

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – PROSINEC

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Novodobá role zlata v devizových rezervách centrálních bank	13
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018	17
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018	17
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	18
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	19
A5. Seznam zkratkou použitých v GEVU	20

Datum uzávěrky dat

14. prosince 2018

Sběr dat CF

10. prosince 2018

Datum publikace GEVU

21. prosince 2018

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

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

Poslední letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší opět 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 novodobou roli zlata v devizových rezervách centrálních bank. Jak je v článku ukázáno, řada centrálních bank stále drží nezanedbatelnou a zřejmě vyšší než optimální část devizových rezerv právě v podobě žlutého kovu. Nicméně rovněž dokládáme, že v poslední dekádě možná paradoxně docházelo (z několika na první pohled protichůdných důvodů) i k nezanedbatelnému navyšování zlatých rezerv.

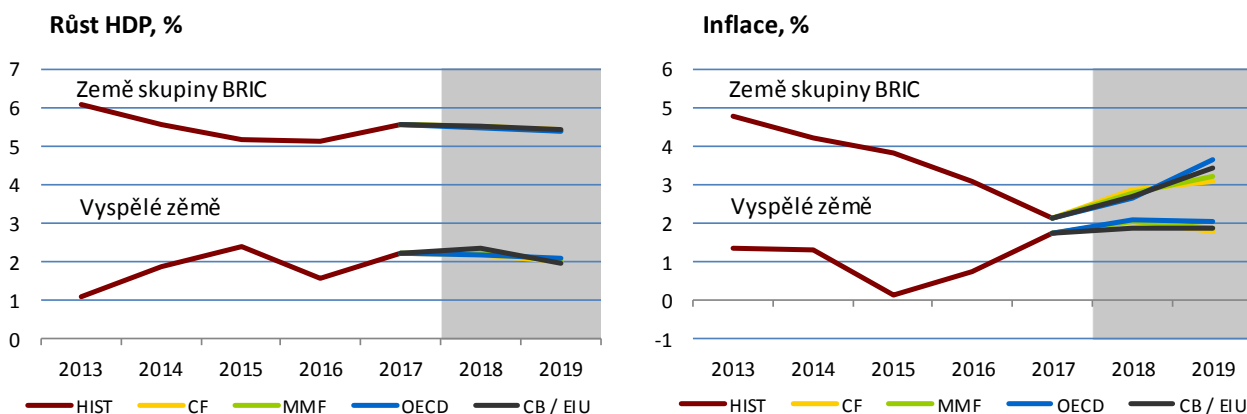
Ekonomický vývoj byl v roce 2018 ovlivněn globálními faktory a pokračující normalizací měnové politiky Fedu, která tradičně velmi silně ovlivňuje i vývoj ve světové ekonomice. Mezi globální faktory lze řadit zejména přetrvávající negativní sentiment na finančních trzích, který je vysvětlován zejména snižujícím se růstem čínské ekonomiky a eskalací obchodních sporů mezi USA a Čínou, stále přetrvávajícími obavami z tzv. tvrdého a neřízeného brexitu, obavami o udržitelný fiskální vývoj v Itálii, i nedávnou argentinskou a tureckou krizí. V závěru roku rovněž ECB ukončí čisté nákupy v rámci programu APP („kvantitativní uvolňování“). Její měnová politika ale zůstane nadále výrazně uvolněná – základní sazby budou ponechány na stávající úrovni alespoň do léta 2019 a jistiny splatných aktiv budou reinvestovány ještě výrazně déle.

Letošní rok byl – optikou dosaženého ekonomického růstu – u námi sledovaných vyspělých zemí méně úspěšný než rok 2017. Výjimkou byly výsledky nejsilnější světové ekonomiky, Spojených států, a to navzdory pokračujícímu zvyšování úrokových sazeb americkým Fedem. Na jednu stranu tedy byly letos hodnoty hospodářského růstu v eurozóně, Německu, ale i Spojeném království a Japonsku nižší než loni, na druhou stranu se ve vyspělých zemích obecně dařilo přibližovat vývoj inflace pomyslnému 2% ideálu (zdola Japonsku, shora Spojenému království; ve Spojených státech, eurozóně i Německu se inflace pohybovala velmi blízko této 2% hodnoty, resp. se k ní dotáhla). Výhledy pro rok 2019 prozatím ukazují, že eurozóna a Německo dále lehce zvolní (jak co se týče růstu HDP, tak inflace), stejně tak jako USA a Japonsko (u něhož lze však ocenit další vzdálení se deflační hrozbě). Předjímat dopad, jaký bude mít podoba brexitu na ekonomiku Spojeného království, země EU a potažmo světovou ekonomiku, je stále velmi obtížné.

Rok 2018 přinesl u zemí skupiny BRIC spíše pozitivní výsledky. Zatímco v Číně pokračoval pozvolný a do budoucna očekávaný pokles ekonomického výkonu, ve druhé nejlidnatější zemi světa – Indii – docházelo letos k urychlení již tak silného ekonomického růstu. Ke zvýšení výkonnosti hospodářství došlo rovněž v Brazílii, ruská ekonomika udržela svoji dynamiku na podobných hodnotách jako v roce loňském. Vývoj inflace je v zemích skupiny BRIC na „zdůvodnitelných“ hodnotách. Relativně nižší, než by odpovídalo stále se dynamicky vyvíjejícímu hospodářství, je hodnota inflace v Číně a nově i v Indii. Podle výhledů budou země skupiny BRIC v roce 2019 pokračovat v trendech letošního roku. Pro světovou ekonomiku přitom bude nejcitelnější vývoj v Číně.

Z pohledu měnové politiky bude příští rok ve znamení pokračující asynchronnosti. Zatímco od ECB se bude čekat bližší vyjádření ohledně pravděpodobného termínu, kdy započne fázi normalizace úrokových sazeb, Fed ji bude zřejmě pomalu ukončovat. V případě Spojených států lze očekávat další zvýšení úrokových sazeb již na nadcházejícím prosincovém jednání Fedu, v případě ECB pak ne dříve než v průběhu léta 2019. Americký dolar by měl dle aktuálního výhledu CF v ročním horizontu oslabit vůči všem námi sledovaným měnám vyjma renminbi a rupie. Výhled průměrné ceny ropy Brent pro rok 2019 je na ceně cca 60 dolarů za barel. Ceny neenergetických surovin by se měly v následujících 12 měsících mírně zvyšovat, zejména vlivem očekávaného růstu cen některých potravinářských komodit; ceny průmyslových kovů by měly na výhledu více méně stagnovat.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

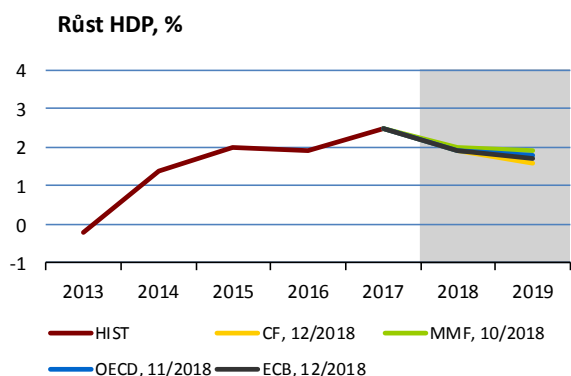


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

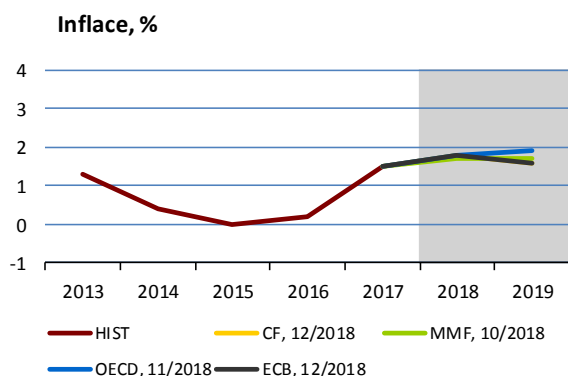
II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny ve třetím čtvrtletí zpomalila. V mezičtvrtletním vyjádření růst HDP zvolnil z 0,4 % zaznamenaných v předchozích dvou čtvrtletích na 0,2 % (v meziročním vyjádření ekonomika zpomalila z 2,2 % na 1,6 %). Růst byl i nadále tažen domácí poptávkou, zatímco příspěvek čistého vývozu byl záporný a odrážel nižší zahraniční poptávku. Dle revizí odhadů HDP ve třetím čtvrtletí poklesla nejen německá, ale i italská ekonomika. V závěru roku se v eurozóně očekává pokračování pouze mírného růstu. Většina předstihových ukazatelů opět poklesla a odrážela výraznou nejistotu plynoucí ze sporů v obchodní politice a nevyjasněné podoby veřejného rozpočtu v Itálii, dále nejasnou konečnou podobu brexitu a také protesty ve Francii. Výrazná nejistota a horší než očekávaný vývoj se odrážejí také v nově dostupných výhledech. V letošním roce by měl celkový růst HDP eurozóny dosáhnout 1,9 %. V příštích dvou letech by pak ekonomika měla ještě zvolnit. Pro rok 2020 očekává nová prognóza ECB růst o 1,7 %, tj. na stejné hodnotě jako v příštím roce, zatímco prosincový CF očekává zpomalení až na 1,4 %.

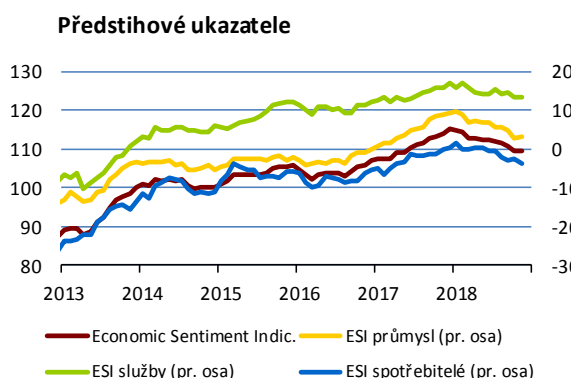
Celková inflace v listopadu poklesla z 2,2 % na 2 % vlivem nižšího příspěvku cen energií, ale i jadrových složek; jadrová inflace přitom poklesla na 1 %. Nově dostupné výhledy očekávají průměrnou inflaci v letošním roce na úrovni 1,8 %. Její hodnota by měla v příštím roce zvolnit asi o 0,2 p. b. v důsledku odeznění vysokého příspěvku cen energií. Jadrová inflace by přitom měla dle CF vzrůst pouze na 1,3 %. Dlouhodobější výhledy očekávají setrvání inflace mírně pod cílem ECB. Její nová projekce předpokládá inflaci v roce 2020 a 2021 na hodnotě 1,7 %, respektive 1,8 %. CF očekává v roce 2020 nepatrně nižší hodnotu. I přes výraznou nejistotu a relativně utlumený vývoj inflace rozhodla Rada guvernérů ECB o ukončení čistých nákupů aktiv ze strany eurosystému na konci prosince. Zároveň uvedla, že jistiny ze splatných cenných papírů budou reinvestovány po delší dobu i poté, co dojde ke zvýšení základních sazeb ECB. Jejich ponechání na stávající úrovni Rada očekává alespoň do léta 2019.



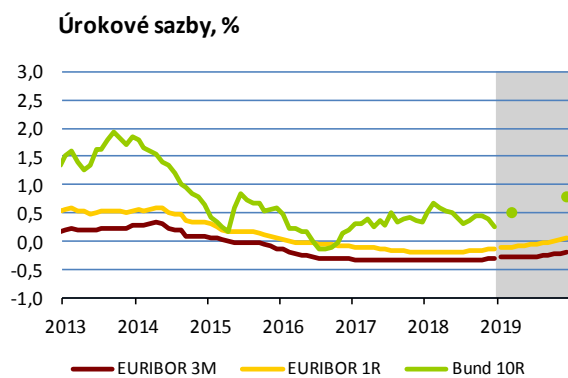
	CF	MMF	OECD	ECB
2018	1,9	2,0	1,9	1,9
2019	1,6	1,9	1,8	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2018	1,8	1,7	1,8	1,8
2019	1,6	1,7	1,9	1,6



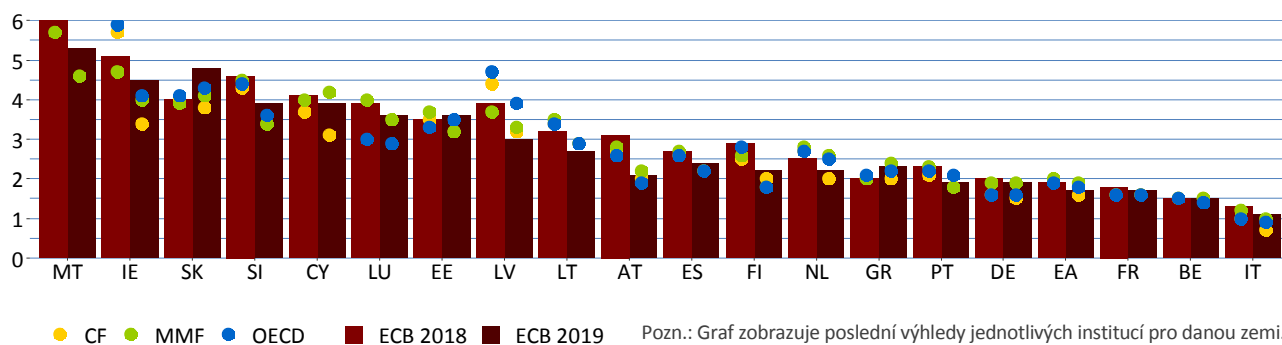
	ESI	průmysl	služby	spotřeb.
9/18	110,9	4,7	14,7	-2,9
10/18	109,7	3,0	13,3	-2,7
11/18	109,5	3,4	13,3	-3,9



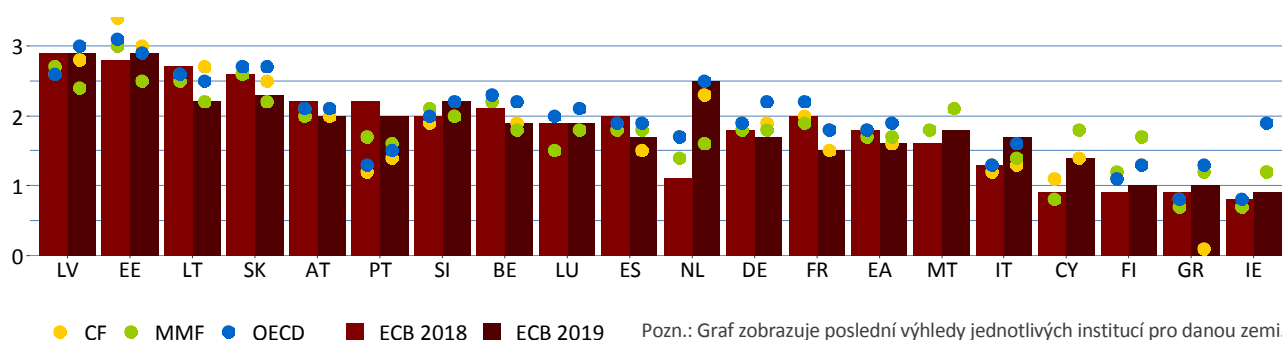
	11/18	12/18	03/19	12/19
3M EURIBOR	-0,32	-0,32	-0,29	-0,19
1Y EURIBOR	-0,15	-0,14	-0,10	0,05
10Y Bund	0,38	0,26	0,50	0,80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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

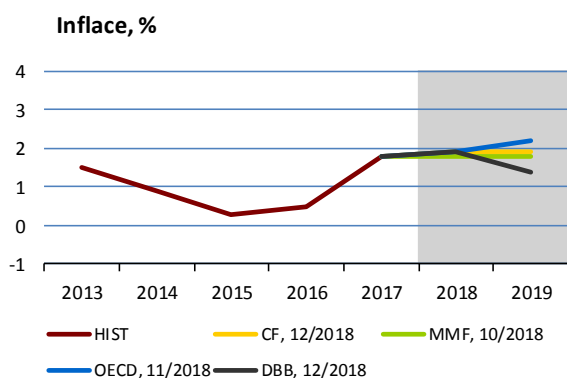
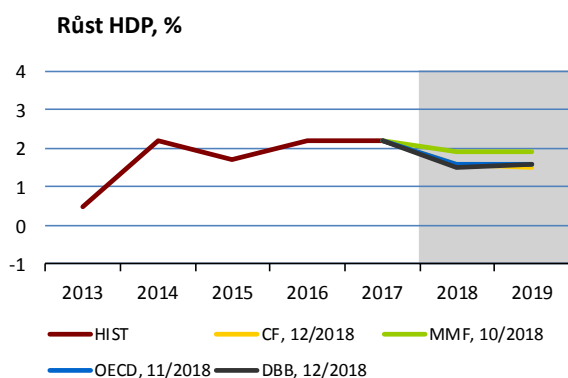


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %



II.2 Německo

Výhled růstu německé ekonomiky pro letošní a příští rok se v prosinci posouvá směrem níže. Mezičtvrtletní pokles růstu německé ekonomiky ve třetím čtvrtletí byl způsoben zejména dočasnými problémy v automobilovém průmyslu (nové emisní testy), což se projevilo v poklesu prodejů automobilů. Ve čtvrtém čtvrtletí by se měl růst německé ekonomické aktivity opět obnovit s tím, jak tyto jednorázové faktory v automobilovém průmyslu odezní. Nejistotou však zůstává míra tohoto oživení, kdy v mezidobí dochází ke snižování zahraniční poptávky, kterou odrážejí především zhoršující se předstihové ukazatele v průmyslu. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci dále lehce snížil, stále se však ještě nachází v pásmu expanze. Výhled růstu spotřebitelských cen pro letošní i příští rok je i nadále podporován silnou domácí poptávkou odrážející napjatější situaci na trhu práce a vyšší růst mezd. Dle CF zůstává beze změn, OECD očekává v příštím roce vyšší inflaci, nová prognóza DBB naopak její zpomalení.



	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,6	1,9	1,6	1,5
2019	1,5	1,9	1,6	1,6

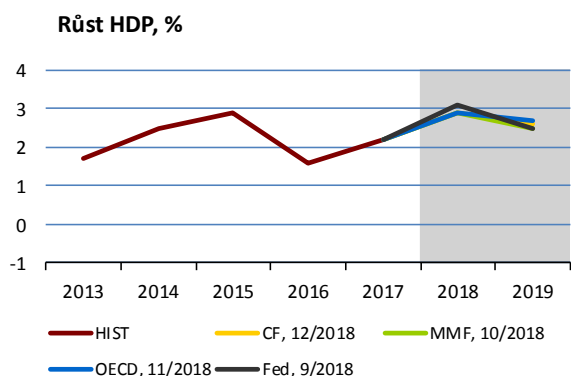
	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,9	1,8	1,9	1,9
2019	1,9	1,8	2,2	1,4

II.3 Spojené státy

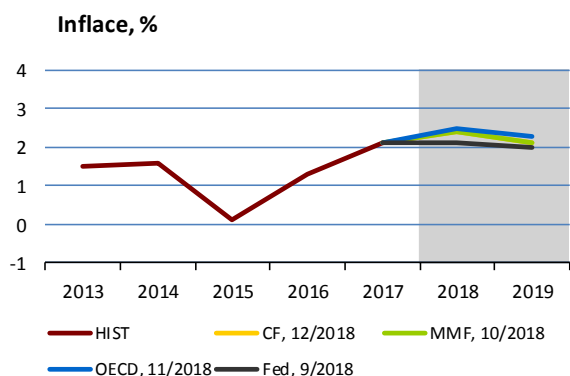
Druhý odhad růstu HDP pro třetí čtvrtletí zůstal beze změn. Došlo sice ke snížení dynamiky výdajů spotřebitelů (na 3,6 % mezikvartálně, anualizovaně) či exportů, ale přehodnocení bylo vyváženo vyšší tvorbou zásob či výdaji firem na zařízení. V závěru roku je však očekáváno zpomalení ekonomiky. Atlantský Fed odhaduje růst HDP v posledním čtvrtletí 2018 ve výši 2,4 %, ale i tak by se mohlo podařit dosáhnout růstového cíle Trumpovy administrativy pro tento rok (3 %).

I v závěru roku by měla růst táhnout silná domácí poptávka. Trh práce zůstává robustní, když počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v listopadu vykázal hodnotu 155 tisíc a míra nezaměstnanosti stagnuje již třetí měsíc na úrovni 3,7 %. Kvůli vyšším hypotečním sazbám ale dochází k ochlazení na trhu s bydlením, kde jsou již patrné první náznaky poklesu cen. Mírně se zhoršila očekávání domácností v rámci šetření důvěry spotřebitelů i optimismus malých podniků. Klesá i využití kapacit, zatímco vývoj v průmyslovém sektoru ovlivňují zejména cla uvalená na obchod s Čínou. Došlo sice k uzavření dočasného příměří, ale podstatný posun ve vyjednáváních lze očekávat až v roce 2019. V listopadu se snížila celková inflace, zatímco jádrová mírně vzrostla. Meziroční změna obou cenových indexů dosáhla v listopadu 2,2 %. Aktuální ekonomický vývoj odpovídá očekáváním centrální banky, takže na prosincovém zasedání patrně dojde k dalšímu zvýšení pásma základních sazeb. V krátkém horizontu bude právě nastavení měnové politiky výrazně podporovat dolar vůči ostatním měnám.

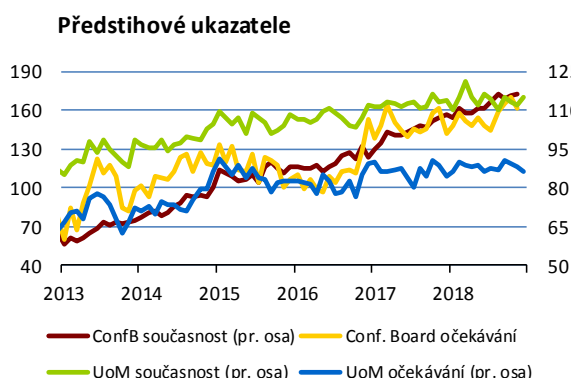
V roce 2019 bude zpomalování ekonomiky pokračovat s tím, jak vyprchá vliv daňové reformy a naplno se projeví vliv silnějšího dolaru a obchodních sporů s Čínou. Prosincový CF snížil výhled růstu HDP o 0,1 p. b. a inflace dokonce o 0,2 p. b. Zhoršení výhledu pro americkou ekonomiku pak vede ke spekulacím, že cyklus zvyšování sazeb bude v červnu 2019 ukončen. Tomu odpovídají i některá prohlášení členů FOMC, ale další směřování měnové politiky bude jasnější až po prosincovém zasedání.



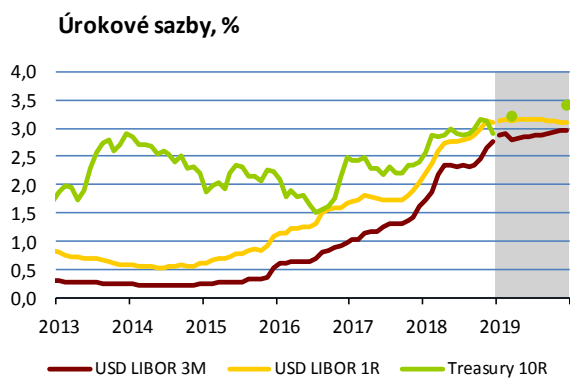
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,9 →	2,9	2,9 →	3,1
2019	2,6 ↘	2,5	2,7 →	2,5



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,4 ↘	2,4	2,5 ↘	2,1
2019	2,1 ↘	2,1	2,3 →	2,0



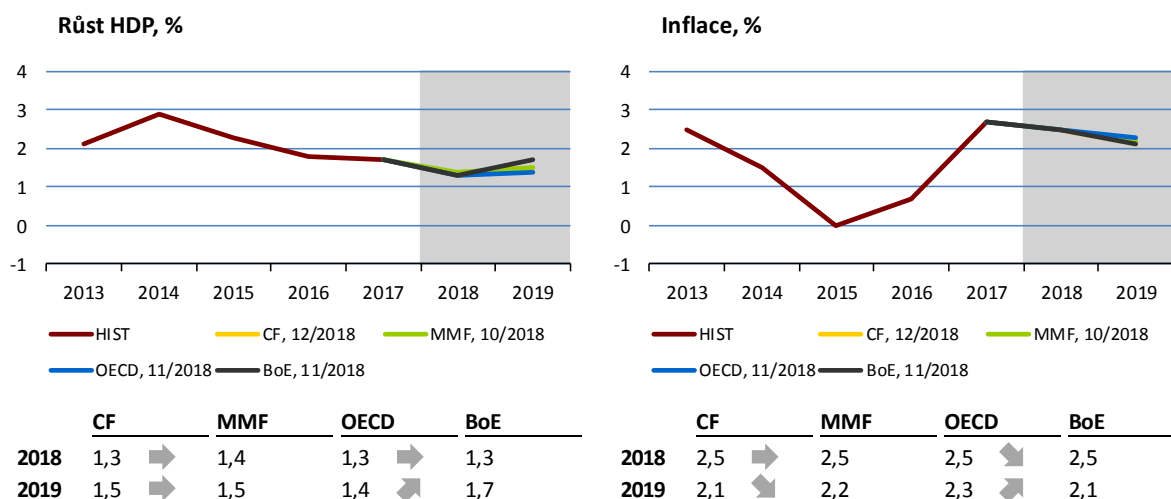
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
10/18	171,9	115,1	113,1	89,3
11/18	172,7	111,0	112,3	88,1
12/18			115,2	86,1



	11/18	12/18	03/19	12/19
USD LIBOR 3M	2,65	2,76	2,79	2,96
USD LIBOR 1R	3,12	3,12	3,13	3,09
Treasury 10R	3,12	2,89	3,20	3,40

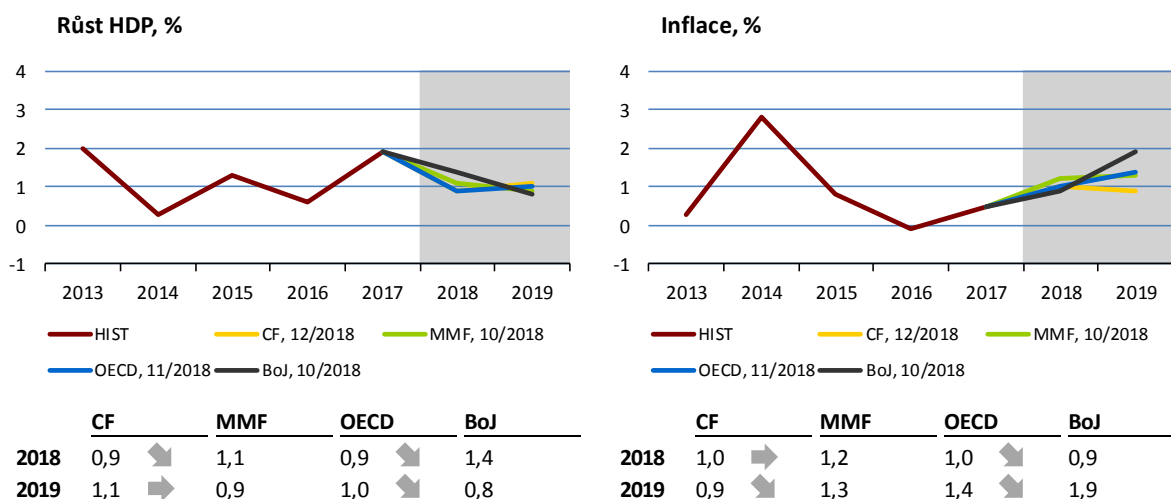
II.4 Spojené království

Hospodářský růst zpomalil z dočasně vyšších temp pozorovaných v létě. Tříměsíční růst HDP se v říjnu zmínil na 0,4 % (z 0,6 % za třetí čtvrtletí). V listopadu podle odhadu NIESR dále klesl na 0,3 %. Ve čtvrtém čtvrtletí by měl dosáhnout 0,4 %, což je zhruba v souladu se současným potenciálem britské ekonomiky. Růst je tažen zejména sektory služeb a stavebnictví, zatímco průmyslové produkci se příliš nedaří. V říjnu se dostala do meziročního poklesu (-0,8 %). PMI ve zpracovatelském průmyslu se nicméně v prosinci zvýšil (na 53,1) díky mírnému růstu výstupu a počtu nových objednávek. Dochází totiž ke zvyšování klientských zásob (zřejmě v souvislosti s nejistotou kolem brexitu). Předstihové ukazatele pro služby se vlivem této nejistoty zhoršily. Důvěra spotřebitelů v listopadu dále klesla. Zároveň s tím vzrostla inflační očekávání (na 3,2 % v ročním horizontu; pro srovnání inflace v říjnu činila 2,4 %). Proinflačním směrem působí v posledním měsíci oslabování libry, protiinflačně pak propad cen ropy.



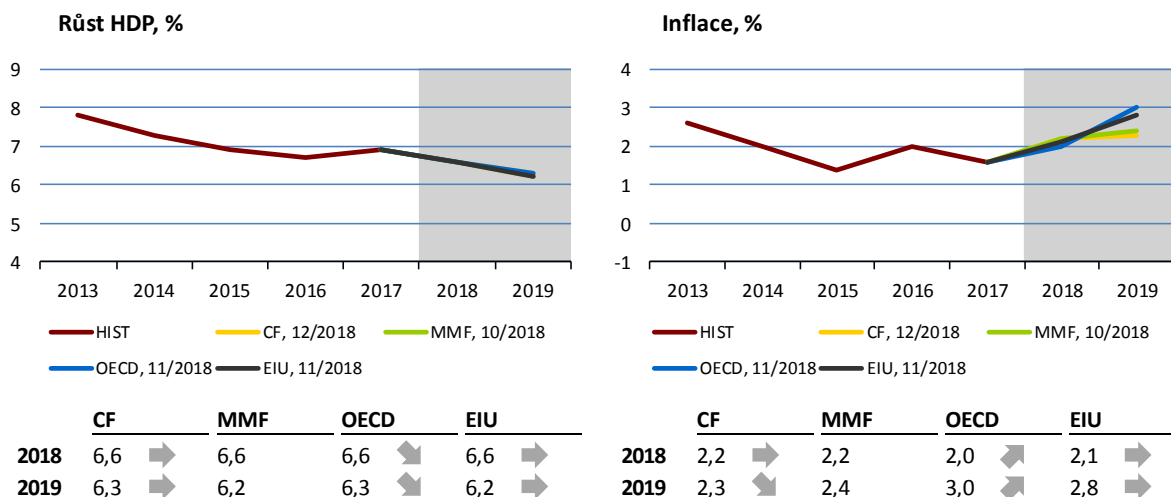
II.5 Japonsko

Japonská ekonomika se ve třetím čtvrtletí propadla v anualizovaném vyjádření o 2,5 % (předběžný odhad naznačoval jen 1,2% pokles). Jedná se o nejhorší výsledek od poloviny roku 2014. Nejvíce poklesly výdaje na kapitál (o téměř 11 %). Záporně k celkovému výkonu přispěly rovněž soukromé spotřební výdaje a vnější poptávka. CF a OECD revidovaly růst HDP v letošním roce směrem ke slabším hodnotám (0,9 %). Krátkodobý vývoj nicméně naznačuje zlepšení (zejména průmyslová produkce po předchozím propadu rostla v říjnu 4,2% meziročním tempem, maloobchodní tržby 1,2% tempem a listopadové PMI ukazují na jednoznačnou expanzi). Výhled na příští rok počítá zatím se zrychlením růstu o 0,1 – 0,2 p. b. Ekonomický růst příznivě podpoří příprava na Olympijské hry 2020. Na druhou stranu přírodní katastrofy stále zůstávají pro Japonsko rizikovým faktorem.



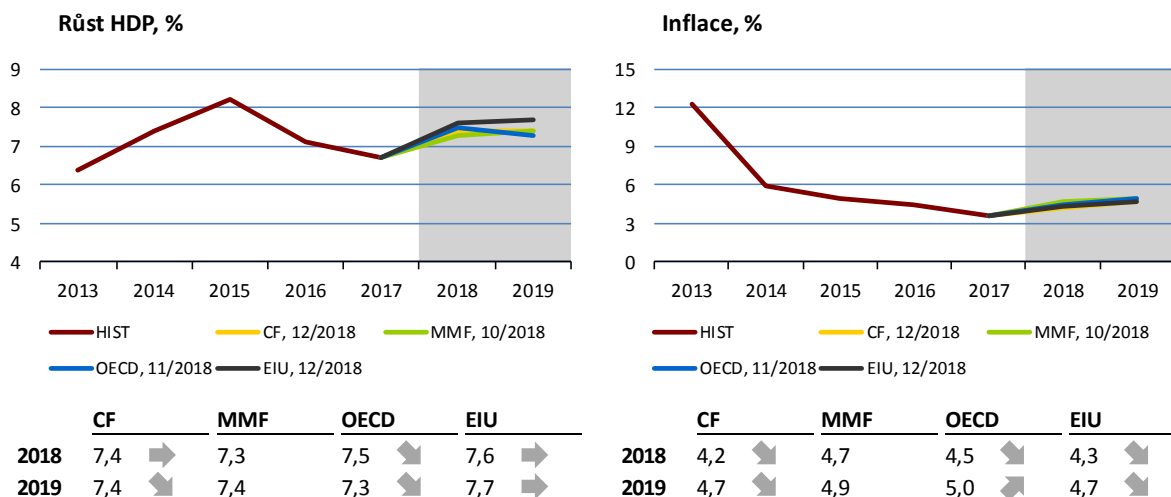
III.1 Čína

Čínské úřady očekávají dosažení cíle růstu pro tento rok (6,5 %), a to i přes náznaky zpomalení ekonomické aktivity v závěru roku. V listopadu se snížil meziroční růst průmyslové produkce na 5,4 %, což je nejnižší údaj od února 2016. Předstihové ukazatele PMI naznačují pokles aktivity zejména mimo zpracovatelský sektor, ale zatím zůstávají v pásmu expanze. V listopadu prudce zvolnila také dynamika maloobchodních tržeb či zahraničního obchodu. Jedná se zejména o vliv pokračujících obchodních sporů s USA. Na začátku prosince se sice strany domluvily na devadesátidenním příměří, ale vzhledem k dalším konfliktům na politické úrovni se neočekává okamžitý zásadní obrat ve vyjednáváních. Ani nový CF nepřinesl změnu výhledu růstu HDP, který od října zůstává na 6,6 % pro tento rok. Mírně však byla snížena předpověď inflace v roce 2019 na 2,3 %, zatímco OECD pro stejné období svůj výhled zvýšila na 3 %.



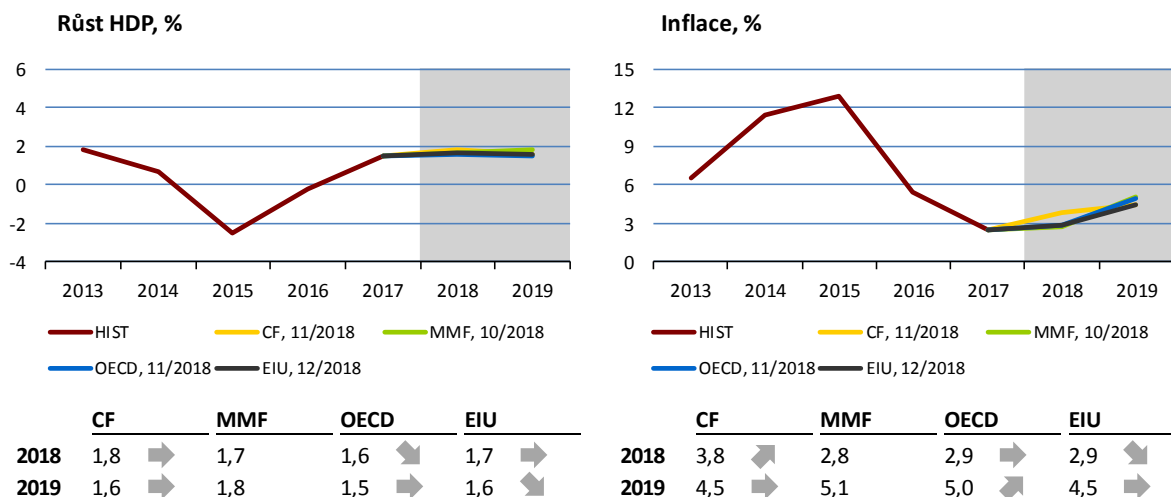
III.2 Indie

Indická ekonomika ve třetím čtvrtletí kalendářního roku zpomalila. HDP vzrostl meziročně o 7,1 % (oproti 8,2 % ve druhém čtvrtletí). Hlavním důvodem byl nižší růst soukromé spotřeby. Vyznění dosavadních údajů za čtvrté čtvrtletí je smíšené. Meziroční růst průmyslové produkce v říjnu výrazně zrychlil (na 8,1 % ze zářijových 4,5 %) a předstihové indikátory naznačují další expanzi (PMI ve zpracovatelském průmyslu se zvýšil na 54). Naproti tomu dopad slabých monzunových dešťů na zemědělskou produkci může hospodářské oživení komplikovat. RBI ponechala sazby navzdory zpomalující inflaci beze změny a oznámila, že bude pokračovat v opatrném zpřísnění měnové politiky. Následně zveřejněné údaje ukázaly, že inflace v listopadu dále výrazně poklesla (na 2,3 %) a blíží se tak ke spodní hranici tolerančního pásma střednědobého inflačního cíle (4 ± 2 %). Výhledy inflace se snižují. Centrální banka se v posledních měsících dostala do ostrého sporu s ministerstvem financí, který v prosinci vyústil v rezignaci guvernéra RBI.



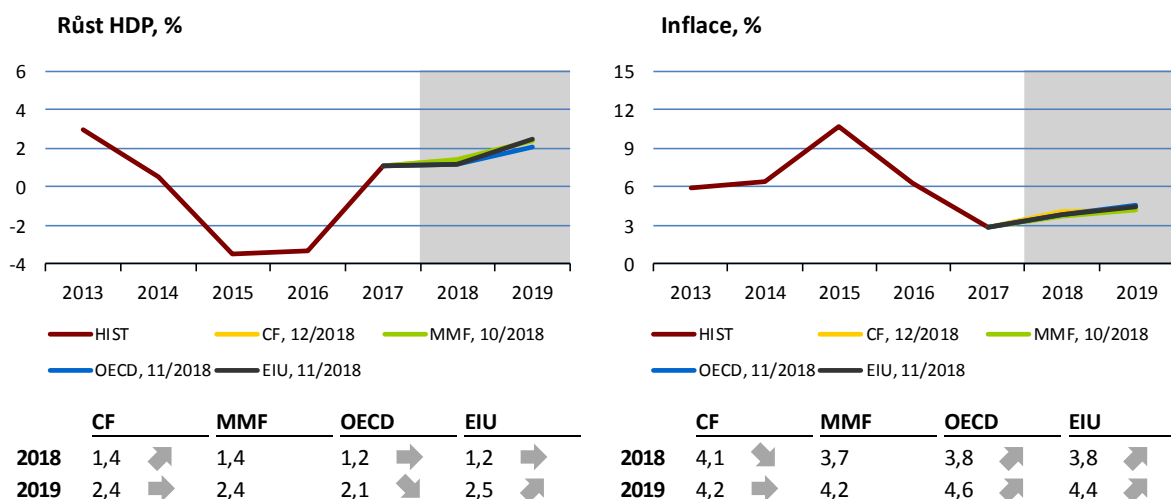
III.3 Rusko

Růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl 1,5 % meziročně, což je více, než avizoval předběžný odhad (1,3 %), ale méně v porovnání s předchozím čtvrtletím (1,9 %). V meziročním srovnání se dařilo především těžebnímu průmyslu (5,0 %), hotelovým službám a službám veřejného stravování (5,6 %) a také pojišťovně a finančním službám (9,7 %). Z hlediska listopadových ukazatelů PMI je výhled ekonomické aktivity ve zpracovatelském průmyslu o něco příznivější než v předchozím měsíci, ve službách je naopak mírně horší. Oba ukazatele ovšem setrvávají v pásnu ekonomické expanze (52,6 a 55,6). Na druhou stranu riziko pro budoucí růst představuje prosincové prodloužení sankcí proti Rusku ze strany EU na dalších 6 měsíců v souvislosti s eskalací rusko-ukrajinského konfliktu a tím, že Rusko neudělalo pokrok v implementaci Minské dohody. Inflace v listopadu stoupla na 3,8 % meziročně. Ruská centrální banka v polovině prosince zvýšila měnověpolitickou sazbu o 0,25 p. b. na 7,75 %.



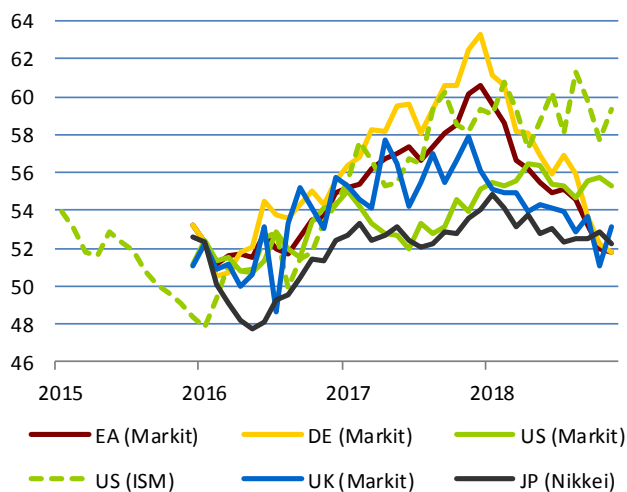
III.4 Brazílie

Výkon brazilské ekonomiky se v meziročním vyjádření ve třetím čtvrtletí zlepšil na 1,3 % po předchozím zpomalení na 0,9 %. Celkový růst kladně podpořily fixní investice, které rostly nejvyšším tempem za uplynulé více než čtyři roky (7,8 %) a spotřeba vlády. Sledované instituce se shodují na růstu HDP letos v rozmezí 1,2 – 1,4 %. Příští rok se očekává zrychlení ekonomického růstu zhruba na dvojnásobek (2,1 – 2,5 %). Kurz realu byl volatilní a od letošních prezidentských voleb na konci října dále oslabil. Stojí za tím klesající ceny komodit a slabý ekonomický růst. Inflace v listopadu zpomalila na 4 % a byla tak nižší, než se očekávalo. Prosincový CF svůj výhled inflace snížil, naopak OECD a EIU revidovaly výhledy směrem k vyššímu tempu růstu spotřebitelských cen. Dle nových výhledů inflace příští rok mírně zrychlí a dosáhne 4,2 – 4,6 %.

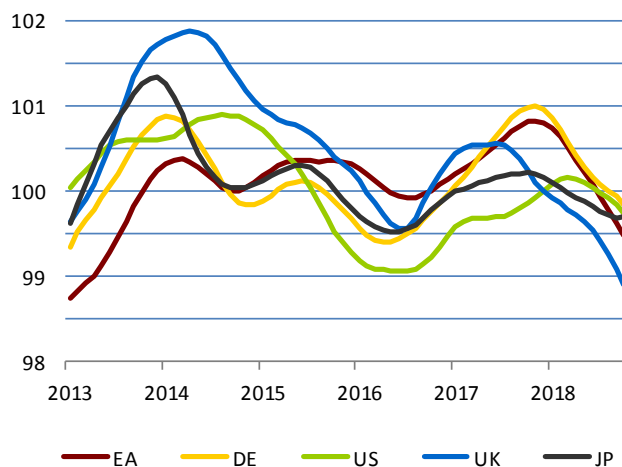


IV.1 Vyspělé země

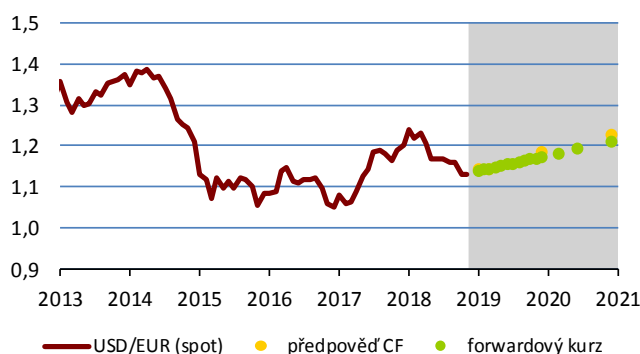
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

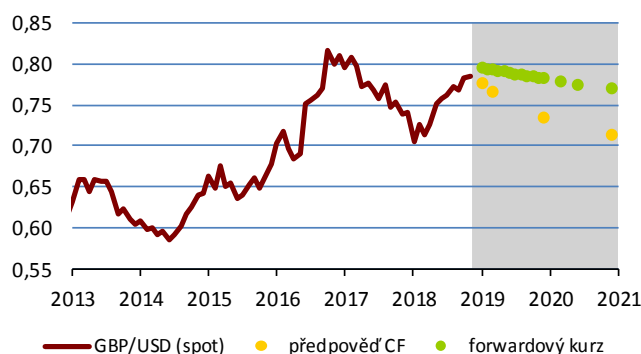


Americký dolar (USD/EUR)



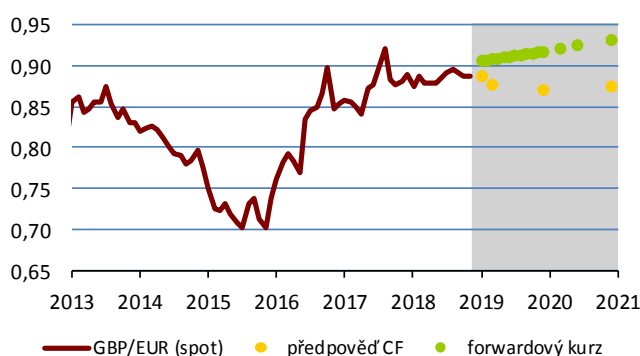
	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	1,138				
předpověď CF		1,143	1,145	1,186	1,225
forwardový kurz		1,140	1,145	1,173	1,210

Britská libra (GBP/USD)



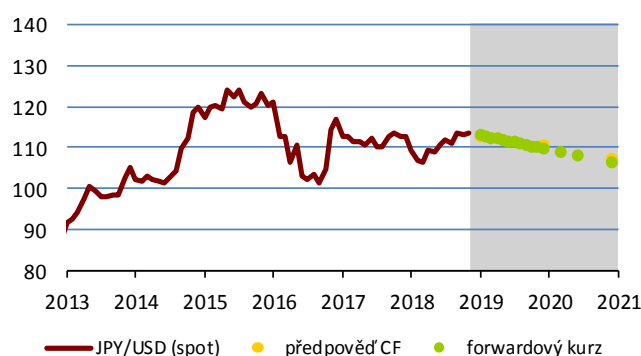
	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	0,798				
předpověď CF		0,776	0,765	0,734	0,714
forwardový kurz		0,794	0,792	0,782	0,769

Britská libra (GBP/EUR)



	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	0,908				
předpověď CF		0,887	0,876	0,871	0,874
forwardový kurz		0,905	0,907	0,917	0,931

Japonský jen (JPY/USD)

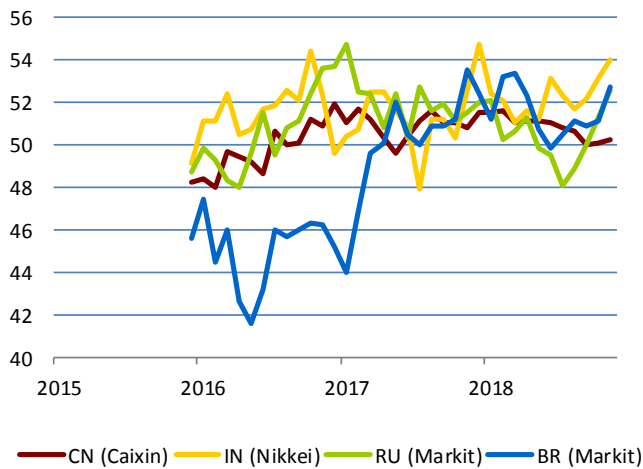


	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	113,0				
předpověď CF		112,5	112,2	110,6	107,2
forwardový kurz		112,9	112,4	109,8	106,2

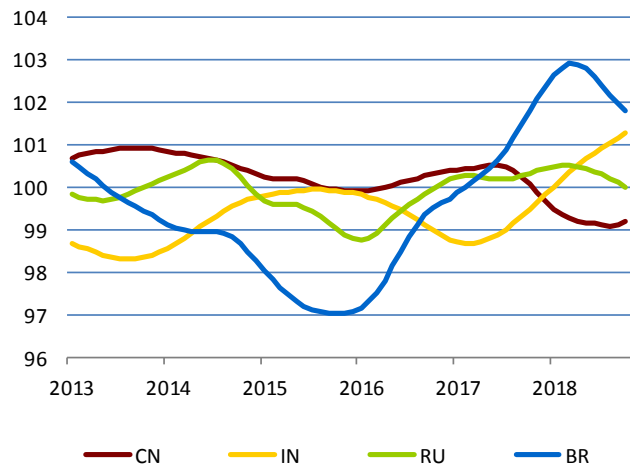
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

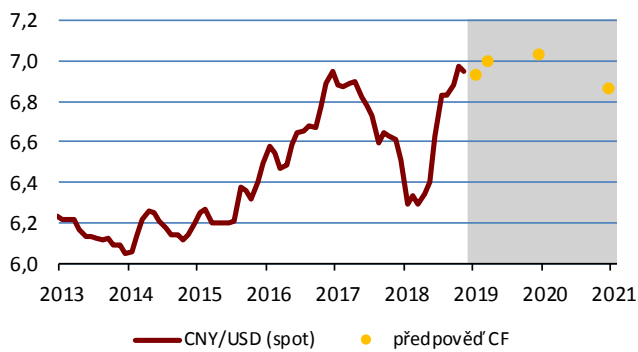
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

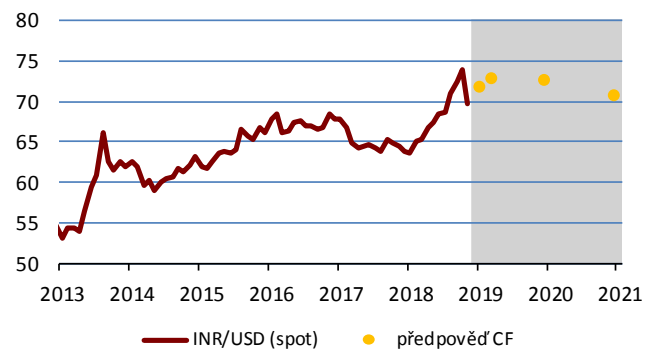


Čínský renminbi (CNY/USD)



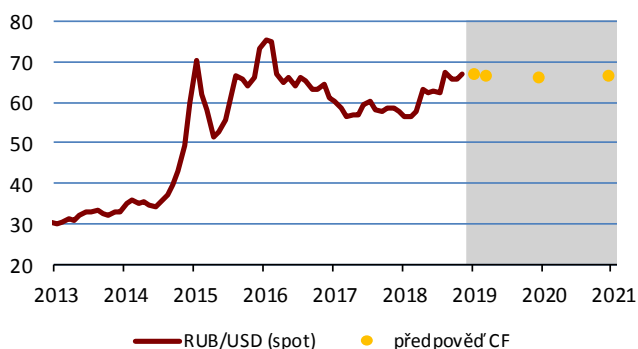
	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	6,914				
předpověď CF		6,927	6,994	7,030	6,867

Indická rupie (INR/USD)



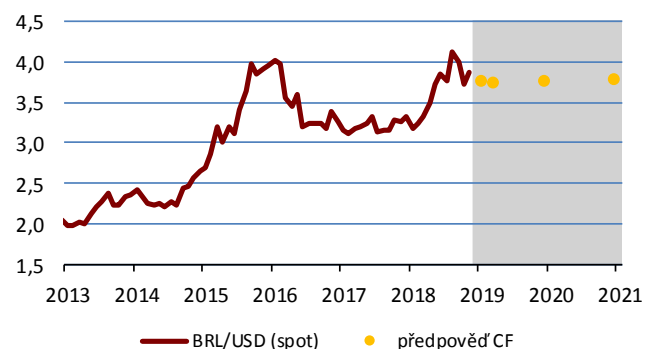
	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	71,40				
předpověď CF		71,82	72,77	72,70	70,68

Ruský rubl (RUB/USD)



	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	66,57				
předpověď CF		67,03	66,72	65,94	66,71

Brazilský real (BRL/USD)



	10/12/18	01/19	03/19	12/19	12/20
spotový kurz	3,933				
předpověď CF		3,757	3,737	3,76	3,791

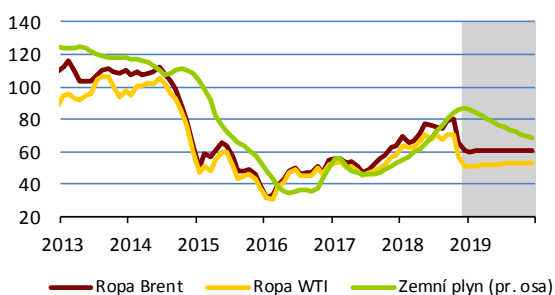
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

Silný pokles ceny ropy Brent ze čtyřletého maxima na začátku října (85 USD/barel) se zastavil až v poslední dekádě listopadu, kdy cena prolomila hranici 60 USD/barel. Obchodníci poté vyčkávali, zda se Rusku a Saudské Arábii na jednáních v rámci setkání zemí G20 v Argentíně a kartelu OPEC ve Vídni podaří nalézt shodu na signalizovaném omezení těžby. Ruský prezident Putin neviděl bezprostřední nutnost omezení těžby a vyjadřoval spokojenost s aktuální cenou, kartel OPEC byl zase pod silným politickým tlakem amerického prezidenta, aby zachoval vysokou těžbu. Přesto se na vídeňském zasedání podařilo uzavřít dohodu, na základě které země OPEC (s výjimkou Libye, Íránu a Venezuely) dobrovolně sníží od ledna těžbu o 800 tisíc a ostatní země o 400 tisíc barelů denně oproti říjnové produkci. Snížení má platit od ledna po dobu šesti měsíců. Trh tuto dohodu vyhodnotil neutrálně a cena ropy Brent se tak i v polovině prosince pohybovala v blízkosti 60 USD/barel. Aktuálně na trhu nepanují obavy z přebytku ropy, k čemuž přispělo i rozhodnutí vlády v kanadské provincii Alberta administrativně omezit tamní těžbu kvůli extrémně nízkým cenám. IEA navíc očekává v první polovině roku 2019 další pokles těžby ve Venezuele a Íránu, což by mohlo vyústit až v pokles globálních zásob. Zpráva OPEC se naopak obává, že v důsledku předpokládaného silného růstu těžby v USA bude aktuální omezení těžby zemí OPEC+ ke konci roku 2019 již nedostatečné.

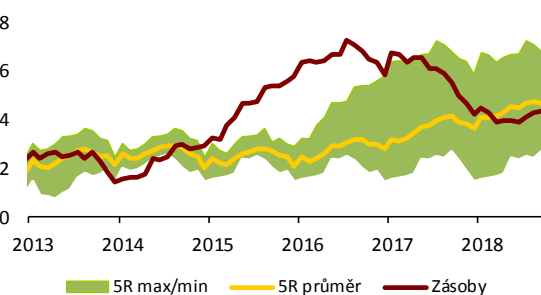
Tržní křivka termínovaných kontraktů se posunula dále směrem dolů. V polovině prosince byla prakticky vodorovná a signalizovala pro roky 2019 a 2020 cenu ropy Brent poblíž 60 USD/barel, obdobně jako předpověď EIA. Rizikem směrem dolů by mělo být jen výraznější zpomalení globální ekonomiky. Analytici ale očekávají spíše pozvolný růst cen ropy, když by poptávku měly podporovat nižší ceny ropy.

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

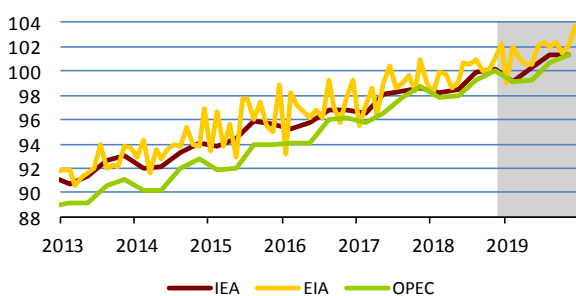


	Brent	WTI	Plyn
2018	71,75	64,96	253,22
2019	60,43	52,22	269,03

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

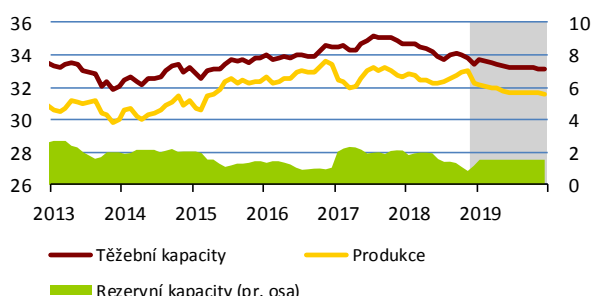


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,17	100,08	98,78
2019	100,56	101,61	100,07

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,57	34,11	1,54
2019	31,79	33,33	1,54

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

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

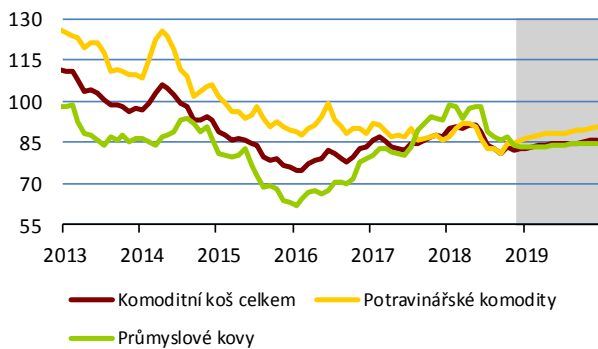
V.2 Ostatní komodity

Po čtyřměsíčním poklesu se souhrnný index cen neenergetických komodit v říjnu mírně zotavil a od té doby se více méně stabilizoval. Obdobně se vyvíjel i dílčí index cen potravinářských komodit, který také svým rostoucím výhledem nejvíce přispívá k očekávanému růstu souhrnného indexu na budoucnosti. Naopak dílčí index cen průmyslových komodit pokračoval po krátké říjnové přestávce v listopadu a v první polovině prosince v poklesu a oproti květnovému maximu byl již o 15 % níže.

Globální zpomalování aktivity ve zpracovatelském průmyslu nadále udržuje ceny základních kovů na nízkých úrovních. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu se v listopadu opět snížil na další dvouleté minimum (52,0) a jeho složka nových vývozů se ještě více propadla do pásma kontrakce (49,8). K poklesu indexu cen kovů ale přispěla v posledních dvou měsících zejména cena niklu, ceny ostatních kovů spíše stagnovaly, když jednání mezi čínskou a americkou stranou při příležitosti schůzky zemí G20 v Argentině přinesla mírný optimismus ohledně vývoje jejich obchodních vztahů. Ke zlepšení výhledu cen kovů by mohl přispět i vývoj zásob mědi. Ty na LME silně kolísají a podle odhadů International Copper Study Group byl na trhu s mědí za osm měsíců letošního roku deficit cca 260 tis. tun. Na začátku prosince došlo k silnému poklesu ceny železné rudy.

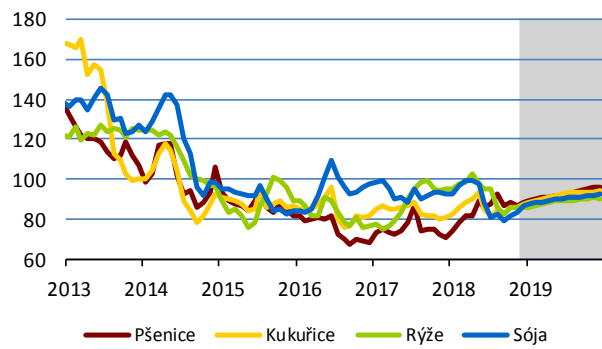
Ceny zrnin v uplynulém měsíci spíše stagnovaly, lehký růst zaznamenala jen cena sóji. K mírné korekci došlo po silném říjnovém růstu u ceny cukru a obdobný vývoj vykazovaly i ceny kávy a kakaových bobů. Cena vepřového masa stagnovala, cena hovězího pokračovala v růstu. Očekávaný růst cen zrnin a kávy tvoří hlavní složku rostoucího výhledu celého indexu cen potravinářských komodit.

Indexy cen neenergetických komodit



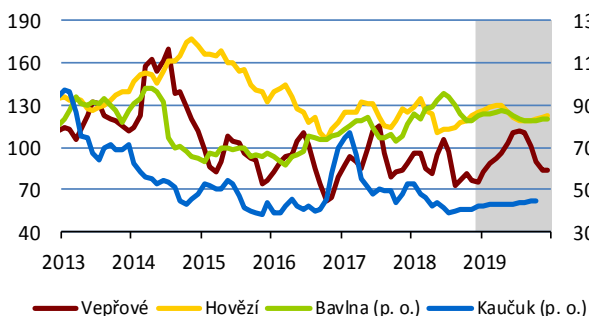
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	86,5 ↗	86,7 ↘	91,7 ↗
2019	84,5 ↘	88,7 ↗	84,1 ↘

Potravinářské komodity



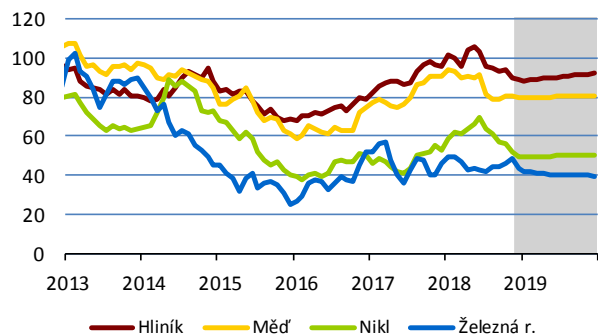
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	85,2 ↘	86,1 ↘	92,3 ↗	89,1 ↗
2019	92,6 ↘	92,0 ↘	88,9 ↗	90,2 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	86,1 ↘	120,6 ↗	87,8 ↗	42,9 ↗
2019	96,1 ↗	123,3 ↗	84,7 ↗	43,4 ↘

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	97,0 ↘	85,5 ↗	60,1 ↘	45,3 ↘
2019	90,2 ↘	80,2 ↗	49,9 ↘	40,6 ↘

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Novodobá role zlata v devizových rezervách centrálních bank¹

Až do začátku 70. let 20. století bylo zlato základním stavebním kamenem mezinárodního měnového systému a jeho role v rámci devizových rezerv jednotlivých centrálních bank tak byla významná. S ukončením pevné směnitelnosti amerického dolaru za zlato se jeho měnověpolitický význam výrazně snížil. Centrální banky vyspělých ekonomik v průběhu následujících desetiletí postupně snižovaly množství zlata ve svých devizových rezervách. Řada z nich však stále drží nezanedbatelnou a zřejmě vyšší než optimální část devizových rezerv právě v podobě zlata. V poslední dekádě pak paradoxně docházelo k navyšování zlatých rezerv, především z důvodu diverzifikace rezerv, kdy zejména v době finanční krize nakupovaly zlato nejen centrální banky rozvíjejících se a rozvojových zemí, ale také centrální banky zemí vyspělých.

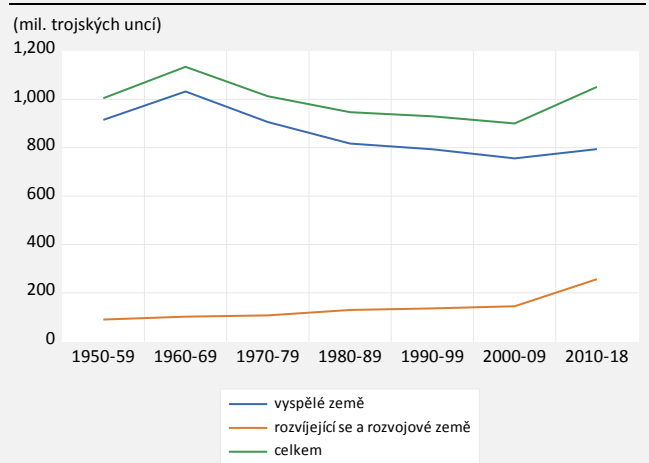
Zlato v devizových rezervách centrálních bank

Zlato bylo součástí rezerv centrálních bank od jejich vzniku, přičemž první centrální banky vznikaly již v 17. století. Zlato bylo využíváno nejprve v rámci bimetalových standardů, kde základem systému byly zpravidla dva drahé kovy – stříbro a zlato – v pevně daném poměru, a později hlavně v čistě monometalických – zlatých – standardech, které byly využívány až do první světové války. Po ní byly pak v mírně modifikované podobě² obnoveny. V průběhu meziválečného období však v důsledku Velké deprese z přelomu 20. a 30. let 20. století docházelo k opouštění zlatého standardu a k redukci zlatých rezerv v trezorech centrálních bank (Bott, 2013; Bryan, 2010).

Po druhé světové válce sice byla díky dohodám z amerického Bretton Woods úloha zlata v mezinárodním měnovém systému do jisté míry obnovena, nicméně primární úlohu v něm až do roku 1971 sehrával americký dolar (USD). Poválečná podoba měnového systému byla ukotvena v člancích dohody o Mezinárodním měnovém fondu (MMF), jež shrnovaly hlavní zásady systému. MMF, který byl tvořen vklady zemí (ve zlatě a v devizách), byla svěřena kontrola nad celým systémem. Ten byl založen na pevném směnném poměru zlata za dolar (kurz byl stanoven na 35 USD za trojskou unci zlata). Na zlato byl přímo navázán pouze dolar, ostatní měny byly vázány na dolar a přes něj pak nepřímo na zlato³. To také znamenalo opětovné navyšování zlatých rezerv centrálních bank, především členských zemí Mezinárodního měnového fondu. Díky významné pozici Spojených států byl však systém nastaven dosti asymetricky a fungoval dobře v letech po válce, kdy docházelo k poválečné rekonstrukci. Světová ekonomika se však začala rychle rozvíjet, výrazně narůstal mezinárodní obchod a asymetrické rozložení sil zůstalo jen v rámci měnového uspořádání. K tomu se postupem času začaly přidávat další problémy⁴, které nakonec vedly k tomu, že směnitelnost dolaru za zlato byla v srpnu roku 1971 zrušena (IMF, 2018; Bott, 2013; Butler, 2012; Nathan, 2011).

Zlato si i po zrušení své pevné směnitelnosti za dolar udrželo důležitou pozici ve skladbě devizových rezerv většiny centrálních bank, byť docházelo ke snižování množství zlata v jejich trezorech. Centrální banky vyspělých zemí, resp. zejména zemí s rezervní měnou, začaly po tomto milníku postupně snižovat své zlaté rezervy. Toto snižování bylo výraznější v 70. letech minulého století, poté, tj. až do počátku finanční krize se dynamika poklesu odprodejů snížila (Graf 1). Nicméně úbytky zlatých rezerv se lišily napříč zeměmi. Například Fed snížil od začátku 70. let 20. století do

Graf 1 – Držba zlata v centrálních bankách vyspělých ekonomik a rozvíjejících se a rozvojových ekonomik



Zdroj: Thomson DataStream.

Pozn.: průměr za jednotlivá desetiletí od roku 1950 do roku 2018.

¹ Autory jsou Iveta Polášková a Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Zformovaly se tři podoby modifikovaného zlatého standardu, a to standard zlatého slitku, standard zlaté devizy a standard zlaté rezervy.

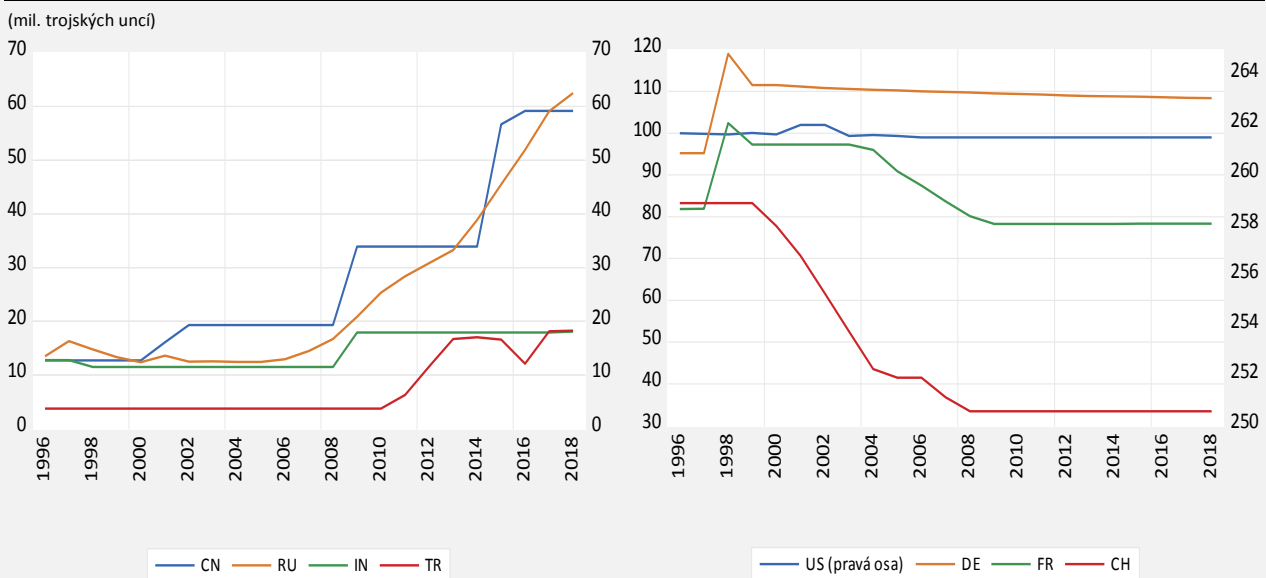
³ Státy byly navíc povinny udržovat stanovené kurzy pomocí intervencí centrálních bank. V případě, že byl kurz dlouhodobě vychýlen od dlouhodobé parity, byly provedeny oficiální revalvace či devalvace, a to na základě souhlasu Mezinárodního měnového fondu.

⁴ Ke konci 60. let začaly mít Spojené státy problém plnit stanovená pravidla (projevovala se špatně nastavená měnová a fiskální politika). Některé země navíc chtěly přesunout své zlaté rezervy zpět do vlasti a také směnit držené dolary za zlato. Problémy lze shrnout do těchto bodů: nedostatečná likvidita, postupná ztráta důvěry, neefektivní přizpůsobování platebních bilancí, rostoucí zásoby dolarů v ostatních zemích a tlaky na znehodnocení dolaru.

současnosti množství zlata ve svých rezervách jen o zhruba 10 %, což v porovnání s jinými centrálními bankami vyspělých zemí není nikterak výrazný relativní pokles. Naproti tomu švýcarská centrální banka má v porovnání s počátkem 70. let minulého století nyní jen necelou polovinu svých tehdejších zlatých zásob. Centrální banky rozvíjejících se a rozvojových ekonomik naopak podíl zlata ve svých devizových rezervách od skončení pevné směnitelnosti zlata za dolar postupně zvyšovaly, přičemž výrazné zvýšení této dynamiky se událo v post-lehmanovském období. Až do roku 2009 byly centrální banky čistými prodejci zlata. Poté se situace otočila, což bylo způsobeno zejména zvýšením nákupů zlata ze strany rozvíjejících se a rozvojových zemí. I centrální banky rozvinutých zemí ale přistoupily k navyšování množství zlata ve svých rezervách v průběhu poslední dekády (Graf 1; World Gold Council, 2018d).

Ke stabilizaci ceny zlata přispěly dohody centrálních bank o zlatě (Central Bank Gold Agreement, CBGA). Na konci 90. let minulého století totiž došlo u několika významných centrálních bank k „nekoordinovaným“ odprodejům zlata z jejich devizových rezerv, což mělo vliv na vývoj ceny zlata a její volatilitu. Aby byly tyto jevy minimalizovány, došlo k inicializaci a následně v roce 1999 k uzavření těchto dohod. Ty stanoví objemové limity na prodej zlata centrálním bankám, které dohody podepsaly⁵, a jsou každých pět let revidovány. Jejich hlavním přínosem je tedy zvýšení stability trhu se zlatem a vyšší transparentnost prodeje zlata, čímž nedochází k prudkým cenovým výkyvům. Vyjadřují mimo jiné také shodu na tom, že zlato je důležitou součástí devizových rezerv (World Gold Council, 2018a).

Graf 2 – Držba zlata ve vybraných centrálních bankách



Zdroj: Thomson DataStream.

Pozn.: US – Spojené státy (pravá osa); DE – Německo; FR – Francie; CH – Švýcarsko; CN – Čína; RU – Rusko; IN – Indie; TR – Turecko; období 1996–2018.

Od počátku nového tisíciletí nicméně docházelo z hlediska držby zlata k protichůdným tendencím. Mnohé centrální banky dále zlato (v souladu s CBGA) prodávaly, zřejmě vlivem přesvědčení, že jejich pozice ve zlatě je vyšší, než je pozice optimální. Například se jednalo o centrální banky Švýcarska, Nizozemska nebo Portugalska. Pravidelně rovněž prodává zlato centrální banka Německa. A například centrální banka Kanady od roku 2016 nedrží ani gram zlata, když všechno své zlato prodala⁶. Obdobné je to v případě centrální banky Norska nebo Arménie (World Gold Council, 2018d). Odprodeje zlata však můžou odrážet i výrazné ekonomické problémy země. Příkladem je Venezuela, kde tamní centrální banka využívala odprodeje zlata k zabezpečení základních potřeb tamního obyvatelstvu⁷. Naopak nejvíce navyšují v poslední dekádě své zlaté zásoby centrální banky rozvíjejících se a rozvojových zemí, a to zejména centrální banky Číny, Ruska,⁸ Turecka⁹ a Kazachstánu. Zlato do svých trezorů začaly nyní nakupovat také

⁵ Tyto centrální banky drží zhruba 45 % zlata ve svých rezervách a jedná se převážně o centrální banky evropských zemí.

⁶ Centrální banka Kanady však začala investovat do jiných forem zlata, a to do zlatých ETF fondů.

⁷ Podíl zlata na devizových rezervách je však u Venezuely vysoký navzdory snižování zlatých zásob. Venezuelská vláda chce mimo ropu využít ke krytí národní digitální měny také zlato, a to kvůli značným zásobám tohoto kovu na svém území (World Gold Council, 2018d; Reuters, 2017).

⁸ Rusko a Čína mají aktuálně šesté, respektive sedmé nejvyšší zásoby zlata (World Gold Council, 2018d).

⁹ Zlaté zásoby turecké centrální banky v posledních dvou dekádách pravidelně narůstají. Výjimkou byl rok 2016, kdy došlo k pokusu o vojenský převrat. Tehdy došlo k poklesu množství zlata v rezervách tamní centrální banky. Brzy poté byly nicméně zlaté rezervy opět navýšeny.

centrální banky střeoevropského regionu, jimiž jsou centrální banky Maďarska a Polska¹⁰ (World Gold Council, 2018b).

Současné množství zlata v devizových rezervách centrálních bank je zejména dáno historickými důvody. Není proto překvapující, že nejvíce zlata v devizových rezervách má centrální banka Spojených států (Graf 2). To je způsobeno postavením USA ve světové ekonomice a především pozůstatkem poválečného měnového uspořádání. Stejně tak i u dalších centrálních bank vyspělých zemí odráží současné, stále zřejmě vyšší než optimální množství zlata v jejich devizových rezervách dědictví zlatého standardu a pevné směnitelnosti zlata za dolar (např. u Německa, Francie, Itálie či Japonska).

Mezi významného držitele zlatých rezerv se řadí rovněž Mezinárodní měnový fond, jehož zásoby vznikaly během fungování Brettonwoodského měnového systému. Zlato bylo zahrnuto do rezerv fondu v roce 1948 a jeho množství v rezervách MMF postupně narůstalo, a to kupříkladu kvůli nutnosti platby části kvót členských zemí ve zlatě či předčasných splátek úvěrů. Od roku 1978 však nehraje zlato oficiální roli ani v mezinárodním měnovém systému, ani v MMF (IMF, 2018). Byť se Mezinárodní měnový fond části zlatých rezerv zbavil¹¹, má ve srovnání s centrálními bankami stále třetí největší množství zlata v devizových rezervách (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018a; World Gold Council, 2018b; World Gold Council, 2018d; IMF, 2018; Mitchell, 2013; Speck, 2013).

Zvyšující se množství zlata v zásobách centrálních bank zřejmě odráží snahu o diverzifikaci rizika, může však naznačovat i nové procesy v mezinárodním měnovém systému. Od vypuknutí světové finanční krize se začaly objevovat hlasy volající po reformě mezinárodního měnového systému¹². Hlavními aktéry jsou v tomto směru rozvíjející se země, zejména Čína a Rusko, které by stály o to, spojit jej opět se zlatem. Tyto snahy jsou prozatím v počátečním stádiu, nicméně kroky centrálních bank těchto zemí v navyšování zlatých rezerv dávají v tomto ohledu jasné signály. Za posledních deset let se totiž zvýšily zásoby zlata v trezorech čínské centrální banky na více než trojnásobek, v případě ruské centrální banky na čtyřnásobek. Obě centrální banky přitom v nákupích zlata pokračují. Snaží se o podložení svých měn zlatem, čímž chtějí narušit pozici amerického dolaru ve světové ekonomice a změnit tak uspořádání mezinárodního měnového systému. Poprvé se pokusilo tyto snahy naplnit Rusko, když v roce 2013 zavedlo globální dolar, jenž byl ve fixním poměru směnitelný za zlato (jeden globální dolar za jeden kilogram zlata). K tomuto kroku bylo přistoupeno ve chvíli, kdy rezervy ruské centrální banky dosáhly úrovně postačující k tomu, aby nová měna byla dostatečně kredibilní. Byť se jednalo o neúspěšný krok, byla to první vlaštovka těchto snah. V roce 2015 na tento pokus navázala Čína založením Shanghai Cooperation Organization, jež byla poté doplněna o zlatý investiční fond pro centrální banky. Tento fond podporuje obchodování se zlatem a usnadňuje centrálním bankám zemí angažujících se v projektu přístup ke zlatu (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018c; Farhi a Maggiori, 2016; Stoeflerle a Valek, 2015; Mitchell, 2013; World Gold Council, 2013; Butler, 2012).

Podíl zlata na devizových rezervách, jenž se odvíjí od celkové výše devizových rezerv a ceny zlata na světových trzích, je naproti tomu u většiny zemí relativně stabilní. Neplatí to však univerzálně. U některých zemí je tento poměr naopak celkem variabilní, neboť odráží vrtkavý ekonomický vývoj v dané zemi (jak bylo kupř. naznačeno výše na příkladu Venezuely) a s tím související nestandardní měnověpolitické kroky centrální banky. Poměr zlatých zásob k celkovým devizovým rezervám (na základě ceny zlata z konce června 2018) nad 60 % mají centrální banky Spojených států, Německa, Nizozemska, Itálie, Venezuely, Řecka, Francie, Portugalska a Kypru (World Gold Council, 2018d).

Závěr

I přesto, že zlato již několik dekád není základem mezinárodního měnového systému, stále je významnou součástí devizových rezerv centrálních bank. Po staletí bylo zlato základním stavebním kamenem mezinárodního měnového uspořádání. To se však změnilo v 70. letech 20. století, kdy bylo této role zbaveno. Nadále sice zůstalo součástí devizových rezerv, ale plnilo již pouze funkci diverzifikace rezerv. Po roce 2009 se objevily debaty o reformě mezinárodního měnového systému a v této souvislosti se začalo opět skloňovat zlato. Některé rozvíjející se země – jako je Rusko či Čína – v něm vidí možnost, jak se odpoutat od prioritní role amerického dolaru. Je tak možné, byť dle našeho názoru a minulých neúspěšných pokusů v této oblasti, velmi nepravděpodobné, že budoucí mezinárodní měnový systém bude znovu výrazněji svázán se zlatem. Protagonisté této myšlenky navrhují vytvoření multi-měnového systému s primární rolí několika rezervních měn, mezi nimiž bude i měna nějakým způsobem svázaná se zlatem. Další směr dílčí „renaissance“ role zlata lze pozorovat u vznikajících kryptoaktiv se zlatým krytím (např. Aurus, Darico, GoldCrypto a Xgold). Ty se snaží potenciálním investorům nabídnout podložení hodnoty zlatem a směnitelnost za něj (popřípadě jinou vzácnou komoditu), jaká je známa z dějin zlatého

¹⁰ Zvyšovat své zlaté rezervy začaly ve druhém pololetí roku 2018. Polsko nakoupilo 13,7 tun zlata a Maďarsko 28,4 tuny (World Gold Council, 2018b).

¹¹ Část zlata byla prodána hned po uzavření zlatého okna na počátku 70. let 20. století a v roce 2009 bylo MMF na základě mezinárodních dohod o zlatě umožněno prodat 1/8 zlata drženého fondem, které fond prodal nejen centrálním bankám (Indie, Mauritie, Bangladéše a Srí Lanky), ale prodával jej také na trhu (IMF, 2018; World Gold Council, 2018a).

¹² Patrný je přesun od dolarového systému, kde americký dolar sehraje zásadní roli, k multi-měnovému systému (Stoeflerle a Valek, 2018; World Gold Council, 2018c; Farhi a Maggiori, 2016).

standardu¹³. V neposlední řadě lze vysledovat zajímavou tendenci, kdy některé centrální banky vyspělých zemí přistoupily v nedávné době k repatriaci svých zlatých zásob zpět na své území (jedná se např. o Německo, Rakousko či Nizozemsko).

Zdroje

BOTT, S. (2013). "The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late 19th Century to the Present." Houndmills: Palgrave Macmillan. ISBN 978-1-137-30670-8.

BRYAN, S. (2010). "The Gold Standard and the Turn of the Twentieth Century: Rising Powers, Global Money, and the Age of Empire." New York: Columbia University Press. ISBN 978-0-231-15252-5.

BUTLER, J. (2012). "The Golden Revolution: How to Prepare for Coming Global Gold Standard." Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-13648-5.

DERVIZ, A. (2018). "Kryptoaktiva vs. konvenční investice v době nízkých úrokových sazeb". Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, červenec 2018.

FARHI, E., a M. MAGGIORI (2016). "A Model of the International Monetary System." Massachusetts: Harvard University. Dostupné z: <http://scholar.harvard.edu/farhi/publications/model-international-monetary-system>.

IMF (2018). "Gold in the IMF." Washington: International Monetary Fund. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>.

MITCHELL, K. (2013). "Gold Wars: The Battle for the Global Economy." Atlanta: Clarity Press. ISBN 978-0-9860362-6-2.

NATHAN, P. (2011). "The New Gold Standard: Rediscovering the Power of Gold to Protect and Grow Wealth." Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-04322-6.

REUTERS (2017). "Venezuela oil-backed cryptocurrency to launch in days – government." London: Thomson Reuters. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/venezuela-economy-cryptocurrency/venezuela-oil-backed-cryptocurrency-to-launch-in-days-government-idUSL1N1OS1GY>.

SPECK, D. (2013). "The Gold Cartel: government intervention in gold, the mega-bubble in paper, and what this means for your future." Houndmills: Palgrave Macmillan. ISBN:978-1-137-28642-0.

STOEFERLE, R.-P. a J. M. VALEK (2015). "In Gold We Trust 2015." Vaduz: Incrementum AG. Dostupné z: <http://www.incrementum.li/en/research-analysis/in-gold-we-trust-2015/>.

STOEFERLE, R.-P. a J. M. VALEK (2018). "In Gold We Trust 2018." Vaduz: Incrementum AG. Dostupné z: <https://ingoldwetrust.report/igwt-2018-en/?lang=en>.

WORLD GOLD COUNCIL (2013). "Gold, the Renminbi and the Multi-Currency Reserve System." London: World Gold Council. Dostupné z: https://www.gold.org/sites/default/files/documents/gold_renminbi_multi-currency_reserve_system.pdf.

WORLD GOLD COUNCIL (2018a). "Central Bank Gold Agreements." London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/what-we-do/official-institutions/central-bank-gold-agreements>.

WORLD GOLD COUNCIL (2018b). "Gold Demand Trends Q3 2018." London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q3-2018>.

WORLD GOLD COUNCIL (2018c). "Market Update: Central Bank Buying Activity." London: World Gold Council. Dostupné z: <https://www.gold.org/research/market-update/central-bank-buying-activity>.

WORLD GOLD COUNCIL (2018d). "World Official Gold Holdings." London: World Gold Council. Dostupné z: <http://www.gold.org/research/latest-world-official-gold-reserves>.

¹³ Klasický zlatý standard byl založen na oficiálních zárukách směnitelnosti poskytovaných suverénním státem a odvozoval svou důvěryhodnost od pověsti dotyčného státu. Tento princip aplikují i tvůrci kryptoaktiv svázaných se zlatem (např. etablované společnosti s významnou pozicí na trhu se zlatem, jako jsou Royal Mint nebo Perth Mint), u nichž je riziko neplnění případných konverzních závazků zanedbatelné, viz Derviz (2018).

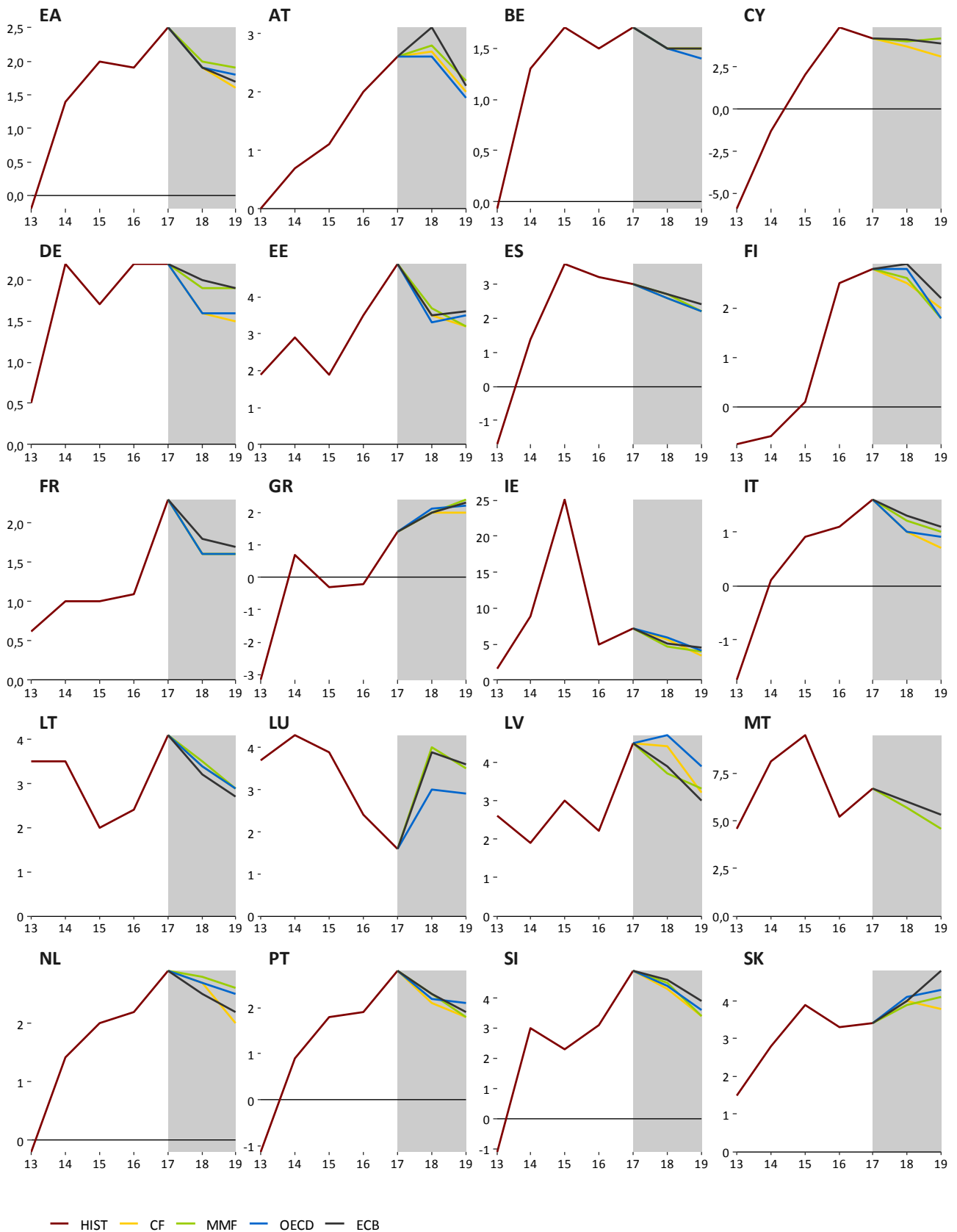
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	-0,1	2018/12	-0,2	2018/10	-0,1	2018/11	-0,1	2018/12
		2018/11				2018/7		
DE	-0,2	2018/12	-0,3	2018/10	-0,3	2018/11	-0,5	2018/12
				2018/11				2018/7
US	0	2018/12	0	2018/10	0	2018/11	+0,3	2018/9
				2018/11				2018/7
UK	0	2018/12	0	2018/10	0	2018/11	-0,1	2018/11
				2018/11				2018/7
JP	-0,1	2018/12	+0,1	2018/10	-0,3	2018/11	-0,1	2018/10
				2018/11				2018/7
CN	0	2018/12	0	2018/10	-0,1	2018/11	0	2018/11
				2018/11				2018/7
IN	0	2018/12	0	2018/10	-0,1	2018/11	0	2018/12
				2018/11				2018/7
RU	0	2018/11	0	2018/10	-0,2	2018/11	0	2018/12
				2018/10				2018/7
BR	+0,1	2018/12	-0,4	2018/10	0	2018/11	0	2018/11
				2018/11				2018/7

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

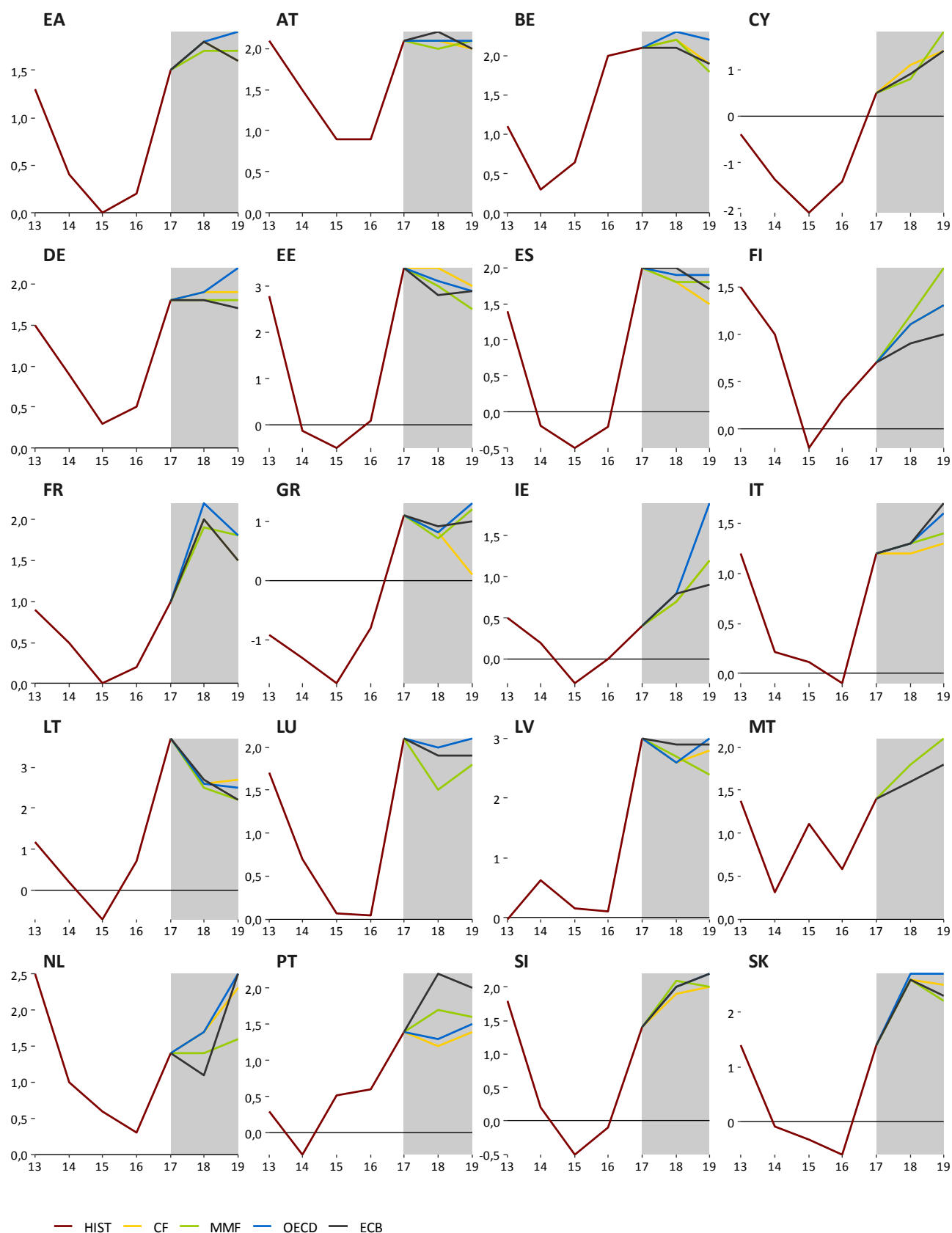
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/12	+0,2	2018/10	+0,2	2018/11	+0,1	2018/12
				2018/11				2018/4
DE	0	2018/12	+0,2	2018/10	+0,2	2018/11	+0,1	2018/12
				2018/11				2018/4
US	-0,1	2018/12	-0,1	2018/10	-0,2	2018/11	0	2018/9
				2018/11				2018/4
UK	0	2018/12	-0,2	2018/10	-0,1	2018/11	+0,2	2018/11
				2018/11				2018/4
JP	0	2018/12	+0,1	2018/10	-0,2	2018/11	-0,2	2018/10
				2018/11				2018/4
CN	0	2018/12	-0,3	2018/10	+0,1	2018/11	0	2018/11
				2018/11				2018/4
IN	-0,3	2018/12	-0,3	2018/10	-0,2	2018/11	-0,2	2018/12
				2018/11				2018/4
RU	+0,1	2018/11	0	2018/10	0	2018/11	-0,2	2018/12
				2018/10				2018/4
BR	-0,2	2018/12	+0,2	2018/10	+0,4	2018/11	+0,1	2018/11
				2018/11				2018/4

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

