběh výnosnosti napříč námi sledovanými zeměmi. Nicméně z důvodu zamýšlené aplikace tohoto profilu na ČR potřebujeme více



Graf 4 Empiricky odvozený cyklus výnosnosti PZI

Zdroj: Novotný (2015)



Graf 5 Empiricky odvozený cyklus výnosnosti PZI na vzorku zemí střední a východní Evropy

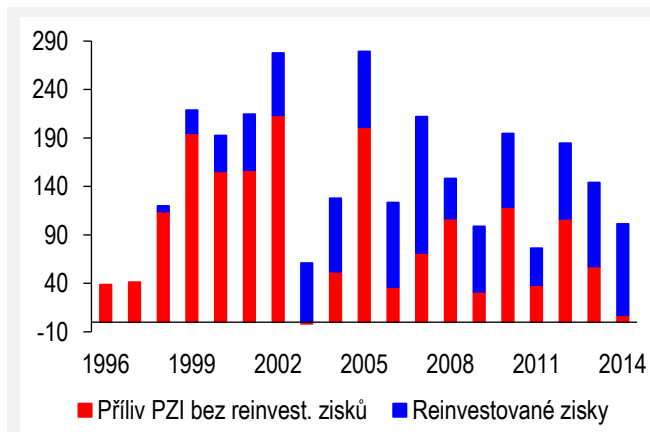
Zdroj: Novotný (2015)

specifický odhad, a proto provedeme regresi znovu, tentokrát pouze na vzorku 13 zemí střední a východní Evropy⁴. Tímto způsobem dostáváme mírně pozměněný časový profil výnosnosti (graf 5). Odhadnutý životní cyklus je o jeden rok kratší ve srovnání s původním vzorkem zemí. Celkově trvá 15 let a je dynamičtější. Odvozená roční výnosnost dosahuje svého maxima v osmém roce životního cyklu na úrovni 16 %. V případě tranzitivních zemí střední a východní Evropy tedy trvá mírně déle, než jsou dosaženy veškeré výhody počáteční investice. Poté však roční výnosnost klesá relativně rychle. Tranzitivní země střední a východní Evropy jsou zároveň charakteristické relativně vyššími výnosy, což lze vysvětlit jejich ekonomickým sblíživáním se zeměmi západní Evropy.

3 Alternativní scénáře budoucích výnosů z PZI na příkladu ČR

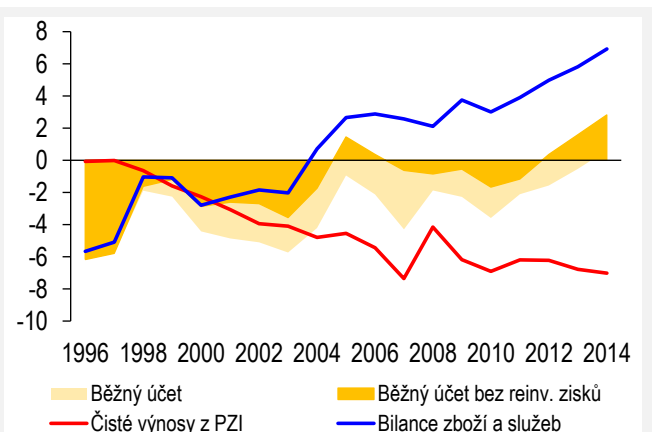
Zvýšený příliv PZI zaznamenala ČR až v pozdější fázi transformačního procesu, konkrétně na konci 90. let minulého století (graf 6). Přitom až do roku 2002 hrály dominantní roli „nové“ investice ve formě účastí a mezipodnikových úvěrů. S postupujícím stářím stávající zásoby PZI v ČR však docházelo k růstu realizovaných výnosů z těchto PZI, přičemž část těchto výnosů byla zpětně reinvestována v ČR (reinvestované zisky). Reinvestované zisky tak postupně od roku 2003 začaly tvořit významnou část celkového přílivu PZI do ČR. V posledním roce pozorování (2014) pak reinvestované zisky představovaly dokonce více jak 90 % celkového přílivu PZI do ČR.

V případě ČR dosahoval běžný účet v transformačních 90. letech minulého století deficitu, který byl dán deficitem bilance zboží a služeb (graf 7). V poměru k HDP tento deficit překročil obecně uznávanou hranici udržitelnosti ve výši 5 %. Následkem této vnější ekonomické nerovnováhy došlo k měnovým turbulencím, které byly doprovázeny ekonomickým zpomalením. To způsobilo také pokles deficitu běžného účtu. Zároveň se s nástupem přílivu nových PZI ve stejném období objevil nový fenomén na běžném účtu platební bilance ČR, a sice rostoucí odliv výnosů z PZI, který byl však doprovázen zlepšováním bilance zboží a služeb. Tato charakteristika běžného účtu platební bilance přetrvává do současnosti. Zmíněné zlepšování bilance zboží a služeb je z velké míry dáno právě pozitivním vlivem přílivu PZI na konkurenceschopnost české ekonomiky.



Graf 6 Příliv PZI do ČR (mld. Kč)

Zdroj: ČNB



Graf 7 Složky běžného účtu platební bilance ČR (v % HDP)

Zdroj: ČNB a ČSÚ (vlastní výpočet)

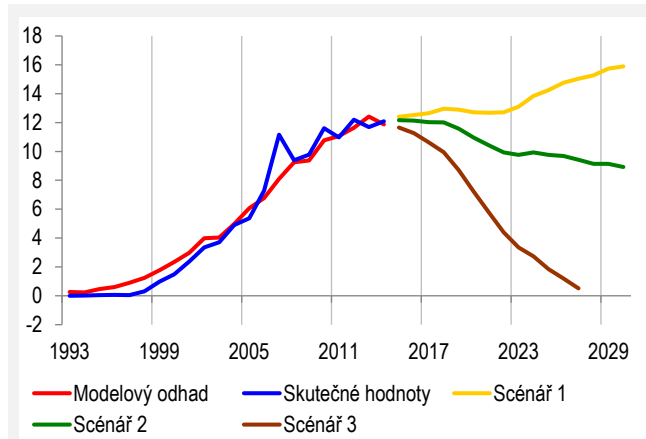
Znalost životního cyklu výnosnosti PZI nám umožňuje vytvářet různé scénáře vývoje celkových výnosů z PZI v závislosti na předpokládaném budoucím přílivu PZI (a tedy měnící se zásobě PZI). Pro ČR předpokládáme tři alternativní scénáře. V prvním scénáři uvažujeme roční příliv nových PZI o velikosti jejich průměrného ročního přílivu v rozmezí let 2010 až 2014 tedy 2,6 mld. EUR. Navíc předpokládáme, že 50 % celkových výnosů z PZI z předchozího roku bude zpětně v ČR reinvestováno.

Druhý scénář předpokládá příliv PZI pouze ve formě reinvestovaných zisků, což znamená, že nepředpokládáme žádné nové investice na zelené louce. Jde o analogii roku 2014, kdy 90 % celkového přílivu PZI do ČR tvořily právě reinvestované zisky. V našem scénáři se konkrétně počítá s reinvestováním 50 % celkových výnosů ze zásoby PZI z předchozího roku. Podle nás jde o nejpravděpodobnější scénář budoucího vývoje.

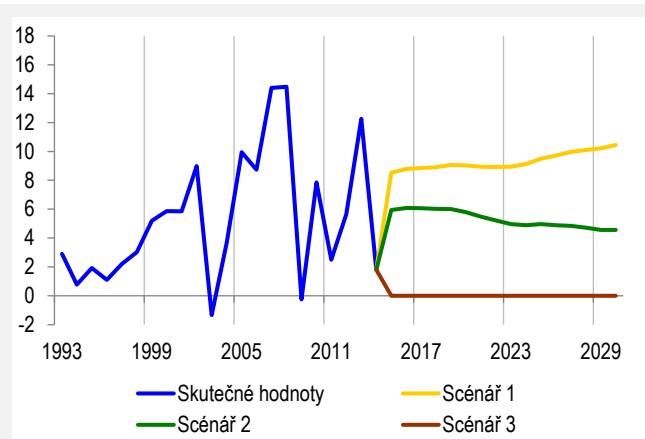
Nakonec třetí scénář představuje krajní situaci, kdy do ČR neproudí ani nové PZI na zelené louce, ani reinvestované zisky. V tomto scénáři se zahraniční investoři rozhodnou repatriovat veškeré výnosy z PZI a navíc se ČR stává neatraktivní také pro nové zahraniční investice. Dva krajní scénáře (první a třetí) slouží potom jako předpokládané hranice budoucího vývoje výnosů z PZI.

⁴ Jedná se o Bulharsko, Chorvatsko, ČR, Estonsko, Maďarsko, Litvu, Lotyšsko, Makedonii, Polsko, Rumunsko, Srbsko, Slovinsko a Slovensko.

Podle prostředního scénáře (scénář 2), který předpokládá příliv PZI pouze ve formě reinvestovaných zisků, bylo dosaženo nejvyššího ročního výnosu z PZI již v roce 2012 (12,2 mld. EUR) a v následujících letech je očekáván pozvolný pokles výnosů z PZI (graf 8). Nicméně i tak bude ještě v roce 2030 výše ročních výnosů z PZI na úrovni 9 mld. EUR. Druhý scénář je postaven na úvaze, že po počátečním období silného přílivu PZI do zemí střední a východní Evropy bude následovat klidnější období, kdy potenciál pro další příliv jak privatizačních PZI, tak nových PZI na zelené louce se prakticky vyčerpal, a reinvestované zisky proto představují hlavní zdroj přílivu PZI do ČR. Bilance výnosů ČR bude proto více ovlivněna měnící se časovou strukturou současné zásoby PZI v ekonomice a méně novým přílivem PZI do základního kapitálu.



Graf 8 Skutečné a odhadnuté výnosy z PZI v ČR a jejich tři scénáře budoucího vývoje (mld. EUR)



Graf 9 Skutečný a předpokládaný příliv PZI do ČR podle tří scénářů budoucího vývoje (mld. EUR)

Scénář 1 naproti tomu očekává jak příliv PZI ve formě reinvestovaných zisků, tak také pokračování přílivu nových PZI do základního kapitálu. Tento scénář předpokládá, že po pár letech stabilizace výnosů z PZI na současné úrovni začnou tyto výnosy po roce 2022 dále růst. Prakticky se podle tohoto scénáře bilance výnosů dále zhorší. Nicméně můžeme na druhou stranu očekávat poměrné zlepšení obchodní bilance, neboť výnosy z PZI jsou v ČR vytvářeny zejména exportním průmyslem. Odhadnuté budoucí výnosy z PZI zároveň představují horní hranici hypotetických reinvestovaných zisků, protože nepředpokládáme, že by zahraniční investoři reinvestovali veškeré dosažené zisky.

Scénář 3 předpokládá naopak úplné zastavení přílivu PZI do ČR. I když tento scénář nepovažujeme za pravděpodobný, pomáhá nám vytvořit si představu o velikosti výnosů z PZI, které by generovala pouze stávající zásoba PZI. Tento scénář předpokládá postupný pokles výnosů z PZI až do roku 2028, kdy skončí životní cyklus i té nejmladší složky v současnosti pozorované celkové zásoby PZI v ČR.

4 Závěr

Výnosnost zásoby PZI má nelineární průběh. Na začátku životního cyklu roste roční výnosnost PZI rychleji, poté její růst zpomaluje a nakonec výnosnost klesá. V okamžiku, kdy je roční výnosnost nulová, což znamená, že kumulativní výnosnost dosahuje svého maxima, považujeme životní cyklus PZI za ukončený. Dle odhadu na panelu 32 většinou evropských zemí dosahuje délka životního cyklu výnosnosti PZI 16 let s maximální roční výnosností v sedmém roce počáteční investice. Životní cyklus výnosnosti PZI odhadnutý na panelu zemí střední a východní Evropy je mírně odlišný. Celková délka životního cyklu je o jeden rok kratší a maximální roční výnosnost je dosaženo v osmém roce investice. Vyšší výnosnost kapitálu v zemích střední a východní Evropy připisujeme efektu ekonomického sblížení těchto zemí se zeměmi západní Evropy. Pokud tento odhadnutý profil výnosnosti PZI aplikujeme na ČR, kryjí se modelem předpokládané výnosy velmi dobře se skutečně vykázanými výnosy ve statistice platební bilance. Navíc námi odhadnutý profil výnosnosti PZI umožňuje v závislosti na předpokládaném budoucím přílivu PZI do ČR modelovat očekávané celkové výnosy z PZI, což je při jejich významné váze v celkovém běžném účtu platební bilance ČR užitečné pro hodnocení vnější ekonomické rovnováhy.

Literatura

Brada and Tomšík (2003) Reinvested Earnings Bias, The "Five Percent" Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies, William Davidson Working Paper Number 543, February 2003.

Novotný (2015) Profitability Life-cycle of Foreign Direct Investment and its Application on the Czech Republic – forthcoming, CNB WP 11/2015.

Novotný and Podpiera (2008) The profitability life-cycle of direct investment: an international panel study, Economic Change and Restructuring, 41(2):143–153.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2016/1	-0,1	2015/9	-0,1	2015/11	0	2015/12
		2015/12				2015/7		
US	-0,1	2016/1	-0,2	2015/9	-0,1	2015/11	+0,1	2015/12
				2015/12				2015/7
DE	0	2016/1	-0,1	2015/9	-0,2	2015/11	0	2015/12
				2015/12				2015/7
JP	0	2016/1	-0,2	2015/9	-0,2	2015/11	-0,1	2015/10
				2015/12				2015/7
BR	-0,6	2016/1	-1,7	2015/9	-0,5	2015/11	-0,2	2016/1
				2015/12				2015/7
RU	0	2016/1	-0,8	2015/9	-1,2	2015/11	+0,2	2016/1
				2015/12				2015/7
IN	0	2016/1	0	2015/9	0	2015/11	+0,3	2016/1
				2015/12				2015/7
CN	0	2016/1	0	2015/9	0	2015/11	0	2016/1
				2015/12				2015/7

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	-0,2	2016/1	-0,0	2015/9	-0,1	2015/11	-0,1	2015/12
				2015/12				2015/4
US	-0,2	2016/1	-0,4	2015/9	-0,8	2015/11	-0,1	2015/12
				2015/12				2015/4
DE	-0,2	2016/1	-0,1	2015/9	-0,7	2015/11	-0,7	2015/12
				2015/12				2015/4
JP	-0,1	2016/1	-0,5	2015/9	-0,9	2015/11	-0,5	2015/10
				2015/12				2015/4
BR	+0,2	2016/1	+0,4	2015/9	+0,6	2015/11	0	2016/1
				2015/12				2015/4
RU	+0,1	2016/1	-1,2	2015/9	+2,5	2015/11	+0,5	2016/1
				2015/12				2015/4
IN	-0,1	2016/1	-0,2	2015/9	-0,4	2015/11	0	2016/1
				2015/12				2015/4
CN	-0,1	2016/1	+0,3	2015/9	+0,5	2015/11	0	2016/1
				2015/12				2015/4

A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

2016

	č. GEVu
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 střeoevropských 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
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 Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

2013

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

2011

	č. GEVU
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12

	č. GEVu
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