

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2019

I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	5
II.3 Spojené království	6
II.4 Japonsko	6
II.5 Čína	7
II.6 Rusko	7
II.7 Výběr z rozvojových zemí	8
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV. Vývoj na komoditních trzích	10
IV.1 Ropa a zemní plyn	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Modelování běžného účtu – dlouhodobé trendy a cyklické faktory	12
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí pro rok 2019	17
A2. Změna predikcí pro rok 2020	17
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	18
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	18
A5. Seznam zkratk použitých v GEVu	25

Datum uzávěrky dat

13. září 2019

Sběr dat CF

9. září 2019

Datum publikace GEVu

20. září 2019

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: 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 Refinitiv 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.

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod, II.7 Výběr z rozvojových zemí
Petr Polák	Editor, II.3 Spojené království
Pavla Růžičková	II.1 Eurozóna
Soňa Benecká	II.2 Spojené státy, II.5 Čína
Oxana Babecká	II.4 Japonsko, II.6 Rusko, V. Zaostřeno na...
Jan Hošek	IV.1 Ropa a zemní plyn, IV.2 Ostatní komodity
Jan Brůha	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Září v souhrnu nepřineslo snížení geopolitických rizik. V oblasti obchodních sporů mezi Spojenými státy a Čínou bylo sice zaznamenáno oboustranné vstřícné gesto, když Čína rozhodla o ročním odložení cel na některé americké produkty a USA oznámily odložení plánovaného navýšení celní sazby o 14 dní až na polovinu října. Vedle toho došlo, byť k stále křehké, stabilizaci situace v Hongkongu. Nicméně, optimismu na trzích nepřidává situace kolem brexitu. Na britské politické scéně se vede boj mezi Dolní komorou britského parlamentu a ministerským předsedou B. Johnsonem, který již prozkoumává tamní Nejvyšší soud. Hlasováním opět neprošel návrh na vypsání předčasných voleb na 15. října. Pomyslným „zlatým hřebem“ však byl opětovný příklon ECB k využívání nekonvenčních nástrojů měnové politiky motivovaný snahou o navrácení inflace k úrovni dostatečně blízké 2 %. Geopolitická rizika se zvýšila i útokem na největší ropný areál světa v Saúdské Arábii, který může vést ke skokovému zvýšení ceny ropy.

Výhledy růstu HDP se od srpna posunuly opět vesměs směrem dolů, výjimkou je mírné zvýšení výhledů pro letošní rok u Japonska. V zemi vycházejícího slunce je však pro rok 2020 očekáván

Záříjový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,1 →	0,5 ↘	2,3 →	1,2 →	1,0 ↗	6,2 →	1,1 →
2020	1,1 ↘	1,0 ↘	1,8 ↘	1,1 ↘	0,2 ↘	5,9 ↘	1,9 ↘
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,3 →	1,4 ↘	1,8 →	2,0 ↗	0,6 ↘	2,4 →	4,3 ↘
2020	1,3 ↘	1,5 ↘	2,1 →	2,1 ↗	0,8 →	2,3 →	4,0 →

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

minimální růst, a tak tamní vývoj nelze hodnotit celkově pozitivně. Výhledy pro příští rok jsou viditelně níže i pro Spojené státy, což může dát představitelům Fedu jeden z argumentů pro hlasování o snížení úrokových sazeb. Hospodářský výhled eurozóny nadále zůstává na hodnotách mírně převyšujících 1% růst, což odráží zvláště slabý výhled pro letošní rok u její největší ekonomiky – Německa. Jeho HDP by měl podle CF vzrůst jen o 0,5 % a dosahovat tak jedné

z nejnižších dynamik napříč sledovanými zeměmi. Pozvolné zpomalování bude čekat také čínskou ekonomiku, kterou by měla příští rok opustit 6% růstová tempa. Očekávaná výkonnost ruské ekonomiky nebyla revidována.

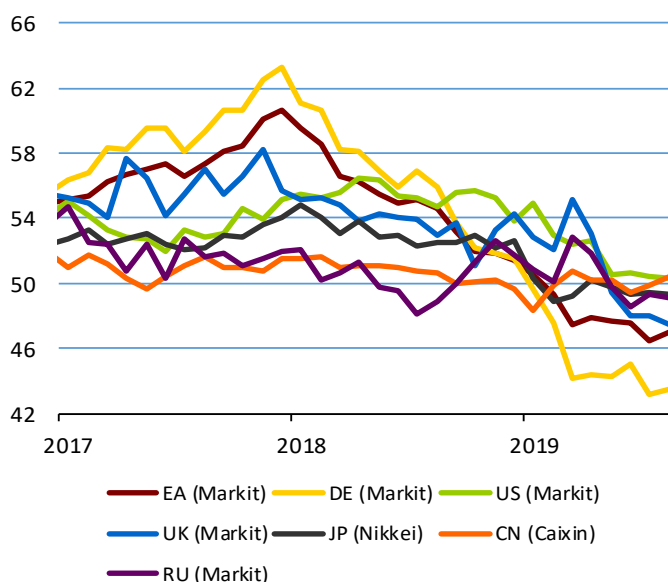
Výhledy inflace pro letošní rok se od srpna lehce snížily u Německa, Japonska a Ruska, k mírnému zvýšení naopak došlo u Spojeného království. V příštím roce by se inflace v námi

sledovaných vyspělých ekonomikách měla nacházet nad hodnotami očekávanými pro letošní rok, avšak s výjimkou eurozóny, kde CF očekává stejný růst cen jako v letošním roce. Dolar bude v ročním horizontu vůči euru, libře i jenu mírně oslabovat, naopak lehce posílí vůči žen-min-pi a rublu. Výhled CF pro cenu ropy Brent ke konci letošního roku se oproti minulému měsíci posunul mírně níže, na 61,6 USD/barel (nejvyšší odhad se snížil na 71, nejnižší zůstal neměnný na 55 USD/barel). Tyto údaje však nezohledňují atak na saúdskoarabská ropná zařízení v Abkajku a Churajsu. Výhled tržních sazeb USD 3M LIBOR je stále mírně klesající, sazby 3M EURIBOR zůstanou v záporném teritoriu na celém sledovaném horizontu, což je v souladu s posledním zasedáním ECB.

Graf záříjového čísla ilustruje zhoršování sentimentu manažerů ve zpracovatelském průmyslu v námi sledovaných zemích optikou ukazatele PMI. Jak je z grafu patrné největší pokes indexu od počátku minulého roku zaznamenává Německo, nejmenší pak Čína.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Modelování běžného účtu – dlouhodobé trendy a cyklické faktory.](#) Jeho obsahem je rozbor dynamiky běžného účtu platební bilance vybraných zemí střední Evropy. Je zde ukázáno, že běžný účet je ovlivněn jak dlouhodobými trendy, které souvisejí s konvergenčním procesem, tak cyklickými faktory vnějšího prostředí, a proto by měl být takto i modelován.

PMI ve zpracovatelském průmyslu



Zdroj: Bloomberg

II.1 Eurozóna

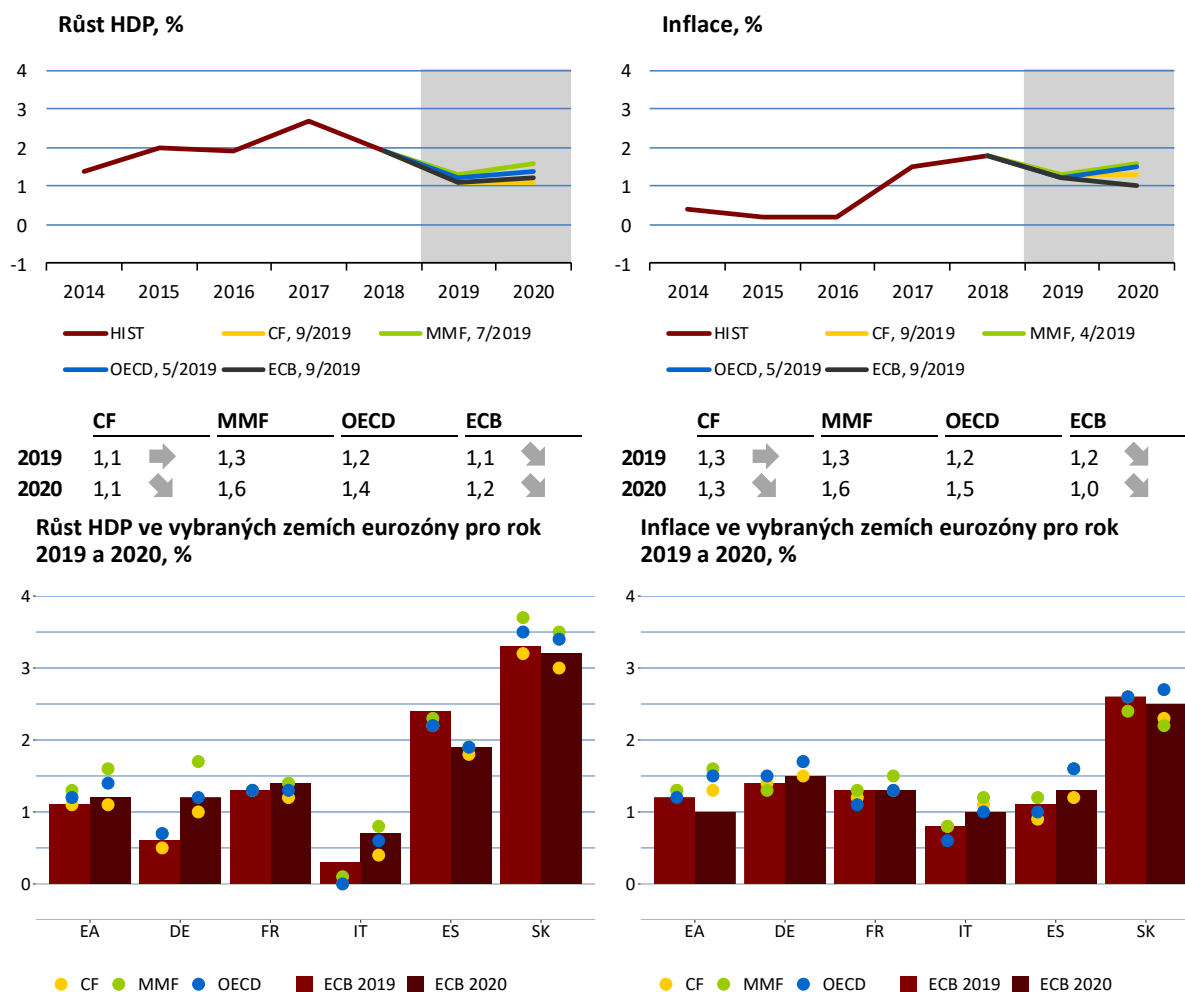
Hospodářský růst v eurozóně ve druhém čtvrtletí zpomalil; brzdil jej vývoj v Německu a v Itálii.

Mezičtvrtletní růst HDP dosáhl jen 0,2 %. Znatelně zpomalil růst spotřeby domácností, výpadek jeho příspěvku k celkovému růstu ekonomiky byl nicméně téměř plně kompenzován rychlejším růstem fixních investic. O výsledném zpomalení eurozóny tak rozhodl pokles čistého vývozu. Jeho příčiny se pojí se stupňujícím se odklonem světových velmocí od volného mezinárodního obchodu, jejichž příkladem jsou zejména průběžně eskalující nejistoty ohledně brexitu a obchodní války mezi USA a Čínou. Z jednotlivých zemí dosáhly nižšího růstu než eurozóna jako celek jen dvě ekonomiky – Německo, jehož HDP klesl o 0,1 %, a stagnující Itálie – které vzhledem ke své velikosti zastínily dobré výsledky mnohých jiných zemí.

Dostupné ukazatele naznačují další nepatrné zpomalení hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí.

Vývoj v mezinárodním obchodě negativně doléhá především na zpracovatelský průmysl. Meziměsíční pokles průmyslové produkce se sice v červenci výrazně zmírnil (na -0,4 %), v meziročním vyjádření však produkce klesá již devátý měsíc v řadě. Situace na trhu práce se naopak nadále pozvolna zlepšuje. Meziroční růst mezd ve druhém čtvrtletí zrychlil (na 2,7 %) a míra nezaměstnanosti (v červenci 7,5 %) postupně klesá. Kompozitní PMI v srpnu vzrostl; dokonce i index pro zpracovatelský průmysl se zvýšil, zůstává však v pásmu kontrakce (znepokojivý je zejména pokračující úbytek zakázek). Mírné zlepšení sentimentu naznačuje i předstihový indikátor Evropské komise ESI.

Hospodářský růst v eurozóně bude letos oproti loňsku nižší. CF ponechal svůj výhled pro tento rok beze změny (1,1 %) a stejnou dynamiku nově očekává i příští rok. Ke zhoršení výhledu došlo např. u Německa, Španělska nebo Slovenska. Z větších ekonomik eurozóny byl očekávaný růst přehodnocen vzhůru pouze pro Nizozemsko (viz příloha). Nová prognóza ECB přinesla snížení výhledu růstu v eurozóně (pro oba roky), na rozdíl od CF ale nadále očekává v příštím roce mírné zrychlení hospodářského růstu.

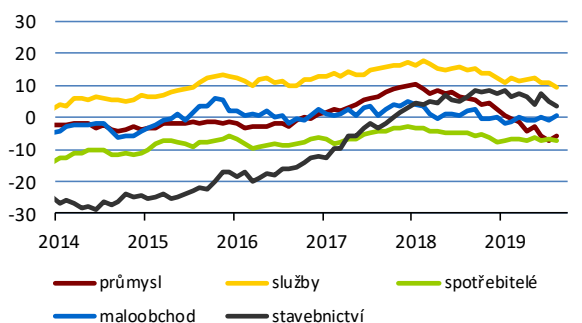


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

Inflace v eurozóně zůstává nadále nízká a zdatelně pod cílem ECB. Podle předběžných údajů celková HICP inflace setrvala v srpnu na úrovni 1 %. Přechod příspěvku cen energií do záporných hodnot (k němuž došlo poprvé od roku 2016) byl zhruba kompenzován lehce vyšším příspěvkem cen služeb. Rovněž jádrová inflace zůstala na hodnotě z předchozího měsíce (0,9 %). V následujících měsících lze přitom očekávat podobně nízké hodnoty inflace. Nadále přetrvává absence tlaků na růst ceny ropy, resp. cen energií, a budoucí vývoj jádrové inflace je nejistý. Zatímco mzdy rostou solidním tempem, nejistota ohledně výhledu hospodářského růstu a nižší zahraniční poptávka působí protiinflačně. V letošním roce pravidelně sledované výhledy očekávají inflaci na úrovni 1,2–1,3 %. Příští rok by pak podle nové prognózy ECB měla poklesnout až na úroveň 1 %. Z velkých ekonomik přehodnotil CF oproti předchozímu měsíci výhled spotřebitelské inflace směrem dolů u Německa a v roce 2020 i Francie.

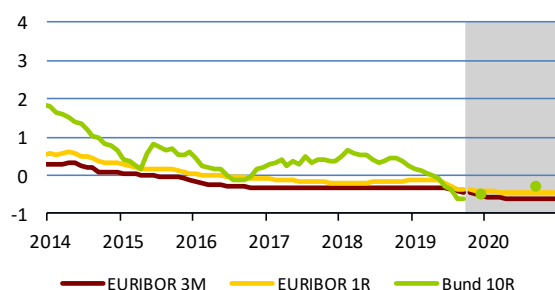
Utlumený výhled inflace a nejistota ohledně výhledu hospodářského růstu dovedly ECB k dalšímu uvolnění měnové politiky. Na zářijovém zasedání snížila rada guvernérů ECB depozitní úrokovou sazbu o 0,1 p. b. na –0,5 %. Zároveň s tím oznámila obnovení programu nákupu aktiv, které bude probíhat od listopadu v rozsahu 20 mld. EUR měsíčně. Reinvestice jistiny splatných aktiv budou pokračovat zdatelně za horizont budoucího prvního zvýšení úrokových sazeb. Dále byly upraveny podmínky nové série čtvrtletních cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III) a zaveden bude dvouřádkový systém úročení rezerv, v němž bude část přebytečné likvidity držené bankami vyňata ze záporné depozitní sazby. Prudký pokles inflačních očekávání na základě pětiletého inflačního swapu se v reakci na změnu komunikace ECB na počátku léta zastavil, nyní se očekávání drží poblíž svých historických minim. Dochází tak k nežádoucímu ukotvení inflačních očekávání na úrovni výrazně pod cílem ECB. Výnosy vládních dluhopisů vesměs zastavily svůj pokles. Výjimkou byla Itálie, kde se výnos 10letého dluhopisu propadl dokonce pod 1 %. Napříč zeměmi nicméně pokračoval pokles výhledů výnosů. U německého 10letého vládního dluhopisu je tak nyní očekáván v ročním horizontu výnos –0,3 %.

Předstihové ukazatele ESI



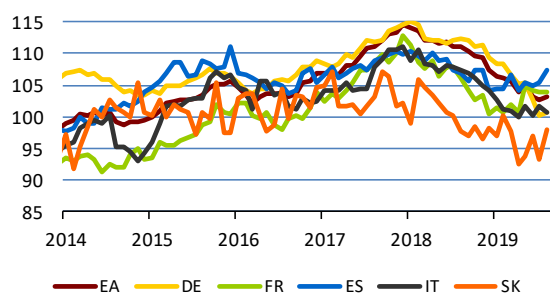
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
6/19	-5,6	11,0	-7,2	0,1	7,6
7/19	-7,3	10,6	-6,6	-0,7	5
8/19	-5,9	9,3	-7,1	0,5	3,7

Úrokové sazby, %



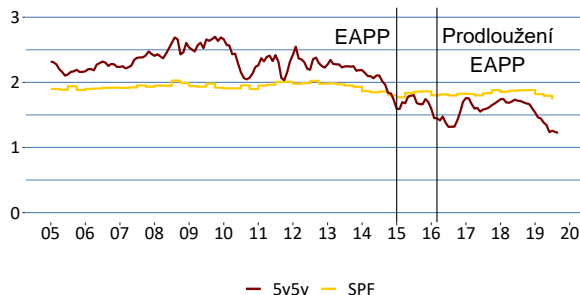
	8/19	9/19	12/19	9/20
3M EURIBOR	-0,41	-0,44	-0,54	-0,63
1Y EURIBOR	-0,36	-0,37	-0,41	-0,44
10Y Bund	-0,62	-0,59	-0,50	-0,30

Předstihové ukazatele ESI



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
6/19	103,3	102,6	104,1	104,8	100,2	97,0
7/19	102,7	100,2	103,9	105,4	101,6	93,4
8/19	103,1	100,6	104,0	107,3	100,7	97,9

Inflační očekávání v eurozóně, %



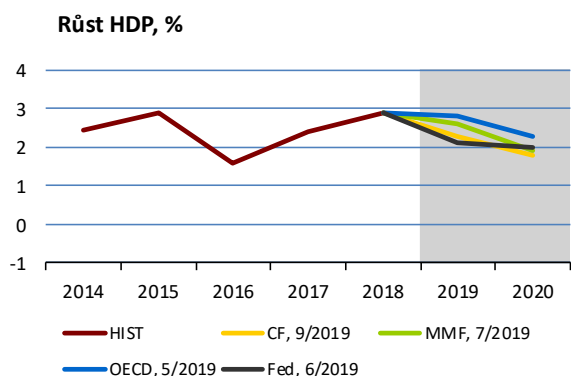
Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

II.2 Spojené státy

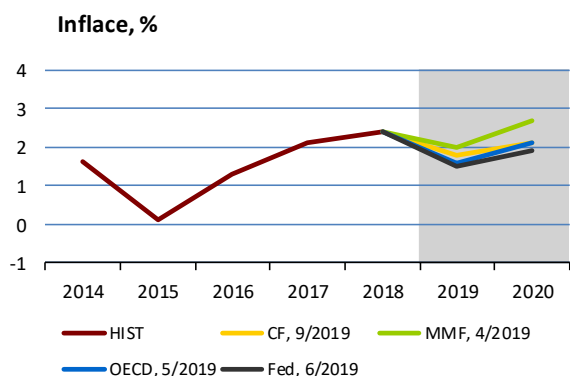
Obchodní válka mezi Spojenými státy a Čínou pokračuje v plné palební síle a další střelivo se připravuje. Na srpnové zavedení cel ze strany USA reagovala čínská strana podobným krokem. USA nově aplikují 15% cla u zboží v hodnotě 112 mld. USD, zatímco Čína zavedla 5 až 10% cla na zboží v celkovém objemu 75 mld. USD. Pokračovala také diplomatická přestřelka, která znervózňovala finanční trhy. Čínská strana podala i protest ke Světové obchodní organizaci, se žádostí o pomoc při jednání s USA. Následně se obě strany domluvily, že obnoví vyjednávání již na začátku října. Jako projev dobré vůle pak prezident USA D. Trump odložil o dva týdny (na 15. říjen) plánované navýšení cla z 25 % na 30 % na zboží v hodnotě 250 mld. USD. Téměř veškerý zbytek dovozů do USA z Číny pak bude zatížen 15% cly v prosinci.

Kromě dopadu na zahraniční obchod je v USA patrný pokles zejména ve výdajích a produkci firem. Průmyslová produkce v červenci vzrostla jen nepatrně (o 0,5 % mizr.) při stále klesajícím využití kapacit. Předstihový indikátor ISM PMI se drží poblíž hranice 50 bodů, přičemž negativní jsou zejména očekávání nových objednávek. Nižší poptávku v rámci šetření hlásily zejména firmy z automobilového průmyslu. Deficit v zahraničním obchodě se v červenci také mírně snížil, v obchodě s Německem byl však propad nejvyšší od srpna 2015. Série negativních zpráv pak vedla k razantnímu snížení nowcastu pro růst HDP ve třetím čtvrtletí na 1,5 %. Zářijový CF však zatím snížil jen výhled růstu HDP o 0,1 p. b. pro rok 2020.

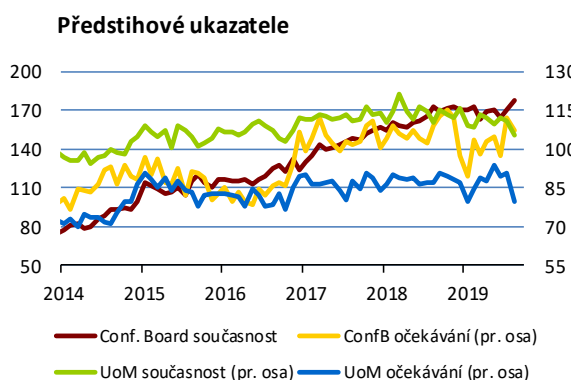
Fed se obává situace, kdy se nejistoty v zahraničním obchodě projeví naplno v jiných částech ekonomiky. Trh práce ale zůstává robustní, počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v srpnu dosáhl 130 tis. při meziročním růstu mezd o 3,2 %. Silná je i spotřebitelská poptávka, proto centrální banka bude i nadále pozorně sledovat údaje z ekonomiky. Názorová nejednotnost členů FOMC poněkud snižuje očekávání, že dojde k dalšímu snížení sazeb v září, ale analytici dle CF očekávají tento krok s 86,3% jistotou.



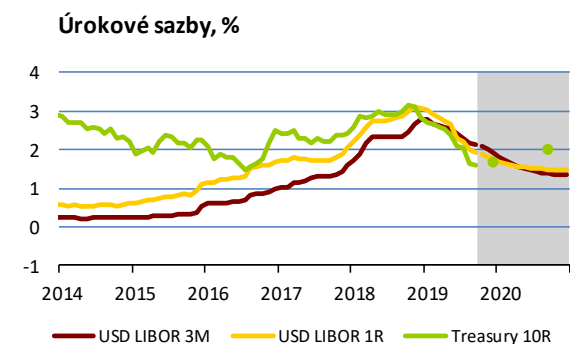
	CF	MMF	OECD	Fed
2019	2,3 →	2,6	2,8	2,1
2020	1,8 ↘	1,9	2,3	2,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2019	1,8 →	2,0	1,6	1,5
2020	2,1 →	2,7	2,1	1,9



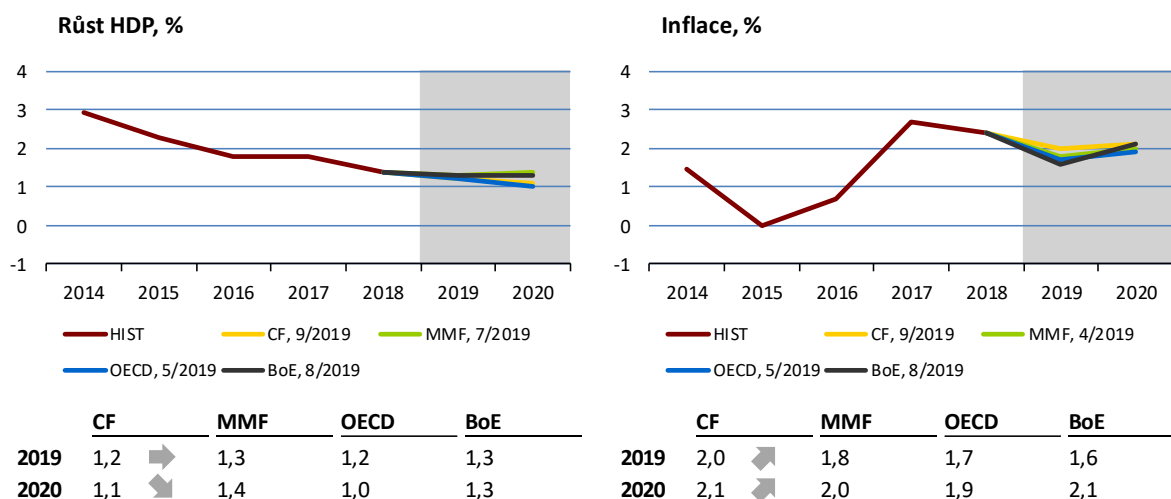
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
6/19	164,3	97,6	111,9	89,3
7/19	170,9	112,4	110,7	90,5
8/19	177,2	107,0	105,3	79,9



	8/19	9/19	12/19	9/20
USD LIBOR 3M	2,16	2,13	1,91	1,39
USD LIBOR 1R	2,00	2,00	1,75	1,49
Treasury 10R	1,62	1,61	1,70	2,00

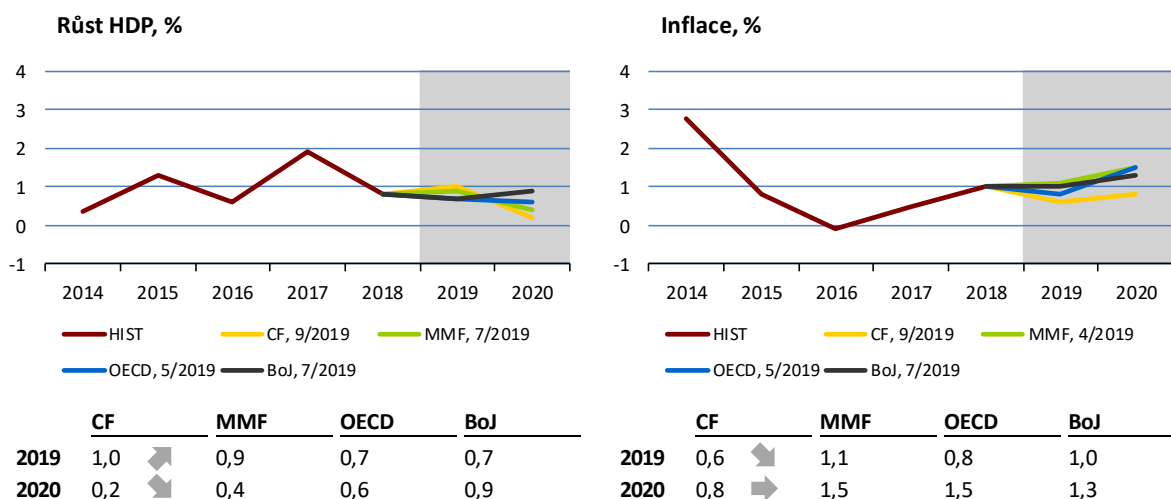
II.3 Spojené království

Politická nejistota nadále ovlivňuje jak současný tak budoucí vývoj britské ekonomiky. Oficiální měsíční údaje o vývoji HDP ukazují nárůst v červenci o 0,3 %, čímž vyrovnávají předchozí pokles. Pro třetí čtvrtletí se zvýšilo očekávání na růst ekonomiky na 0,3 % (NIESR). Pro britskou ekonomiku klíčový sektor služeb od února stagnoval, v červenci však konečně vzrostl a významně podpořil růst HDP. Finanční trh meziměsíčně vzrostl o 1,5 %. Růst spotřebitelských cen (v červenci 2,1 %) se drží poblíž inflačního cíle BoE (2 %) a dle očekávání CF by tomu tak mělo být i nadále. Situace kolem podoby brexitu se přes jeho blížící se termín na konci října stále nevyjasňuje, libra od půlky srpna oslabuje jak vůči euru, tak vůči dolaru, kompozitní indikátor PMI v srpnu opět klesl a CF opět snížil výhledy růstu HDP pro příští rok (očekává tak v příštím roce zpomalení ekonomiky z letošních 1,2 % na 1,1 %).



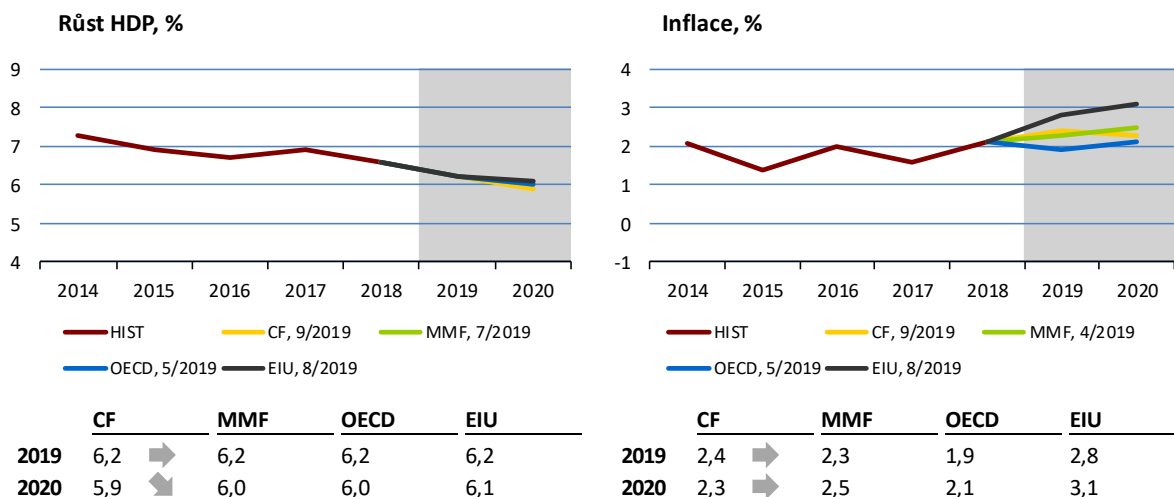
II.4 Japonsko

Ekonomická situace Japonska zůstává smíšená a nepříznivě ovlivněná vývojem vnějšího prostředí. Upřesněný výpočet růstu japonského HDP ve druhém čtvrtletí byl o 0,1 p. b. menší nežli předběžný odhad a činil 0,3 %. Zároveň se jedná o 0,2 p. b. nižší meziroční dynamiku oproti prvnímu čtvrtletí. V analýzovaném vyjádření dosáhlo tempo růstu ekonomiky 1 %. Vývozy se propadají již osmý měsíc v řadě. Zpracovatelský průmysl Japonska klesá od února letošního roku a v červnu jeho propad dosáhl meziročně 3,8 %. Zatím nejsou dostupné údaje o vývoji zpracovatelského průmyslu za červenec, nicméně průmyslová produkce v daném měsíci poprvé od ledna dosáhla kladného meziročního růstu (o 0,7 %). Srpnový PMI je u zpracovatelského průmyslu (49,36) v pásmu recese, ovšem ukazuje na zřejmou expanzi služeb (53,3). Zářiový CF znovu zvýšil svůj výhled HDP pro letošní rok, naproti tomu příští rok se očekává o něco větší zpomalení v porovnání se srpnovým výhledem.



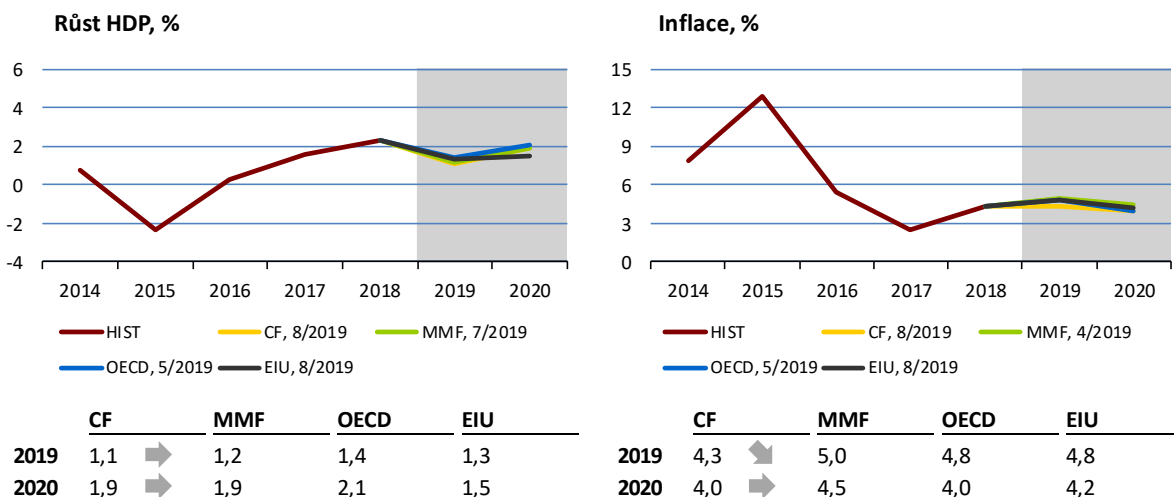
II.5 Čína

Exportní výkon čínské ekonomiky se vlivem obchodních válek opět zhoršil. Celkový vývoz Číny se v srpnu meziročně propadl, zejména díky více než 16% poklesu vývozu do USA. Dovozy ze Spojených států se meziročně snížily o 22,4 %. Čínský vývoz podstatně zaostal za očekáváním, která předpokládala vyvažující vliv slabšího renmimbi vůči USD a ochoty firem se předzásobit. V srpnu přitom čínská měna zaznamenala největší propad od zavedení režimu řízeného plování v červenci 2005. Pravděpodobně se jedná o snahu centrální banky snížit dopady obchodní války. Se stejným záměrem snížila v září i sazbu povinných minimálních rezerv (o 50 b. b.). Další plánované zavedení cel ze strany USA (v říjnu a prosinci) i nárůst nejistot v zahraničním obchodě dopadají negativně na zahraniční objednávky, lze tedy očekávat další propad v zahraničním obchodě i v dalších měsících.



II.6 Rusko

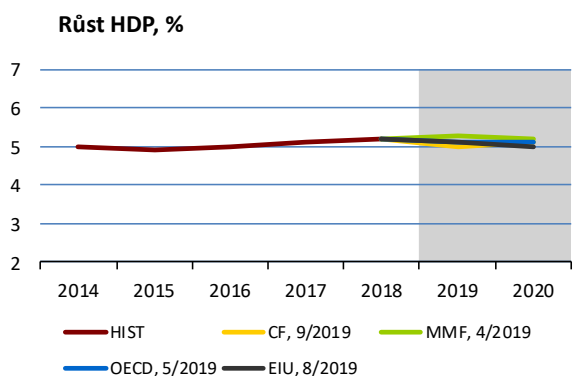
I přes nepatrné zrychlení HDP ve druhém čtvrtletí zůstává ekonomická situace křehká. První odhad růstu HDP ve druhém čtvrtletí potvrdil předběžný údaj (0,9 % meziročně). V Rusku se dařilo především těžebnímu průmyslu (3,3 %) a osobní dopravě (8,4 %). V mezičtvrtletním vyjádření ekonomika rostla 8,1% tempem, což je v souladu s tradičně slabším výkonem v prvním čtvrtletí vlivem státních svátků. Výhledově, jak naznačuje srpnový PMI, k oslabení přispěje zpracovatelský průmysl (PMI 49,1). Nové zakázky včetně exportních a pokles výstupu již čtvrtý měsíc udržují PMI v tomto odvětví v pásmu recese. Celkový index pak setrvává v posledních měsících v pásmu expanze díky službám. Výhled HDP pro letošní rok se dle CF nezměnil a je aktuálně v souladu s prognózou ruské centrální banky (0,8–1,3 %). Zvyšující se riziko globálního ekonomického zpomalení bylo i jednou z motivací k dalšímu snížení klíčové úrokové sazby (na 7 %), ke kterému došlo v prvním zářijovém týdnu.



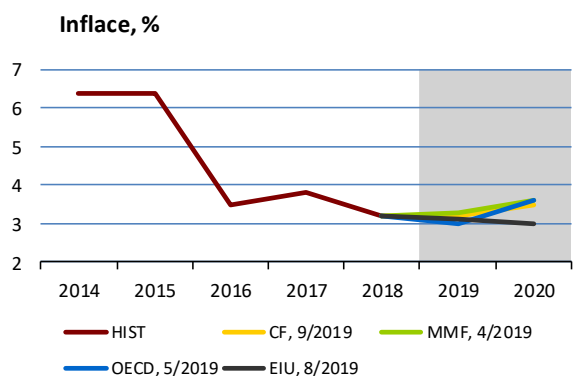
II.7 Výběr z rozvojových zemí

Ekonomika Indonésie – země s nespočty tektonicky aktivních ostrovů a jedné z nejlidnatějších na světě – dosahuje již několik let zajímavých temp růstu při přiměřeně nízké inflaci. Indonésii lze charakterizovat jako politicky stabilní zemi, byť květnové parlamentní volby vyvolaly protesty s přítomností násilí v některých aglomeracích. Stabilita a potenciál indonéského hospodářství se odráží v oblíbě investorů, zejména pak ze Singapuru, Japonska a Číny. Mezi nejvýznamnější exportní artikly patří tradiční komodity, jako je ropa, zemní plyn, uhlí a palmový olej. Vedle toho Indonésie exportuje produkty typické pro Asii, tj. textil, obuv, výrobky z tropických dřevin a rovněž papír. Postupně lze vysledovat trend růstu exportu průmyslového a spotřebního zboží s vyšší přidanou hodnotou a rovněž výrobků z kaučuku, což je odrazem rozvoje indonéské ekonomiky. Indonéské hospodářství dováží zejména stroje, elektrická zařízení, železo, ocel, plasty a plastové výrobky.

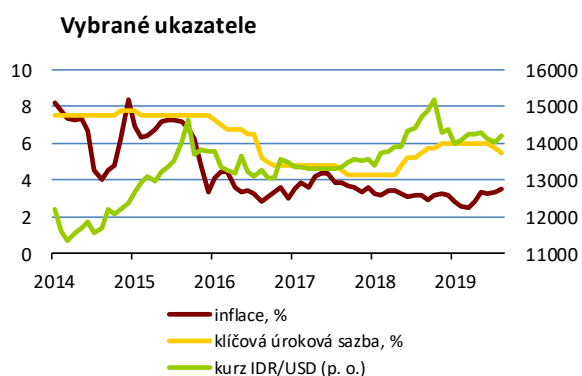
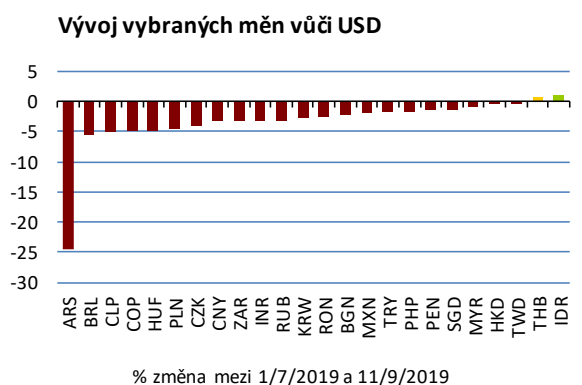
Hlavním tahounem více než 5% růstu tamního HDP je potenciálně obrovská vnitřní spotřeba (téměř čtvrt miliardy obyvatel), ale i export přírodních zdrojů. Inflace v letošním i příštím roce by měla směřovat k 3,5 % (tj. přesně do středu inflačního cíle, kterým je pásmo mezi 2,5 až 4,5 %), což lze však stále považovat za cenový vývoj adekvátní solidní dynamice reálné ekonomiky. Stabilní vývoj inflace lze přisoudit úspěšnému aplikování (od roku 2005) režimu inflačního cílení. Oficiální míra nezaměstnanosti se dlouhodobě pohybuje lehce nad 5 %, byť její měření odpovídá spíše městským aglomeracím, nežli většině venkovských oblastí. Z pohledu fiskální disciplíny je Indonésie dle oficiálních statistik spíše vzornou zemí, její zadlužení se v nedávné minulosti pohybovalo mírně nad 30% úrovní vztahené k HDP a obdobné úrovně dosahuje i ve výhledech. Nicméně, vzhledem k zadluženosti denominované převážně v USD by potenciální výrazné oslabení indonéské měny mohlo pohled na udržitelnost indonéského dluhu, nejen v očích investorů, změnit. Vývoj indonéské rupie v dosavadním průběhu druhého pololetí ukazuje, že je ze sledovaných rozvíjejících se a rozvojových zemí téměř jedinou zemí, jejíž kurz vzhledem k USD za sledované období posílil. Klíčová úroková sazba zaznamenala postupný pokles k současné hodnotě 5,50 %.



	CF	MMF	OECD	EIU
2019	5,0	5,3	5,1	5,1
2020	5,1	5,2	5,1	5,0



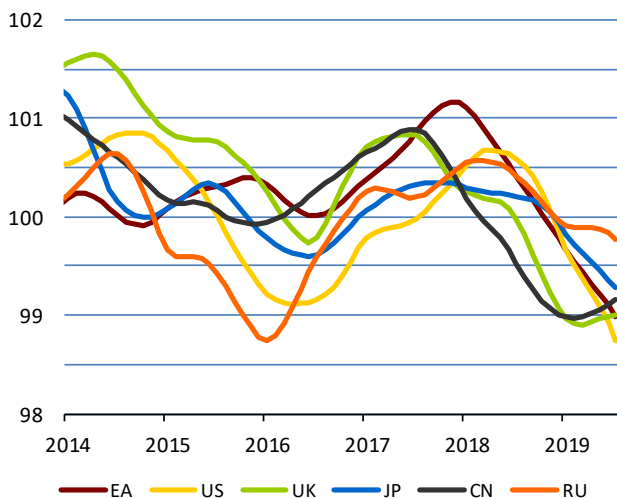
	CF	MMF	OECD	EIU
2019	3,2	3,3	3,0	3,1
2020	3,5	3,6	3,6	3,0



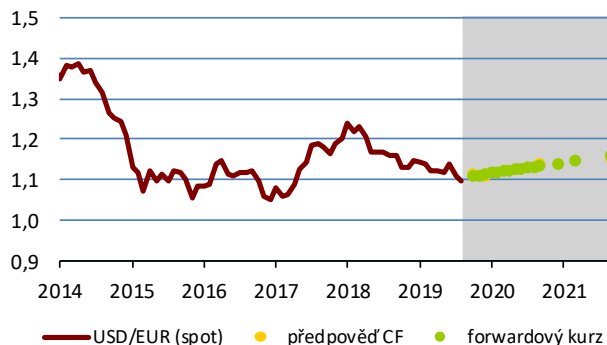
	inflace, %	úrok. sazba, %	IDR/USD
6/2019	3,28	6,00	14 128
7/2019	3,32	5,75	14 017
8/2019	3,49	5,50	14 185

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

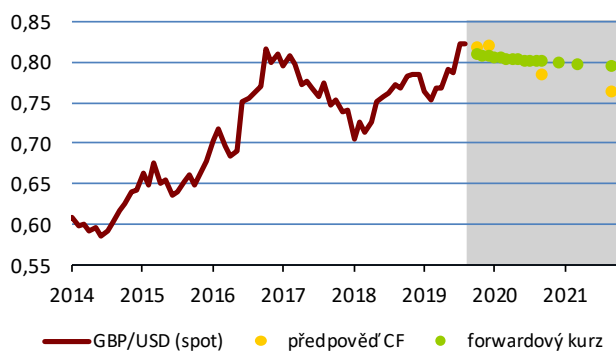


Americký dolar (USD/EUR)



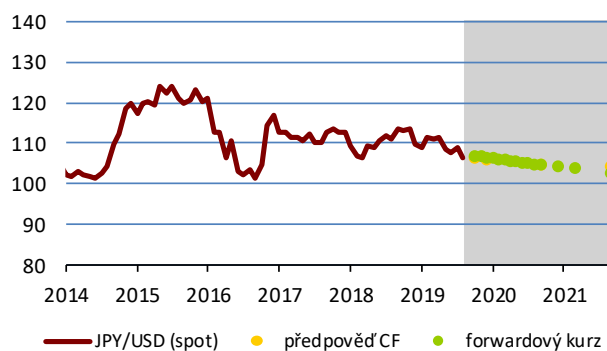
	9/9/19	10/19	12/19	9/20	9/21
spotový kurz	1,106				
předpověď CF		1,112	1,111	1,137	1,155
forwardový kurz		1,107	1,112	1,134	1,159

Britská libra (GBP/USD)



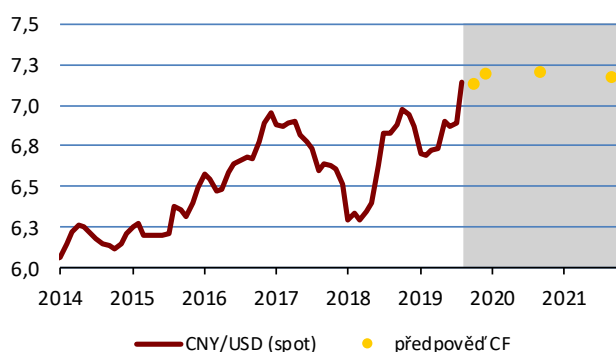
	9/9/19	10/19	12/19	9/20	9/21
spotový kurz	0,810				
předpověď CF		0,818	0,821	0,786	0,763
forwardový kurz		0,809	0,807	0,801	0,795

Japonský jen (JPY/USD)



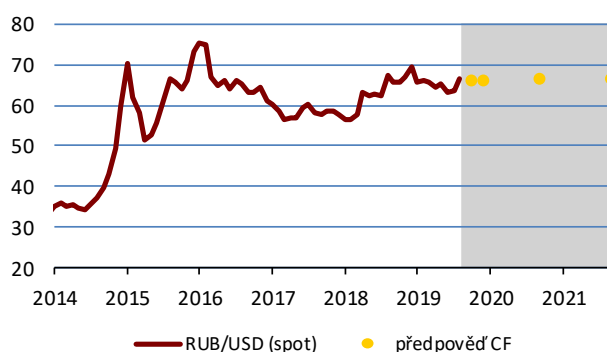
	9/9/19	10/19	12/19	9/20	9/21
spotový kurz	107,2				
předpověď CF		106,3	105,8	104,6	104,5
forwardový kurz		107,0	106,6	104,7	102,7

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/9/19	10/19	12/19	9/20	9/21
spotový kurz	7,129				
předpověď CF		7,129	7,193	7,203	7,177

Ruský rubl (RUB/USD)

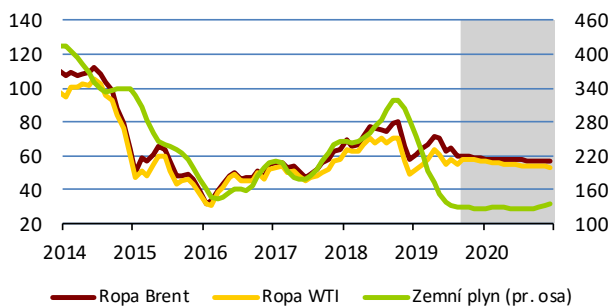


	9/9/19	10/19	12/19	9/20	9/21
spotový kurz	65,51				
předpověď CF		65,91	66,03	66,61	66,55

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.

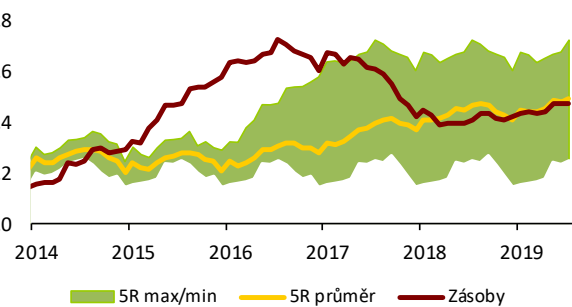
IV.1 Ropa a zemní plyn

Průměrná měsíční cena ropy Brent se v srpnu dostala poprvé v letošním roce pod hodnotu 60 USD/barel, v první polovině září jen mírně vzrostla. Volatilní trajektorie ceny ropy je určována v současné době především nefundamentálními faktory, zejména vývojem situace ohledně obchodních sporů mezi USA a Čínou. Některé odhady naznačují, že tato obchodní válka snižuje cenu ropy až o 15 USD/barel. Cenu ropy však tlačí dolů i slabší ekonomická data z Číny, USA a Německa a posilující dolar. Nicméně křivky cen termínovaných kontraktů mají u všech typů ropy klesající průběh (backwardation), což naznačuje, že na trhu není aktuálně přebytek ropy, a obnovený pokles zásob ropy v USA svědčí o tom, že snížená těžba ropy v zemích OPEC+ nese své ovoce. Většina institucí však v obavách ze slábnoucího růstu globální ekonomiky přehodnocuje výhledy cen ropy nadále směrem dolů. Např. dle EIA by se cena ropy Brent měla ve čtvrtém čtvrtletí pohybovat kolem 60 USD/barel a v příštím roce by v průměru měla činit 62 USD/barel, což je v souladu se závěry zářijového CF. Tržní křivka signalizuje ještě nižší hodnotu (57,5 USD/barel). Tyto výhledy však nezohledňují atak na saúdskoarabská ropná zařízení v Abkajku a Churajsu. Výměna bezpečnostního poradce v Bílém domě by mohla umožnit snížení politického napětí mezi USA a Íránem, což by tlačilo ceny ropy dále směrem dolů. Naopak prostor pro výraznější růst cen ropy je značně omezený v důsledku vysokých rezervních těžebních kapacit Saúdské Arábie. Tamní nový ministr energetiky ale hodlá pokračovat v dosavadní politice omezené těžby. K většímu růstu cen ropy by došlo pouze v případě zásadního průlomu v obchodních jednáních mezi USA a Čínou nebo zpomalení růstu břidlicové těžby v USA. Ceny zemního plynu v Evropě zastavily svůj propad a stabilizovaly se na velice nízké úrovni.

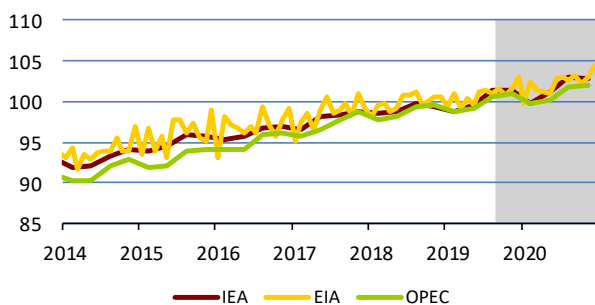
Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

	Brent		WTI		Plyn	
2019	63,11	↘	57,17	↗	158,46	↗
2020	57,48	↘	54,66	↗	128,28	↘

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

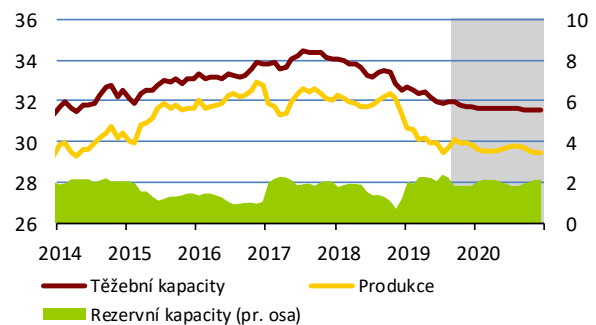


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC			
2019	100,28	↗	100,83	↘	99,84	↘
2020	101,67	↗	102,22	↘	100,91	↘

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity			
2019	30,04	↘	32,09	↗	2,06	↗
2020	29,60	↘	31,61	↗	2,01	↗

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.

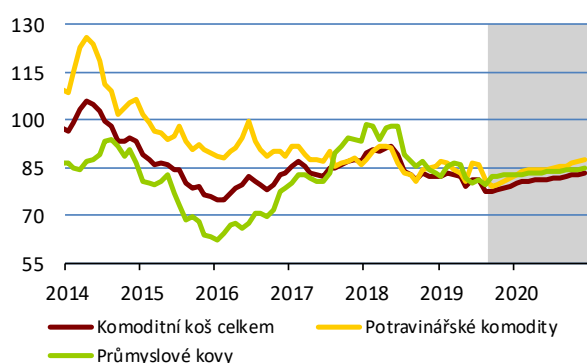
IV.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit v srpnu silně klesl za přispění obou jeho složek. V první polovině září stagnoval, když ceny potravin dále klesaly, zatímco ceny kovů se zotavily. Výhled obou dílčích indexů je rostoucí, silnější růst se ale očekává u cen potravinářských komodit.

Ceny většiny základních kovů v srpnu pokračovaly v poklesu kvůli vyostřování obchodní války mezi USA a Čínou a posilujícímu dolaru. Průzkumy ve zpracovatelském průmyslu navíc nadále signalizují zhoršování situace. Nicméně PMI globálního zpracovatelského průmyslu od JPMorgan za srpen mírně vzrostl (ze 49,3 na 49,5), což společně s mírně optimistickým vývojem čínsko-amerických obchodních vztahů zastavilo na konci srpna pokles cen kovů. Na obchodní válku nejvíce doplácí ceny mědi, které jsou navíc dolů tlačeny i rostoucími zásobami na LME a nadále chmurným výhledem zpracovatelského průmyslu. Výjimkou mezi kovy byl nikl, jehož cena i v srpnu rostla poté, co Indonésie vyhlásila zákaz vývozu niklové rudy již od roku 2020 (původně se zákaz očekával až o dva roky později). Cena niklu tak od června vzrostla již o 30 %. Naopak cena železné rudy se na začátku srpna prudce propadla (o více než 20 %) poté, co se obnovil vývoz z Brazílie, a to i přes silný růst dovozu železné rudy do Číny.

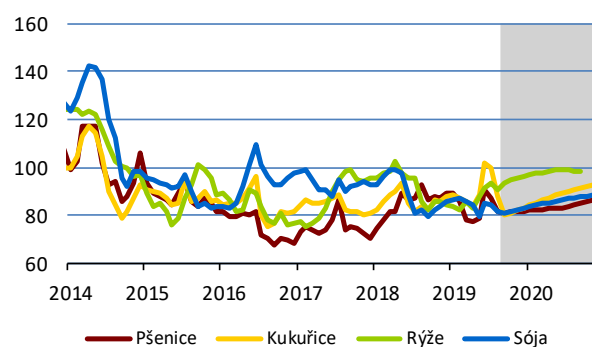
Ceny potravinářských komodit klesaly v uplynulém měsíci napříč indexem, největší poklesy zaznamenaly ceny kukuřice a kakaa. Silně klesaly ale i ceny vepřového a hovězího masa. U nepotravinářských zemědělských komodit vykázala v srpnu pokles cena bavlny, cena kaučuku naopak mírně vzrostla.

Indexy cen neenergetických komodit



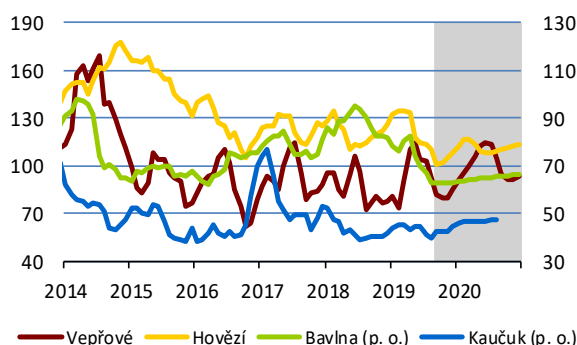
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	80,3	83,1	82,7
2020	81,6	84,9	83,8

Potravinářské komodity



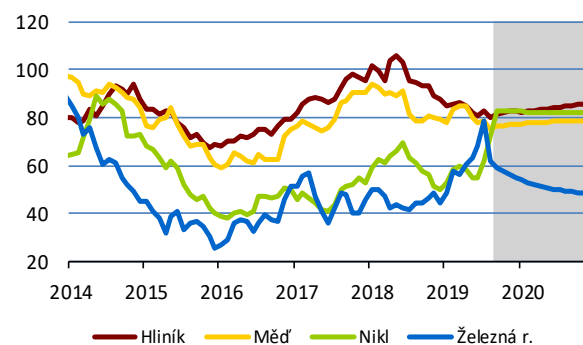
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	82,9	87,6	90,0	83,4
2020	83,9	89,3	98,3	86,5

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	91,4	117,1	70,2	43,3
2020	100,9	111,7	65,0	46,7

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	83,1	79,2	67,1	60,3
2020	84,3	78,3	82,3	50,5

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.

Modelování běžného účtu – dlouhodobé trendy a cyklické faktory¹

Tento článek nabízí pohled na dynamiku běžného účtu platební bilance vybraných zemí střední Evropy. Dokumentujeme, že běžný účet je ovlivněn jak dlouhodobými trendy, které souvisejí s konvergenčním procesem, tak cyklickými faktory vnějšího prostředí. Na tomto základě argumentujeme, že pro modelování běžného účtu je zapotřebí zohlednit oba tyto faktory – dlouhodobý i cyklický – a představujeme empirický model, který je dokáže konzistentně zohlednit. Tento model demonstrujeme na příkladu České republiky.

Běžný účet platební bilance je důležitým indikátorem vnější udržitelnosti

Běžný účet platební bilance je součtem bilancí zboží a služeb a bilance výnosů a bilanci prvotních důchodů. Přebytky zboží a služeb přispívají ke kladnému saldu běžného účtu. Na straně příjmů bilance prvotních důchodů jsou především příjmy tuzemců ze zaměstnání v zahraničí a příjmy ze zahraničních investic; na straně výdajů jsou příjmy cizozemců ze zaměstnání v domácí zemi a jejich příjmy z investic v domácí zemi. Druhotné důchody jsou pak ty, které neovlivňují závazky vůči zahraničí.

Záporné hodnoty běžného účtu znamenají, že daná země spotřebovává nebo investuje více, než spoří, a indikují tak zhoršení investiční pozice vůči zahraničí. Mnohé světové i regionální makroekonomické a finanční krize jsou předcházeny nerovnováhami běžného účtu.² Tyto krize jsou pak obvykle doprovázeny prudkými změnami běžného účtu, zejména u zemí, jejichž běžný účet byl dlouhou dobu záporný. Této změny běžného účtu lze dosáhnout buď přeměrováním výdajů, nebo prudkým poklesem domácí poptávky, tedy poklesem soukromé i veřejné spotřeby a investic. Prudký pokles spotřeby má negativní dopady na blahobyt spotřebitelů i na společenskou soudržnost, a pokles investic může podvazovat budoucí hospodářský růst.³

Běžný účet jakožto indikátor vnější udržitelnosti je proto sledován mezinárodními i soukromými institucemi pro jednotlivé ekonomiky. Evropská komise používá tříletý průměr poměru salda běžného účtu platební bilance k HDP jako jeden z indikátorů „Macroeconomic Imbalance Procedure“ ohodnocující rizika vzniku nerovnováh v členských zemích EU⁴. Mezinárodní měnový fond ve svém „External Sector Report“ pravidelně hodnotí aktuální vývoj běžného účtu a reálného kurzu na možná rizika vzniku vnějších nerovnováh.⁵ Také centrální banky otevřených ekonomik běžný účet pravidelně komentují. Ale i soukromé instituce, jako např. ratingové agentury, věnují běžnému účtu a jeho dynamice významnou pozornost.

Běžný účet platební bilance je ovlivněn řadou faktorů, které působí v odlišných časových horizontech. Některé faktory jsou dlouhodobé a ovlivňují dlouhodobé trendy v platební bilanci. V literatuře se jako jeden z těchto faktorů obvykle uvádí demografická struktura, přičemž vyšší podíl osob v důchodovém věku znamená *ceteris paribus* nižší domácí úspory, a tedy i tlak na deficit běžného účtu. Dalším příkladem dlouhodobého faktoru je struktura ekonomiky ovlivňující exportní potenciál jednotlivých zemí. Jiné faktory působí na frekvencích hospodářských cyklů, příkladem významného cyklického faktoru je domácí i zahraniční hospodářský cyklus, který ovlivňuje vývoz a dovoz zboží a služeb.⁶ Nakonec existují i jednorázové faktory, které ovlivňují běžný účet v dané periodě a nemají dlouhodobější efekt (např. jednorázové transfery mezi zeměmi). Devadas a Loayza (2018) uvádí na základě literatury přehled faktorů determinujících běžný účet.

V tomto článku se zabýváme modelováním běžného účtu zemí střední Evropy. Zaměřujeme se na ty země, které v roce 2004 vstoupily do Evropské unie, což jsou země Visegrádské čtyřky (Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovensko), pobaltské země (Estonsko, Litva, Lotyšsko) a Slovinsko. Dokumentujeme, že dynamika běžného účtu těchto zemí byla a stále ještě je ovlivněna jednak konvergenčním procesem a jednak ji významně ovlivňují cyklické faktory. Na tomto základě tvrdíme, že pro modelování běžného účtu je potřeba tyto vlivy odlišit a modelovat je separátně. Zbytek článku je členěn následovně. V následující části popisujeme dlouhodobou dynamiku běžného účtu pro osm výše uvedených zemí. Dále dokumentujeme cyklické vlastnosti jednotlivých složek běžného účtu. Na závěr článku – jako příklad – představíme kvantitativní model běžného účtu pro Českou republiku, který je založen na replikaci identifikovaných dlouhodobých i cyklických faktů.

¹ Autory jsou Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Např. Ca'Zorzi a kol. (2012) nebo Lane a Milesi-Ferretti (2012) přesvědčivě dokumentují existenci nerovnováh běžného účtu v období před globální finanční krizí. Davis a kol. (2014) potvrzuje, že nerovnováhy běžného účtu jsou prediktorem finančních krizí v rozvinutých i rozvíjejících se ekonomikách.

³ Tento druhý – méně příznivý – scénář je bohužel obvyklejší. Na příkladu evropských zemí jej pečlivě dokumentují Lane a Milesi-Ferretti (2012).

⁴ Podrobnější informace lze nalézt v odkazu zde: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure_en.

⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/External-Sector-Reports>. Zde je rovněž odkaz na External Balance Assessment (EBA) model používaný IMF pro tento účel.

⁶ Babecká Kucharčuková a Brůha (2018) dokumentují vysokou důchodovou elasticitu zahraničního obchodu. Ačkoliv tato elasticita mohla v poslední době mírně poklesnout, zůstává vyšší než jedna.

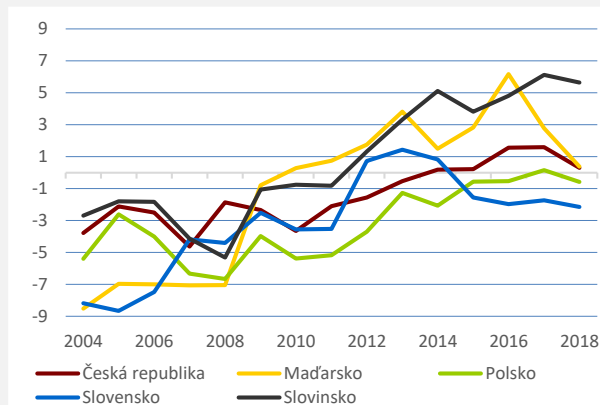
Dynamika běžného účtu v konvergujících ekonomikách

Pro země střední Evropy byl konvergenční proces významným dlouhodobým determinantem běžného účtu. Ve srovnání s jinými regiony byl dlouhodobý trend běžného účtu i jeho jednotlivých položek ovlivněn specifickými fundamenty souvisejícími s ekonomickou transformací a následnou konvergencí k vyspělým zemím EU. Na počátku ekonomické transformace byl běžný účet v těchto ekonomikách záporný. Bylo tomu z řady důvodů. Za prvé byly tyto ekonomiky silně podkapitalizované, přičemž nízká vybavenost kapitálem vedla k dovozu investic. Zboží vyráběné v těchto ekonomikách bylo zpočátku málo konkurenceschopné, což dále prohlubovalo schodek čistých vývozů. Postupem času se situace začala měnit. Vzrostla vybavenost kapitálem, úroveň celkové produktivity výrobních faktorů i kvalita vyráběného zboží. Jak dokumentují Brůha a Podpiera (2011), tento proces přispěl nejen ke zvýšení celkových vývozů, ale i ke zlepšení směnných relací a posunutí celého běžného účtu směrem ke kladným hodnotám.

Dynamika běžného účtu jednotlivých zemí byla v průběhu globální krize odlišná. Poměr běžného účtu platební bilance zemí Visegrádské skupiny a Slovinska trendově rostl i v průběhu této krize. V pobaltských zemích došlo k jeho pádu do záporných hodnot v období před krizí, zatímco v období po krizi došlo k prudké korekci, viz grafy 1 a 2.⁷ Rozdílná dynamika běžného účtu je odrazem různého typu makroekonomického přizpůsobení během krize, kdy v baltských zemích došlo k razantnímu poklesu domácí poptávky.

Graf 1 – Běžný účet zemí V4 a Slovinska

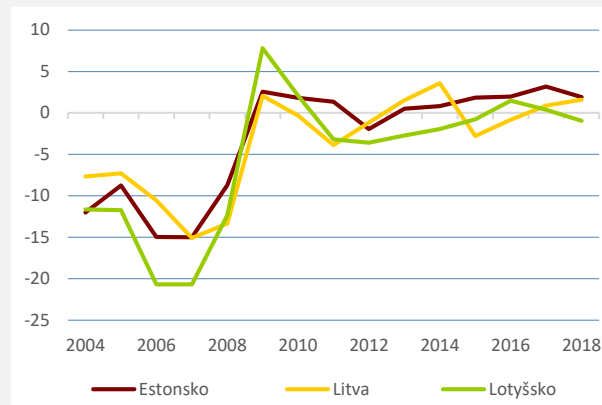
(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: Eurostat, výpočet autorů

Graf 2 – Běžný účet pobaltských zemí

(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: Eurostat, výpočet autorů

Trendy běžných účtů konvergujících zemí odráží jejich jedinečnou zkušenost a konvenční zákonitosti pro ně nemusí platit. Příkladem je vztah mezi podílem demografické závislosti (měřeným jako podíl seniorů v neaktivním věku na celkové populaci) a běžným účtem. Očekává se, že by tento vztah měl být negativní: zvyšující se podíl demografické závislosti by měl vést ke zhoršování běžného účtu, neboť vyvolává tlak na čerpání úspor a zadlužování ekonomiky. To ale pro zkoumané země neplatí: u všech těchto zemí došlo mezi lety 2004 a 2018 ke zvýšení podílu demografické závislosti a současně k růstu poměru běžného účtu k HDP. To ilustruje graf 3 srovnávající tyto veličiny – změny obou veličin jsou kladné. Tato „konvenční zákonitost“ tedy byla naprosto překryta konvergenčním příběhem.

Zatímco trendová dynamika odráží konvergenční proces, běžný účet ovlivňují také standardní cyklické faktory. Vývozy i dovozy jsou ve zkoumaných zemích po vstupu do EU spjaty s cyklem v domácí i zahraniční poptávce. Také položky primárních důchodů vykazují cyklickou spojitost s hospodářským vývojem.

Trend-cyklický model běžného účtu pro Českou republiku

Pro správné empirické modelování běžného účtu je tedy třeba separátně zachytit jak dlouhodobou trajektorii, tak cyklickou část běžného účtu. Modely časových řad s nepozorovanými komponentami (Harvey, 1989) představují užitečný nástroj na separátní modelování trendové (dlouhodobé), cyklické a krátkodobé složky běžného účtu platební bilance. Nedávný příspěvek v oblasti ekonometrického modelování (Andrle a Brůha, 2018) ukazuje, jak lze empirický model tohoto typu efektivně zkonstruovat a odhadnout.

⁷ Tuto odlišnou dynamiku je možné ověřit pomocí shlukové analýzy. Babecká Kucharčuková a Brůha (2017) vyvinuli statistickou metodu na klasifikaci zemí na základě vybraných makroekonomických časových řad. Pokud aplikujeme tuto metodu na časové řady běžného účtu zemí střední Evropy, ukazuje se, že existují dvě skupiny, v jejichž rámci je dynamika běžného účtu kvalitativně podobná. Jedna skupina je tvořena právě zeměmi Visegrádské skupiny a Slovinskem, druhá skupina je tvořena pobaltskými zeměmi.

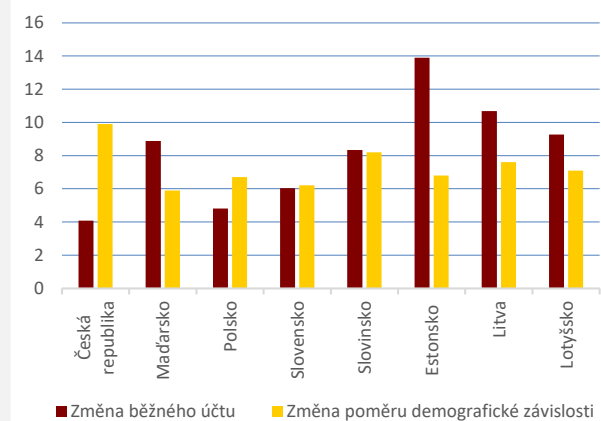
Každá část běžného účtu je v empirickém modelu zachycena samostatně. Dlouhodobá složka běžného účtu je zachycena pomocí flexibilního trendového modelu (Harvey a Jaegger, 1993), kterým lze namodelovat širokou škálu různých dynamik. Cyklická část běžného účtu je zachycena pomocí lineárního modelu vektorové autoregrese, který spojuje cyklické složky běžného účtu s cyklickými složkami exogenních proměnných. Empirický model dále obsahuje vysokofrekvenční část modelující krátkodobé pohyby na běžném účtu, které nejsou vysvětlitelné ani dlouhodobým trendem ani pozicí ekonomiky v cyklu. Tyto krátkodobé pohyby mohou vyplývat z jednorázových transakcí nebo mohou odrážet chyby měření, historické revize dat a další nesystematické položky. Důležité je, že tyto jednotlivé složky nejsou a priori identifikovány statistickým filtrem, ale jsou odvozeny modelově-konzistentním způsobem pomocí Kalmanova filtru (Harvey, 1989).⁸ V grafech je mimo trend implikovaný modelem vyznačen také Hodrick-Prescottův trend s obvyklým nastavením vyhlazovacího parametru. Ukazuje se, že pro období let 2016 až 2018 jsou tyto dva trendy výrazně odlišné. Je to dáno tím, že představený model běžného účtu bere v úvahu příznivý cyklický vývoj v zahraničí, a tudíž hodnotí mezeru čistého vývozu zboží v letech 2016 a 2017 jakožto výrazně otevřenou v kladných hodnotách. To ukazuje na výhodu modelově-konzistentní filtrace nad statistickými jednorozměrnými filtry (o vícerozměrných modelově-konzistentních filtracích pojednává čtivě Andrie, 2013).

Pro případ české ekonomiky byl takový model zkonstruován a použit pro modelovou identifikaci trendových složek běžného účtu. Tento model byl autory tohoto textu odhadnut na českých datech pro období od roku 2004 až do současnosti. Cyklické složky běžného účtu jsou pomocí vektorového autoregresního modelu vztaheny k cyklickým složkám domácích i zahraničních proměnných. Mezi důležitými domácími proměnnými, které slouží k identifikaci cyklu, jsou maloobchodní tržby, složky domácí absorpce (zejména investice) a nezaměstnanost. U zahraničních proměnných identifikují cyklus exporty a importy eurozóny, průmyslové zakázky v Německu a IFO indikátory.

Bilance zboží po vstupu ČR do EU trendově roste. V roce 2004 byla modelovou optikou rovnovážná bilance zboží mírně záporná, ale již od roku 2005 roste do kladných hodnot (viz graf 4). Tento trendový růst je dominantním hybatelem vývoje této položky po většinu analyzovaného období a je vysvětlitelný zapojováním českých firem do globálních výrobních řetězců (Babecká Kucharčuková a Brůha, 2018). V posledních několika letech se tento trendový růst zastavil a rovnovážná bilance zboží zůstává konstantní

Graf 3 – Změna demografické závislosti a běžného účtu

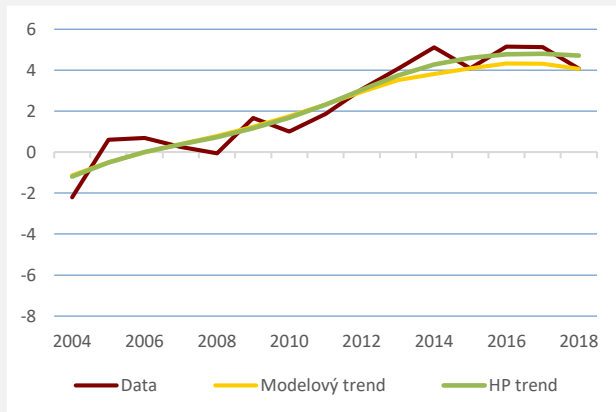
(procentní body, rozdíl mezi lety 2004 a 2018)



Zdroj: Eurostat, výpočet autorů

Graf 4 – Bilance zboží: data a trend

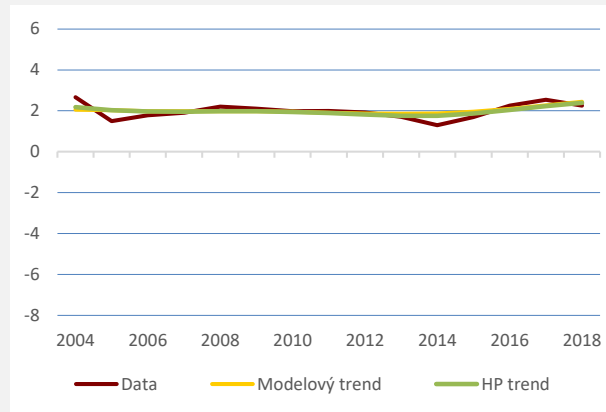
(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet autorů

Graf 5 – Bilance služeb: data a trend

(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet autorů

⁸ Další výhodou použití Kalmanova filtru na odhad dlouhodobých a cyklických komponent je ta, že umožňuje velice snadné zakomponování expertních pohledů. Pokud je např. k dispozici expertní názor na to, že určitá část běžného účtu představuje jednorázový faktor, lze tuto informaci do modelové filtrace poměrně jednoduše zavést pomocí příslušného rozšíření stavového prostoru (Andrie a Brůha, 2018). Je tedy snadno možné kombinovat modelový přístup s expertními názory.

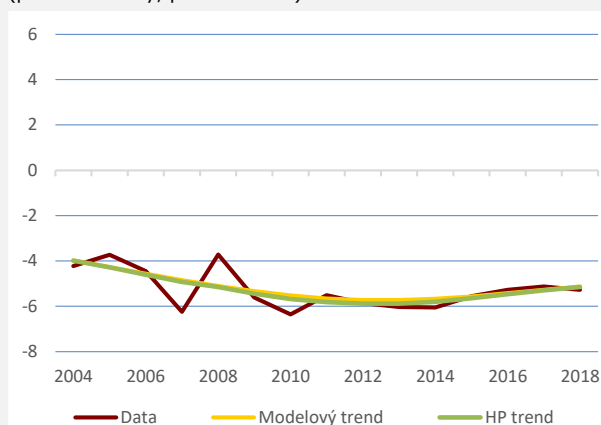
kolem hodnoty 4 % HDP. Naopak větší úlohu v dynamice bilance zboží začínají hrát cyklické faktory, zejména cyklický vývoj zahraniční poptávky.

Bilance služeb začala naproti tomu trendově růst až v nedávné době. Až do roku 2015 setrvala rovnovážná bilance služeb na takřka konstantní úrovni 2 % HDP. V současnosti však model identifikuje její mírný nárůst na zhruba 2,5 % (graf 5). Rovnovážený trend v primárních důchodech je zhruba konstantní, fluktuuje kolem -5 % HDP (graf 6).

Dominantním trendovým hybatelem běžného účtu je tak od vstupu do EU bilance zboží a služeb. Trendový růst těchto položek (u zboží zhruba do roku 2014 a u služeb od roku 2015) přispívá k trendovému růstu celého běžného účtu. Modelovou optikou dosahuje v současnosti rovnováha běžného účtu mírně kladných hodnot a běžný účet se nachází lehce pod svou trendovou hodnotou (Graf 7). Hodnoty běžného účtu v letech 2016 a 2017 jsou naopak vyšší, než je identifikovaný trend, což odráží příznivý vliv zahraničního hospodářského cyklu.

Graf 6 – Bilance primárních důchodů: data a trend

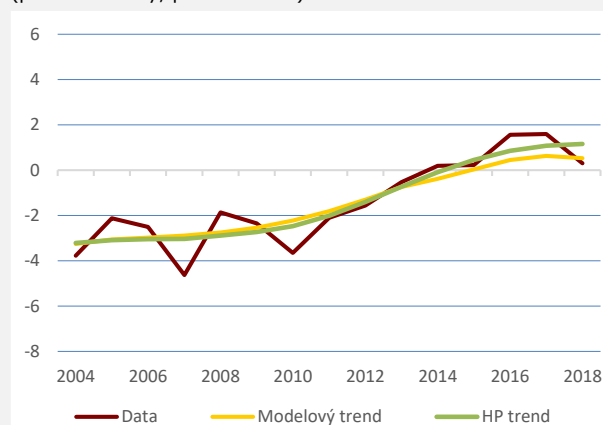
(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet autorů

Graf 7 – Běžný účet

(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet autorů

Závěr

Běžný účet je důležitým makroekonomickým indikátorem, který je ovlivněn faktory, které působí na různých časových horizontech. Různé faktory působí na různých horizontech. Struktura ekonomiky, demografický vývoj nebo konvergenční proces ovlivňují běžný účet v dlouhém období. Na druhou stranu, domácí a zahraniční hospodářský cyklus působí přes standardní kanály ve střednědobém horizontu.

Při modelování běžného účtu je proto zapotřebí jednotlivé faktory a horizonty jejich působení odlišit. V tomto článku byl navržen empirický model, který je schopen rozložit běžný účet na trendovou, cyklickou a vysokofrekvenční část. Tento model byl odhadnut pro Českou republiku a ukazuje se, že se běžný účet v současnosti pohybuje na své dlouhodobé trajektorii.

Námi představený model může sloužit jako alternativa k odhadům rovnovážných hodnot běžného účtu založených na regresních modelech. Obvyklý přístup k odhadu rovnovážného běžného účtu je založen na panelových regresích na základě velkého vzorku zemí (Cutinho a kol., 2018, Phillips a kol., 2013). Odchylka běžného účtu od predikce založené na panelové regresi je pak interpretována jako indikátor vnější nesladěnosti. Potenciální problém tohoto přístupu spočívá v tom, že země použité k odhadům mohou být heterogenní a jejich historická zkušenost odlišná. To je relevantní zejména pro konvergující země, které v uplynulých 30 letech prošly jedinečným makroekonomickým vývojem. Námi představený model odhaduje dlouhodobou trendovou trajektorii flexibilním způsobem pomocí Kalmanova filtru a je tudíž schopen jedinečnou zkušenost každé země zohlednit. Proto může sloužit jako užitečná a zajímavá alternativa k obvyklému přístupu.

Zdroje

Andrle, M. (2013). „What Is in Your Output Gap? Unified Framework & Decomposition into Observables“, IMF Working Papers 13/105, International Monetary Fund.

Andrle, M., Brůha, J. (2018). „Forecasting and Policy Analysis with Trend-Cycle Bayesian VARs“, IMF mimeo, dostupné na https://michalandrle.weebly.com/uploads/1/3/9/2/13921270/tc_vars.pdf.

- Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2017). „An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union“. Czech National Bank Working Paper 10/2017.
- Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2018). „Vývoj mezinárodního obchodu se zaměřením na EU“, GEV 2018/10.
- Brůha, J., Podpiera, J. (2011). „The dynamics of economic convergence: The role of alternative investment decisions“ Journal of Economic Dynamics and Control, roč. 35(7), str. 1032–1044.
- Ca'Zorzi, M., Chudik, A., Dieppe, A. (2012). „Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy“. ECB WP 1441.
- Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2018). „Methodologies for the Assessment of Current Account Benchmarks“ Discussion Paper 086, Evropská komise.
- Davis, J. S., Mack, A., Phoa, W., Vandenabeele, A. (2014). „Credit Booms, Banking Crises, and the Current Account“, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 178.
- Devadas, S., Loayza, N. (2018). „When is a Current Account Deficit Bad?“, Research & Policy Briefs World Bank Group, č. 17, říjen 2018.
- Harvey, A. C. (1989). „Forecasting, structural time series models and the Kalman filter“, Cambridge University Press.
- Harvey, A. C., Jaeger, A. (1993). „Detrending, Stylized Facts and the Business Cycle“, Journal of Applied Econometrics, 8 (3), str. 231–47.
- Lane, P., Milesi-Ferretti, G. M., (2012). „External adjustment and the global crisis“. Journal of International Economics, roč. 88(2), listopad 2012, str. 252–265.
- Phillips, S., Catão, L., Ricci, L., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., Unsal, F., Castillo, M., Lee, J., Rodriguez, J., Vargas M. (2013). The External Balance Assessment Methodology, IMF WP/13/272.

Klíčová slova

běžný účet, konvergenční proces, mezinárodní obchod

JEL Klasifikace

C51, F32, F44

A1. Změna predikcí pro rok 2019

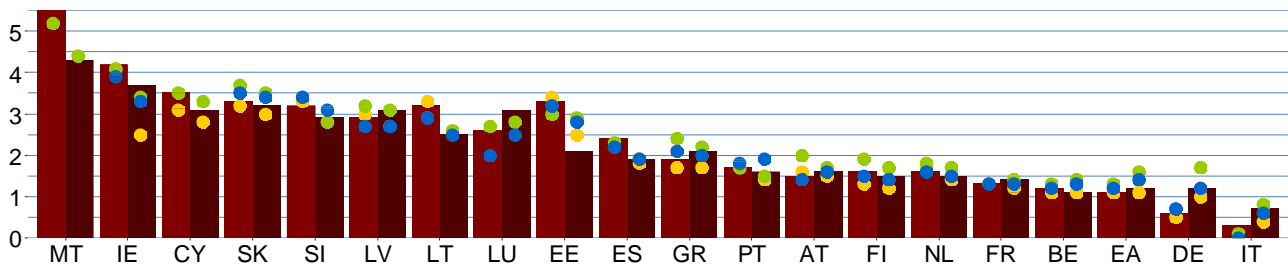
	Růst HDP, %				Inflace, %											
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU								
EA	0	2019/9	0	2019/7	+0,2	2019/5	-0,1	2019/9	0	2019/9	-0,4	2019/4	-0,7	2019/5	-0,1	2019/9
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/6		2019/8		2018/10		2018/11		2019/6
US	0	2019/9	+0,3	2019/7	+0,2	2019/5	0	2019/6	0	2019/9	-0,1	2019/4	-0,7	2019/5	-0,3	2019/6
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/3		2019/8		2018/10		2018/11		2019/3
UK	0	2019/9	+0,1	2019/7	+0,4	2019/5	-0,2	2019/8	+0,1	2019/9	-0,4	2019/4	-0,6	2019/5	0	2019/8
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/5		2019/8		2018/10		2018/11		2019/5
JP	+0,1	2019/9	-0,1	2019/7	-0,1	2019/5	-0,1	2019/7	-0,1	2019/9	-0,2	2019/4	-0,6	2019/5	-0,1	2019/7
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/4		2019/8		2018/10		2018/11		2019/4
CN	0	2019/9	-0,1	2019/7	0	2019/5	0	2019/8	0	2019/9	-0,1	2019/4	-1,1	2019/5	-0,1	2019/8
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/6		2019/8		2018/10		2018/11		2019/6
RU	0	2019/8	-0,4	2019/7	0	2019/5	0	2019/8	-0,1	2019/8	-0,1	2019/4	-0,2	2019/5	0	2019/8
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/7		2019/7		2018/10		2018/11		2019/7

A2. Změna predikcí pro rok 2020

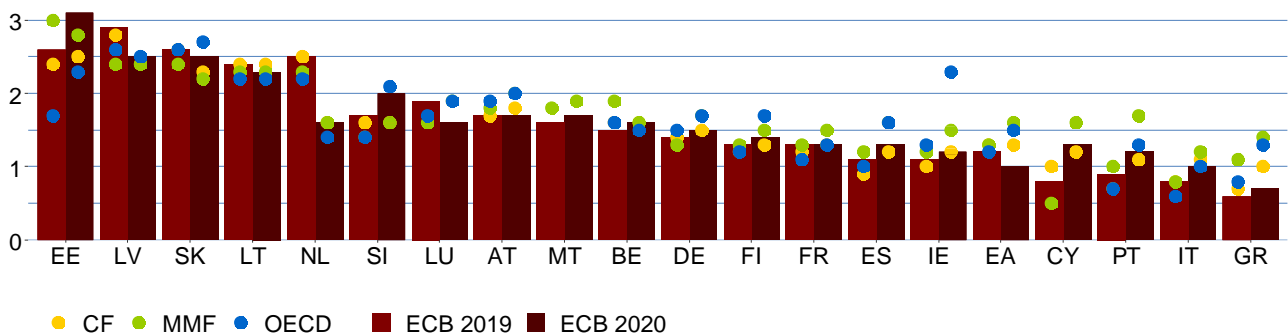
	Růst HDP, %				Inflace, %											
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU								
EA	-0,1	2019/9	+0,1	2019/7	+0,2	2019/5	-0,2	2019/9	-0,1	2019/9	-0,2	2019/4	-0,4	2019/5	-0,4	2019/9
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/6		2019/8		2018/10		2018/11		2019/6
US	-0,1	2019/9	0	2019/7	+0,1	2019/5	+0,1	2019/6	0	2019/9	+0,4	2019/4	-0,3	2019/5	-0,1	2019/6
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/3		2019/8		2018/10		2018/11		2019/3
UK	-0,1	2019/9	0	2019/7	+0,1	2019/5	-0,3	2019/8	+0,1	2019/9	0	2019/4	-0,2	2019/5	+0,1	2019/8
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/5		2019/8		2018/10		2018/11		2019/5
JP	-0,1	2019/9	-0,1	2019/7	-0,1	2019/5	0	2019/7	0	2019/9	-0,2	2019/4	-0,4	2019/5	-0,1	2019/7
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/4		2019/8		2018/10		2018/11		2019/4
CN	-0,1	2019/9	-0,1	2019/7	0	2019/5	0	2019/8	0	2019/9	-0,2	2019/4	-0,9	2019/5	0	2019/8
		2019/8		2019/4		2019/3		2019/6		2019/8		2018/10		2018/11		2019/6
RU	0	2019/8	+0,2	2019/7	+0,6	2019/5	0	2019/8	0	2019/8	-0,3	2019/4	0	2019/5	0	2019/8
		2019/7		2019/4		2019/3		2019/7		2019/7		2018/10		2018/11		2019/7

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



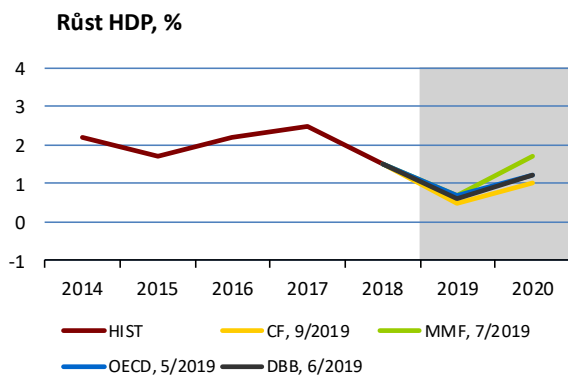
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



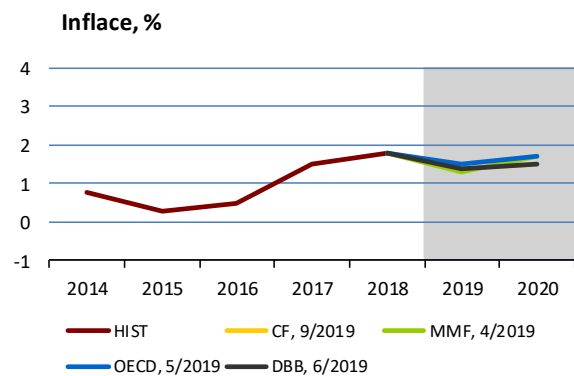
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny

Německo

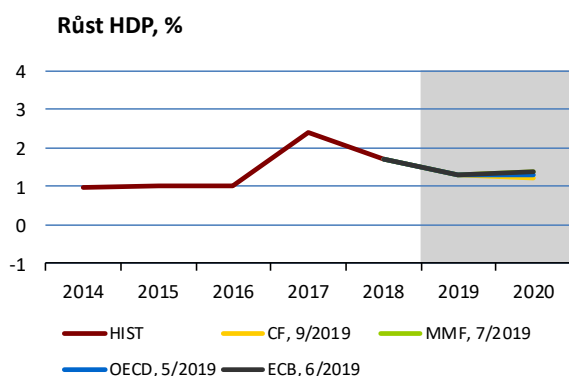


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	0,5	0,7	0,7	0,6
2020	1,0	1,7	1,2	1,2

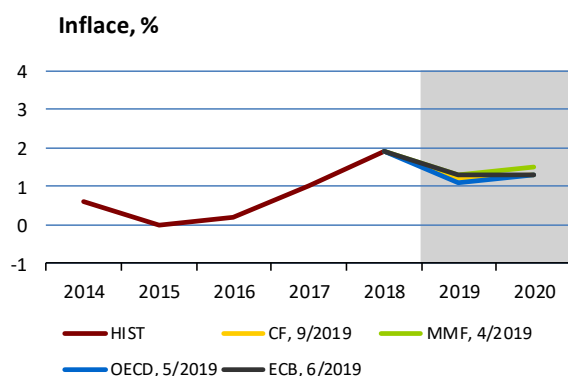


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,4	1,3	1,5	1,4
2020	1,5	1,7	1,7	1,5

Francie

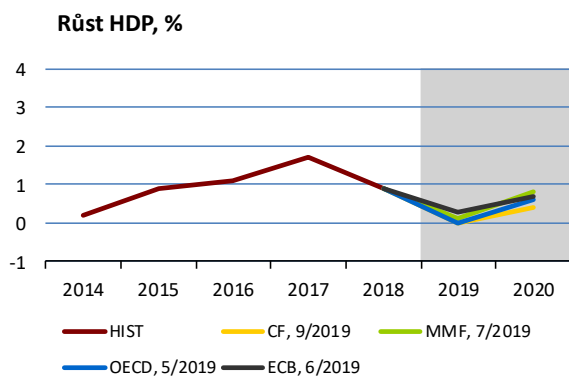


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,3	1,3	1,3	1,3
2020	1,2	1,4	1,3	1,4

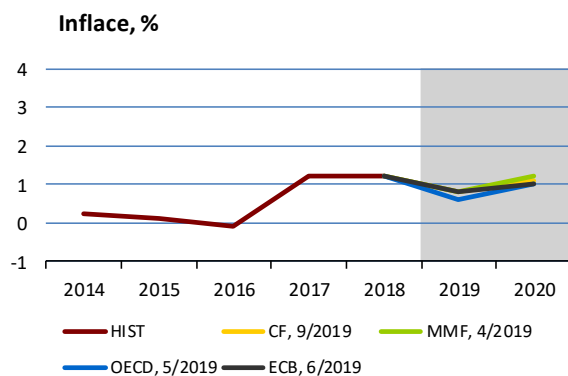


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,2	1,3	1,1	1,3
2020	1,3	1,5	1,3	1,3

Itálie

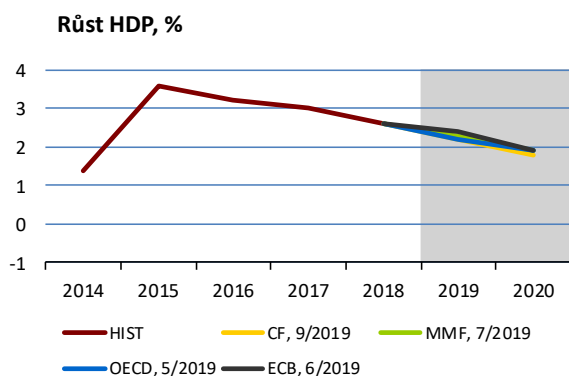


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,0	0,1	0,0	0,3
2020	0,4	0,8	0,6	0,7

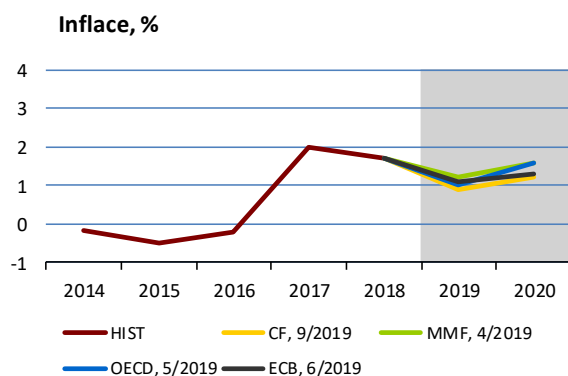


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,8	0,8	0,6	0,8
2020	1,1	1,2	1,0	1,0

Španělsko

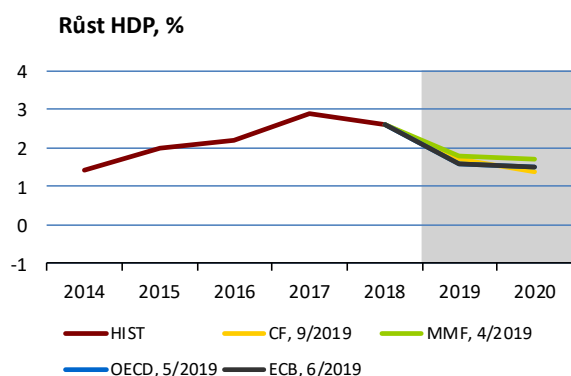


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,2	2,3	2,2	2,4
2020	1,8	1,9	1,9	1,9

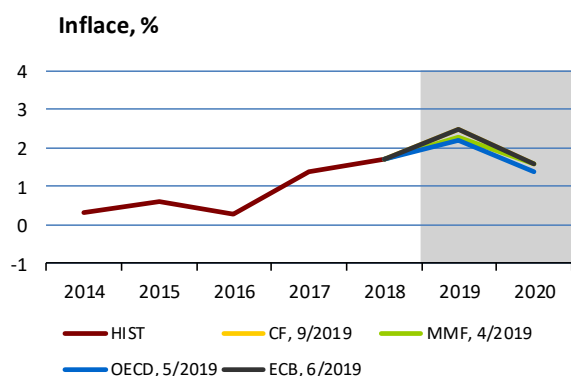


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,9	1,2	1,0	1,1
2020	1,2	1,6	1,6	1,3

Nizozemsko

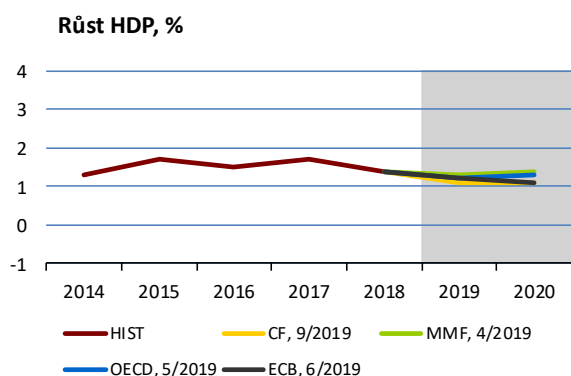


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,8	1,6	1,6
2020	1,4	1,7	1,5	1,5

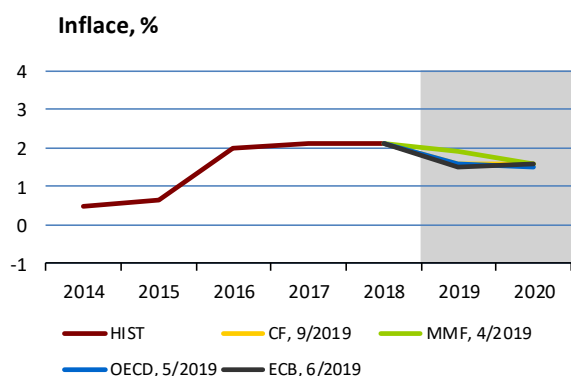


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,5	2,3	2,2	2,5
2020	1,6	1,6	1,4	1,6

Belgie

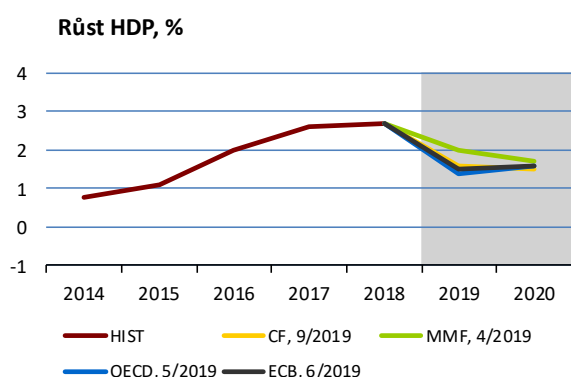


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,3	1,2	1,2
2020	1,1	1,4	1,3	1,1

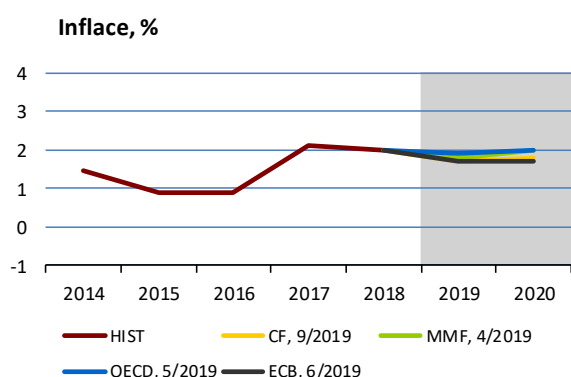


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,9	1,6	1,5
2020	1,6	1,6	1,5	1,6

Rakousko



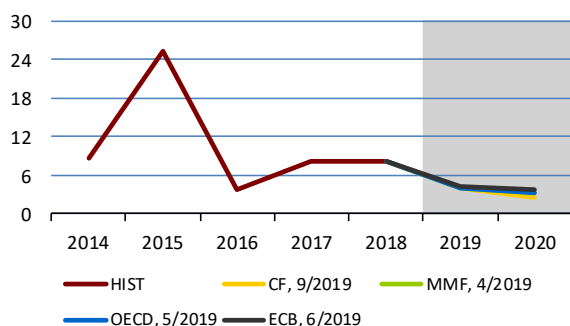
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	2,0	1,4	1,5
2020	1,5	1,7	1,6	1,6



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,8	1,9	1,7
2020	1,8	2,0	2,0	1,7

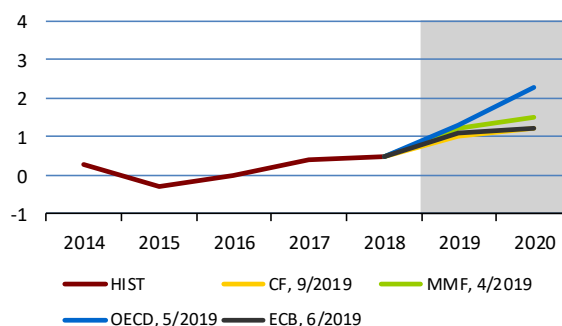
Irsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	4,1	4,1	3,9	4,2
2020	2,5	3,4	3,3	3,7

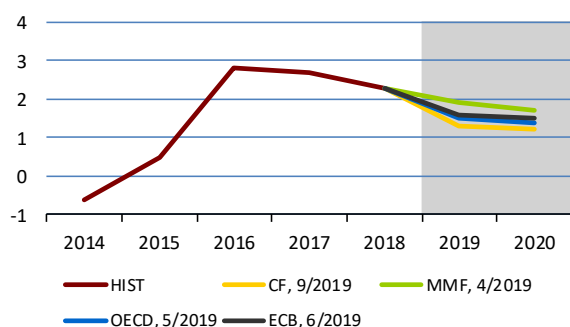
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,0	1,2	1,3	1,1
2020	1,2	1,5	2,3	1,2

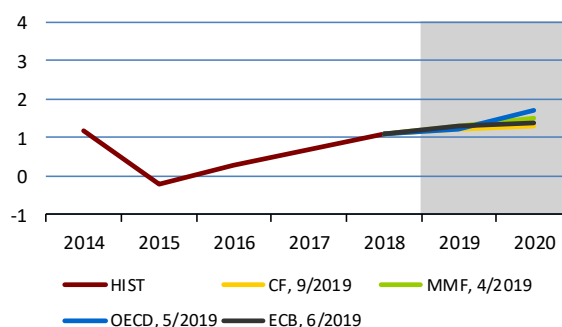
Finsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,3	1,9	1,5	1,6
2020	1,2	1,7	1,4	1,5

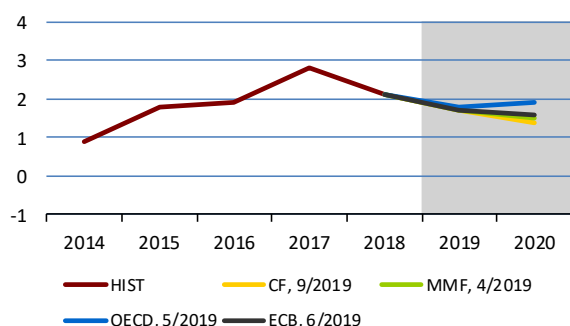
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,2	1,3	1,2	1,3
2020	1,3	1,5	1,7	1,4

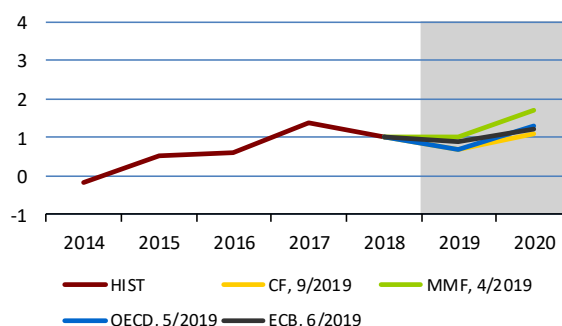
Portugalsko

Růst HDP, %



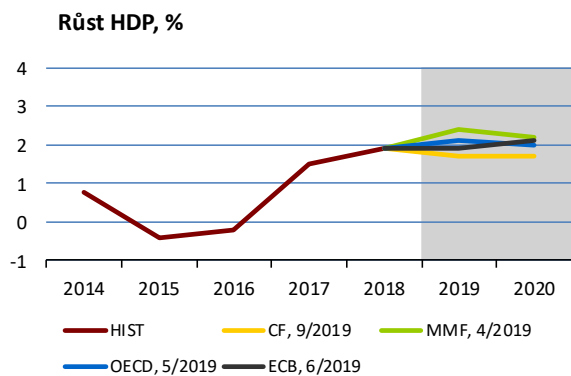
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,7	1,8	1,7
2020	1,4	1,5	1,9	1,6

Inflace, %

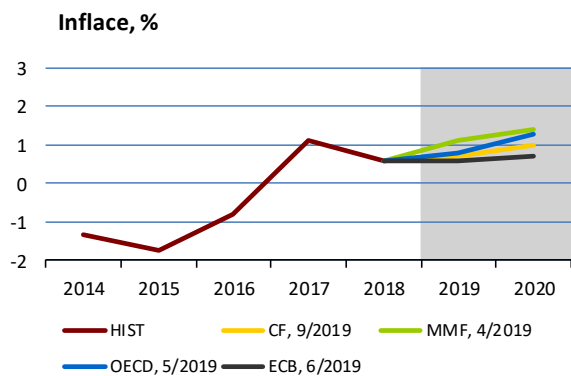


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,7	1,0	0,7	0,9
2020	1,1	1,7	1,3	1,2

Řecko

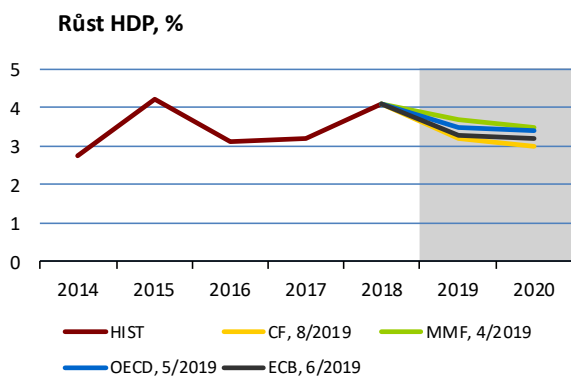


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	2,4	2,1	1,9
2020	1,7	2,2	2,0	2,1

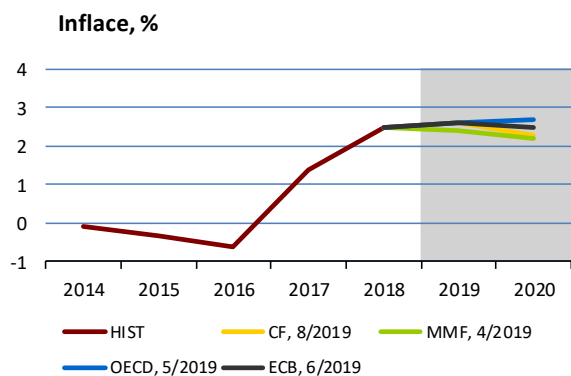


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,7	1,1	0,8	0,6
2020	1,0	1,4	1,3	0,7

Slovensko

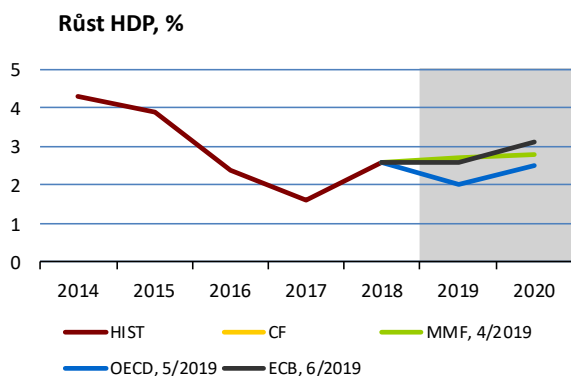


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,2	3,7	3,5	3,3
2020	3,0	3,5	3,4	3,2

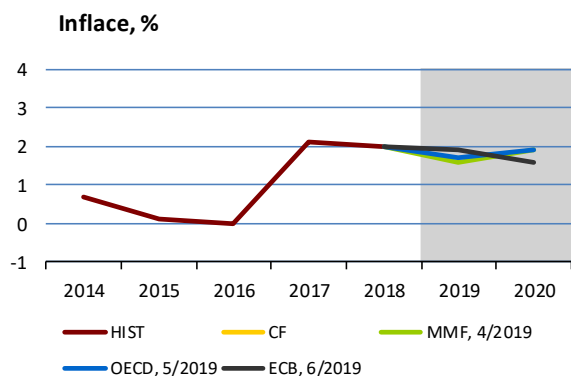


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,6	2,4	2,6	2,6
2020	2,3	2,2	2,7	2,5

Lucembursko

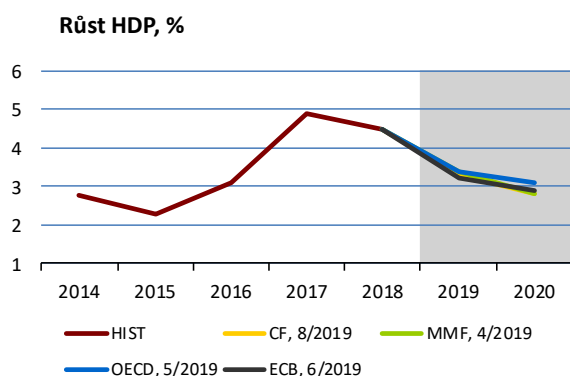


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	n. a.	2,7	2,0	2,6
2020	n. a.	2,8	2,5	3,1

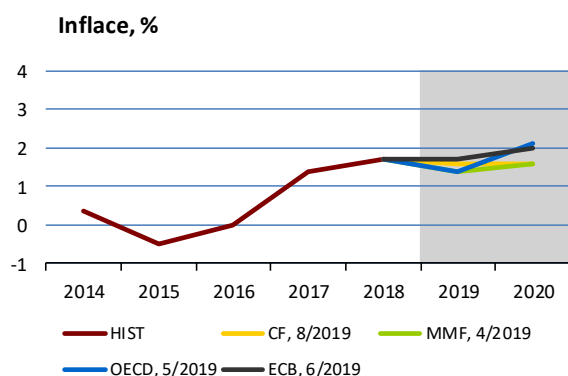


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	n. a.	1,6	1,7	1,9
2020	n. a.	1,9	1,9	1,6

Slovensko

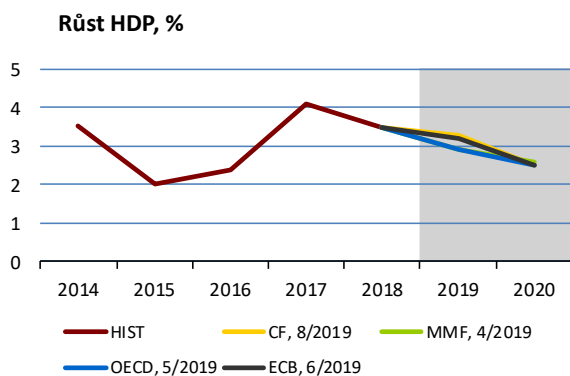


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,3	3,4	3,4	3,2
2020	2,8	2,8	3,1	2,9

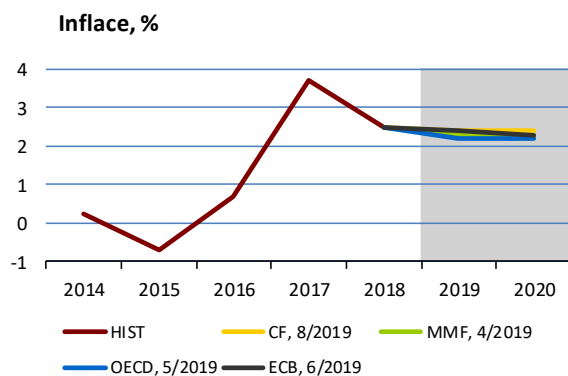


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,4	1,4	1,7
2020	1,6	1,6	2,1	2,0

Litva

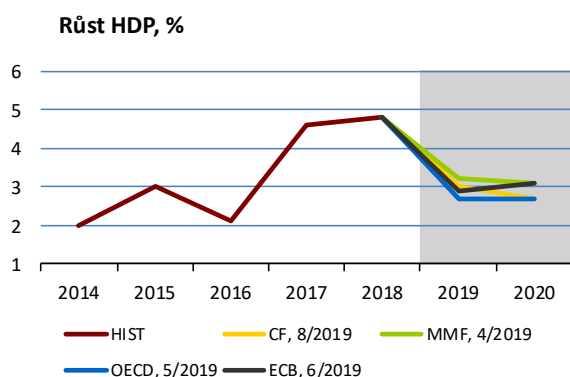


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,3	2,9	2,9	3,2
2020	2,5	2,6	2,5	2,5

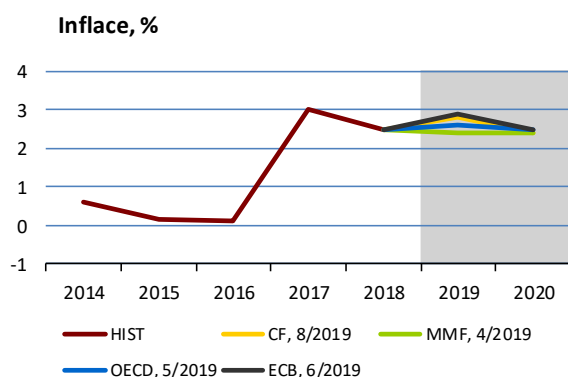


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,4	2,3	2,2	2,4
2020	2,4	2,3	2,2	2,3

Lotyšsko



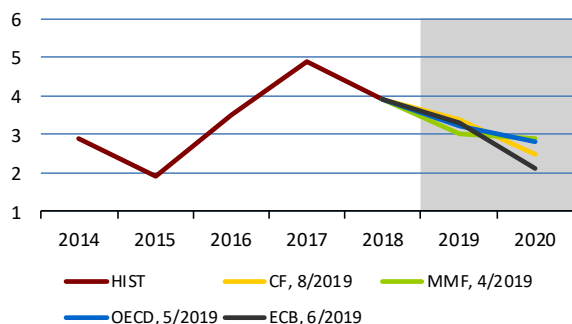
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,0	3,2	2,7	2,9
2020	2,7	3,1	2,7	3,1



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,8	2,4	2,6	2,9
2020	2,4	2,4	2,5	2,5

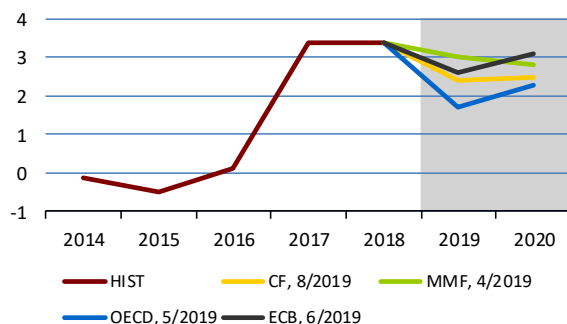
Estonsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,4	3,0	3,2	3,3
2020	2,5	2,9	2,8	2,1

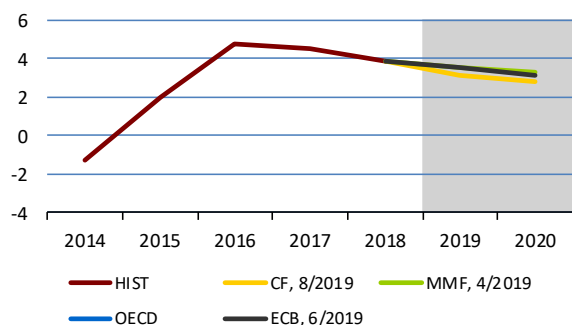
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,4	3,0	1,7	2,6
2020	2,5	2,8	2,3	3,1

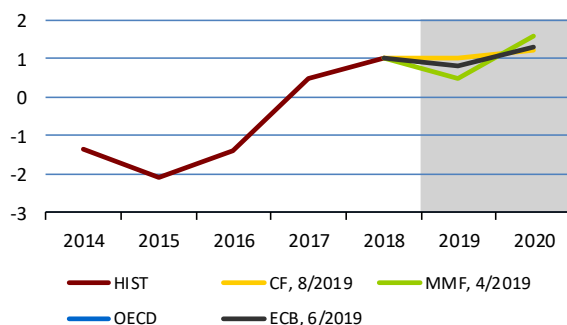
Kypr

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,1	3,5	n. a.	3,5
2020	2,8	3,3	n. a.	3,1

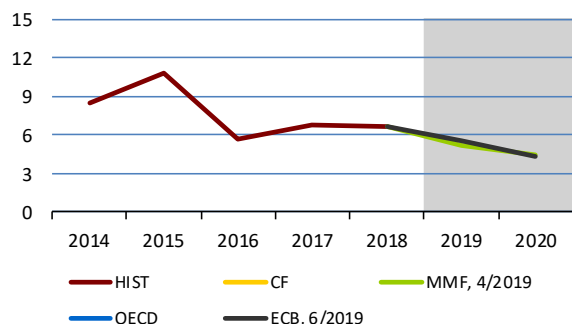
Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,0	0,5	n. a.	0,8
2020	1,2	1,6	n. a.	1,3

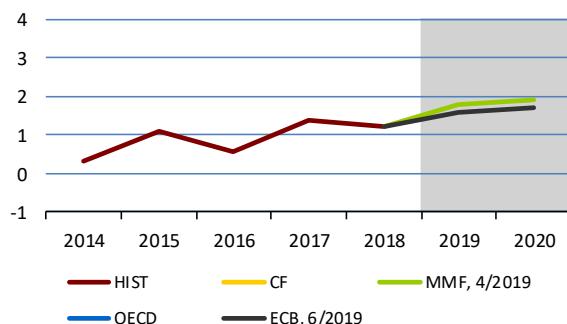
Malta

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	n. a.	5,2	n. a.	5,5
2020	n. a.	4,4	n. a.	4,3

Inflace, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	n. a.	1,8	n. a.	1,6
2020	n. a.	1,9	n. a.	1,7

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
b	barel	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	ISM	Institute for Supply Management
BE	Belgie	IT	Itálie
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JP	Japonsko
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	JPY	japonský jen
CB	centrální banka	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský žen-min-pi	MKT	Markit
CXN	Caixin	MMF	Mezinárodní měnový fond
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DBB	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	NKI	Nikkei
DE	Německo	NL	Nizozemsko
EA	eurozóna	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ECB	Evropská centrální banka	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EE	Estonsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
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	QE	kvantitativní uvolňování
EU	Evropská unie	RU	Rusko
EUR	euro	RUB	ruský rubl
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SI	Slovinsko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	SK	Slovensko
FI	Finsko	UK	Spojené království
FOMC	Federální komise pro volný trh	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FR	Francie	US	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
GBP	britská libra	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
GR	Řecko	WEO	World Economic Outlook
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ICE	Intercontinental Exchange	ZEW	Centre for European Economic Research
IE	Irsko		
IEA	International Energy Agency		

