

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ŘÍJEN

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2019



<b>I. Úvod</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>5</b>
<b>II.3 Spojené království</b>	<b>6</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>6</b>
<b>II.5 Čína</b>	<b>7</b>
<b>II.6 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>II.7 Výběr z rozvojových zemí</b>	<b>8</b>
<b>III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>9</b>
<b>IV. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>10</b>
<b>IV.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>10</b>
<b>IV.2 Ostatní komodity</b>	<b>11</b>
<b>V. Zaostřeno na...</b>	<b>12</b>
<b>Propad automobilového trhu v Číně: hrozba v globálním měřítku?</b>	<b>12</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>17</b>
<b>A1. Změna predikcí pro rok 2019</b>	<b>17</b>
<b>A2. Změna predikcí pro rok 2020</b>	<b>17</b>
<b>A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny</b>	<b>18</b>
<b>A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny</b>	<b>18</b>
<b>A5. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>25</b>

#### Datum uzávěrky dat

18. října 2019

#### Sběr dat CF

14. října 2019

#### Datum publikace GEVu

25. října 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

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

## I. Úvod

**Říjen je měsícem naděje pro snížení geopolitických rizik, která plyne z rodících se smluv v otázce brexitu a obchodních sporů mezi Spojenými státy a Čínou.** Tato témata silně rezonovala i na výročních zasedáních MMF a Světové banky. V případě brexitu zástupci EU i Spojeného království oznámili shodu na podmínkách jeho vystoupení z EU. Tato dohoda byla následně schválena zeměmi EU na jejich summitu. Klíčovým krokem pro završení brexitu bude zřejmě projednání britským parlamentem, jehož výsledek je však zastřen velkou nejistotou. Ke snížení geopolitických rizik přispívá i ohlášení shody mezi vyjednávacími týmy Spojených států a Číny nad tzv. „první fází“ obchodní dohody. Spojené státy nepřistoupily k ohlášenému navýšení dovozních cel na čínské zboží v objemu 250 mld. USD a Čína naopak přislíbila navýšení nákupů zemědělských komodit z USA až na hodnotu 50 mld. USD ročně. Optimismus na trzích je však tlumen termínem podpisu dílčí dohody, ke kterému pravděpodobně nedojde dříve, než na listopadovém summitu APEC v Chile. Na začátku října rozhodla WTO v případě sporu o Airbus trvajícím již 15 let ve prospěch USA s tím, že mohou uvalit cla na dovoz zboží z EU za 7,5 mld. USD. Tím však spory mezi EU a USA nekončí, neboť za několik měsíců by měla WTO rozhodnout ve sporu o Boeing.

**Pokud byly výhledy růstu HDP od září přehodnoceny, tak opět jen směrem dolů.** Příští rok budou

### Říjnový 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 →	1,0 →
2020	0,9 ↘	0,8 ↘	1,8 →	1,0 ↘	0,2 →	5,9 →	1,8 ↘
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,2 ↘	1,4 →	1,8 →	1,9 ↘	0,6 →	2,5 →	4,3 →
2020	1,2 ↘	1,5 →	2,1 →	2,1 →	0,7 ↘	2,5 →	3,9 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

námi sledované ekonomiky růst pomalejším tempem, než v roce letošním. Výjimkou je Rusko a Německo, jehož očekávaný růst bude nicméně v rámci eurozóny po Itálii druhý nejvyšší. Eurozóna jako celek tak nedosáhne v roce 2020 ani na 1% růst. V případě Spojeného království analytici zřejmě stále předpokládají, že neřízený brexit nenastane, neboť očekávaný růst v roce 2020 je jen lehce nižší oproti tomu letošnímu. Nejvyšší růstové vyhlídky má stále

Japonsko, jehož ekonomika se má v příštím roce přiblížit na dohled recesi. Výhledy pro Spojené státy přehodnoceny nebyly, což může dát představitelům Fedu jeden z pádných argumentů pro hlasování o dalším snížení úrokových sazeb. V pozvolném zpomalování by měla pokračovat čínská ekonomika, jejíž růstová tempa vykazovaná oficiální statistikou (jejíž korektnost je předmětem častých diskusí) by měla příští rok klesnout pod 6% hranici.

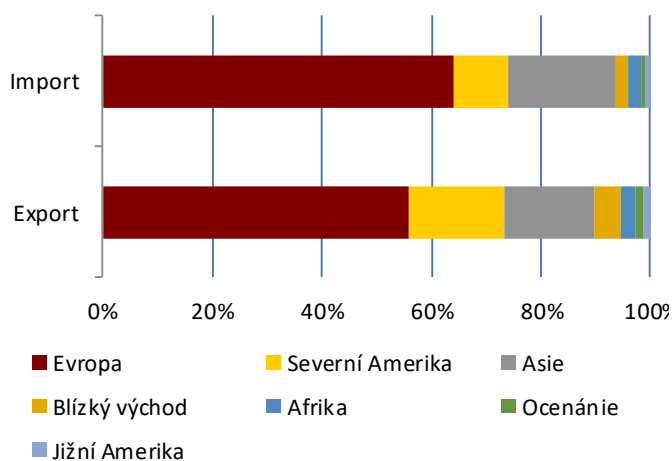
**Výhledy inflace byly rovněž přehodnoceny k nižším hodnotám.** Výjimkou je Čína, kde je očekávána inflace 2,5 %. Inflace v námi sledovaných vyspělých ekonomikách by v příštím roce neměla být vyšší, než letos. V případě eurozóny to přesto znamená, že inflace bude o 0,8 p. b. nižší než 2% „ideál“.

**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 60,9 USD/barel (nejvyšší odhad se lehce snížil na 70 USD/barel, nejnižší pak výrazněji na 50 USD/barel), což dokládá, že záříjový atak na saúdskoarabská ropná zařízení byl jen krátkou a již zapomenutou epizodou. Výhled tržních dolarových sazeb 3M USD LIBOR je stále mírně klesající, sazby 3M EURIBOR zůstanou v záporném teritoriu na celém sledovaném horizontu.

**Graf říjnového čísla ilustruje teritoriální pohled na složení zahraničního obchodu Spojeného království.** Jak je z grafu patrné, největší podíl na dovozu i vývozu mají ostatní země Evropy, které de facto odpovídají zemím Evropské unie. Proto je jak pro UK, tak pro EU klíčové, jakou formu bude mít brexit. Negativní bilanci má UK s Evropou a Asií, pozitivní pak s ostatními teritorii.

**Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Propad automobilového trhu v Číně: hrozba v globálním měřítku?](#)** Jejím obsahem je rozbor situace na největším automobilovém trhu na světě. Je zde ukázáno, že v kontextu současné doby, charakteristické tlakem na inovace a zmenšujícím se finančním poštářem, by propad na čínském trhu mohl některým výrobcům uštvět tvrdou ránu.

### Zahraněční obchod Spojeného Království, %



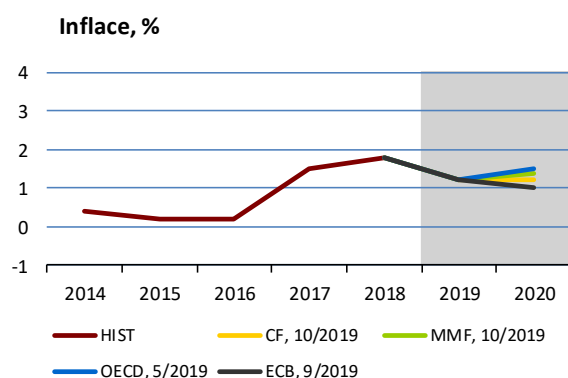
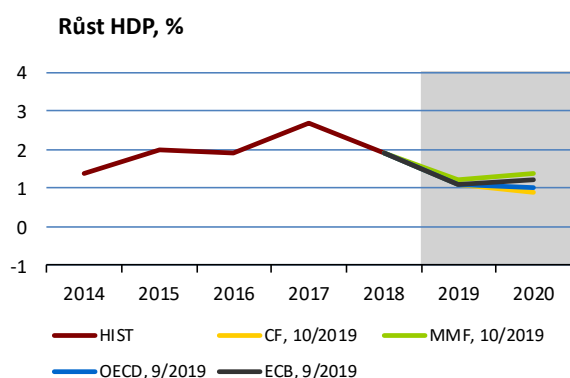
Zdroj: Office for National Statistics

## II.1 Eurozóna

**Hospodářský růst v eurozóně ve druhém čtvrtletí zpomalil; brzdil jej vývoj v Německu a 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, který souvisel s napětím v mezinárodních obchodních vztazích. Konkrétně šlo o stále přetrvávající nejistoty spojené s brexitem a probíhající obchodní válkou mezi USA a Čínou. Z jednotlivých zemí dosáhly nižšího růstu než eurozóna jako celek jen dvě ekonomiky – Německo, jehož HDP mezičtvrtletně poklesl o 0,1 %, a stagnující Itálie. V meziročním vyjádření tak hospodářský růst eurozóny ve druhém čtvrtletí mírně zpomalil na 1,2 %.

**Dostupné ukazatele naznačují další nepatrné zpomalení hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí, které by mělo být vystřídáno jeho mírným oživením v závěru letošního roku.** Vývoj v mezinárodním obchodě negativně doléhá především na zpracovatelský průmysl. V srpnu nicméně průmyslová produkce po předchozích poklesech meziměsíčně vzrostla (o 0,4 %), v meziročním vyjádření však produkce klesá již devátý měsíc v řadě (v průměru o 1,7 %). PMI ve zpracovatelském průmyslu se nadále nacházel v pásmu kontrakce, znepokojivý je však zejména výrazný pokles dílčího indexu nových objednávek. Naproti tomu míra nezaměstnanosti se v srpnu opět mírně snížila. Meziroční dynamika mezd v podnikatelském sektoru však zůstává utlumená. Ve druhém čtvrtletí růst mezd v eurozóně zpomalil na 2,5 % (v Německu stagnoval na hodnotě 2,7 %).

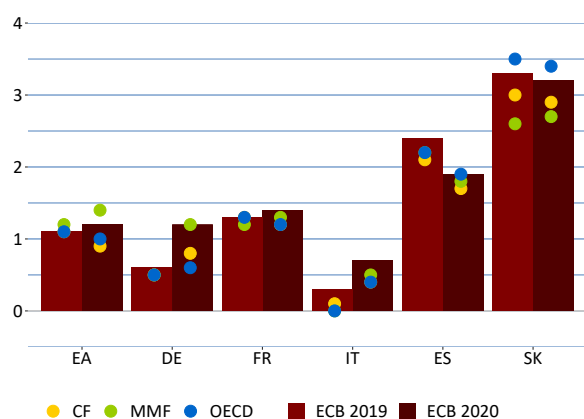
**Za celý rok bude hospodářský růst v eurozóně letos oproti loňsku znatelně nižší.** CF ponechal svůj výhled pro tento rok beze změny (1,1 %) a zároveň snížil výhled pro příští rok o 0,2 p. b. Ke zhoršení výhledu pro příští rok došlo např. u Německa, Španělska nebo Slovenska. Výhledy ostatních sledovaných institucí jsou ve srovnání s výhledem CF pro příští rok výše.



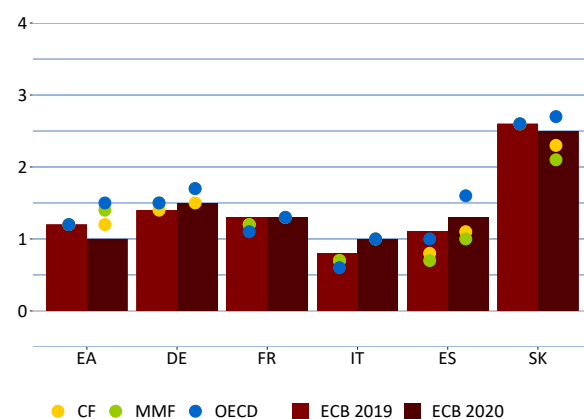
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,2	1,1	1,1
2020	0,9	1,4	1,0	1,2

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

Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %

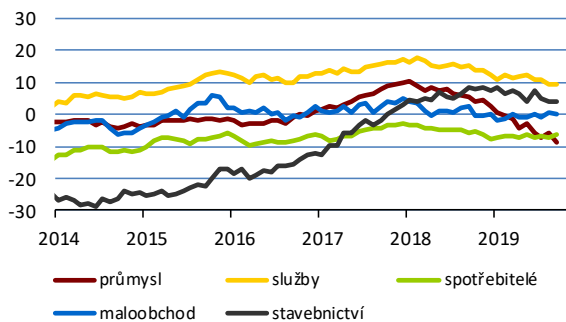


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

**Inflace v eurozóně zůstává nadále nízká a znatelně pod cílem ECB.** V září celková inflace HICP poklesla na úroveň 0,8 %. Negativní příspěvek cen energií k celkové inflaci se zvětšil a růst cen potravin mírně poklesl. Příspěvky ostatních složek zůstaly beze změny. Jádrová inflace přitom dosáhla 1% hladiny. V následujících měsících lze očekávat podobně nízké hodnoty inflace, neboť nadále přetrvává absence tlaků na růst ceny ropy, resp. cen energií. Budoucí vývoj jádrové inflace je nejistý. Pokračuje zejména nejistota ohledně výhledu hospodářského růstu a zahraniční poptávky, což působí protiinflačně. V letošním roce pravidelně sledované předpovědi očekávají shodně inflaci 1,2 %. CF přehodnotil svůj výhled směrem dolů na 1,2 % pro letošní i příští rok. Dodejme, že podle zářijové prognózy ECB by příští rok měla inflace poklesnout až na úroveň 1 %.

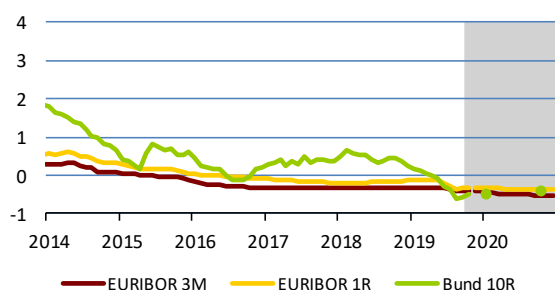
**I přes zářijové uvolnění měnové politiky ECB dochází nadále k nežádoucímu ukotvení inflačních očekávání na úrovni výrazně pod 2% inflačním cílem.** To je parné zejména z prudkého poklesu očekávání na základě pětiletého inflačního swapu. ECB reagovala v září zejména na nejistoty spojené s výhledem hospodářského růstu a utlumeného vývoje inflace snížením úrokových sazeb a od listopadu znovuzavedením programu nákupu aktiv. Z pohledu aktuálně nižších výhledů inflace je však dopad uvolnění měnové politiky na budoucí cenový vývoj zatím nejistý. Došlo nicméně k poklesu jednoletého výhledu výnosu německého 10letého vládního dluhopisu na -0,4 % a zároveň se celková výnosová křivka zploštila. Obdobným vývojem prošla také výnosová křivka francouzských vládních dluhopisů. Zároveň oproti předchozímu měsíci znatelně poklesl výhled výnosu italských vládních dluhopisů s desetiletou splatností. Jeho rozpětí vůči německým a francouzským výnosům se tím výrazně zúžilo. Výhled výnosu španělského 10letého dluhopisu se naproti tomu posunul lehce výše, avšak pouze v horizontu tří měsíců.

Předstihové ukazatele ESI



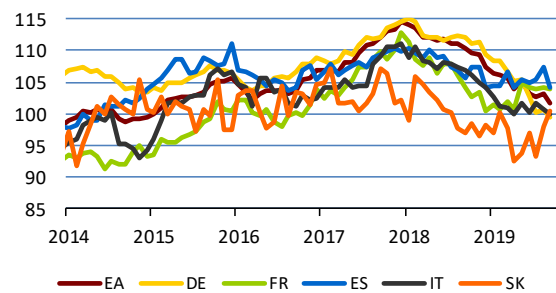
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
7/19	-7,3	10,6	-6,6	-0,7	5,0
8/19	-5,8	9,2	-7,1	0,6	3,9
9/19	-8,8	9,5	-6,5	0,1	3,8

Úrokové sazby, %



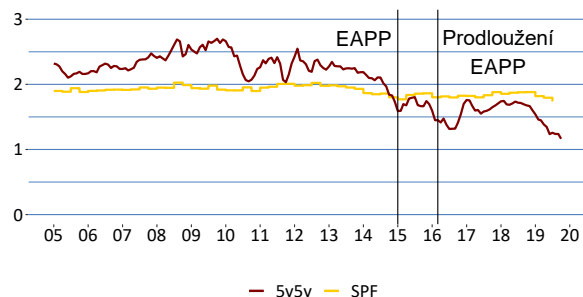
	9/19	10/19	1/20	10/20
3M EURIBOR	-0,42	-0,42	-0,44	-0,52
1Y EURIBOR	-0,34	-0,32	-0,33	-0,36
10Y Bund	-0,57	-0,49	-0,50	-0,40

Předstihové ukazatele ESI



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
7/19	102,7	100,2	103,9	105,4	101,6	93,4
8/19	103,1	100,6	104,1	107,3	100,7	97,9
9/19	101,7	99,4	103,9	104,2	99,9	100,4

Inflační očekávání v eurozóně, %



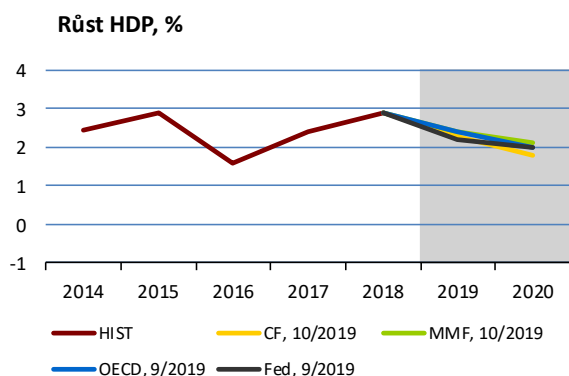
Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

## II.2 Spojené státy

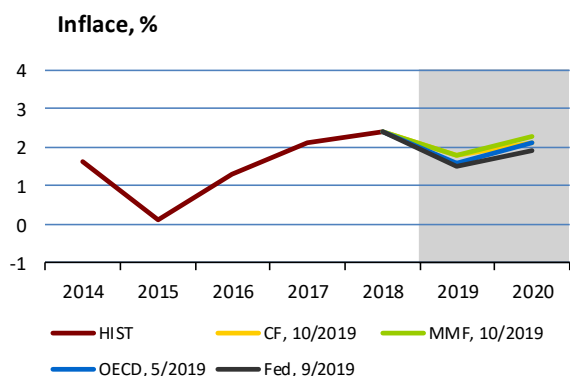
**Uzavření první části obchodní dohody mezi Spojenými státy a Čínou naznačuje možný posun v konfliktu, který již trvá přes rok a půl.** První část dohody pokrývá jen nákup zemědělských produktů, měnovou problematiku a některé aspekty ochrany duševního vlastnictví. Mimo jiné se zde Čína zavazuje, že nakoupí americké zemědělské produkty za 40 až 50 mld. USD. Americká strana následně pozastavila navýšení cel na čínský dovoz od poloviny října. O clech, která mají začít platit v prosinci, zatím prezident USA D. Trump nerozhodl. Naděje na rychlé ukončení obchodní války je ale malá, protože detaily dohody nejsou známy a nejožehavější otázky asi zůstávají nevyřešené.

**Výkon americké ekonomiky však stále nezbuzuje zásadní obavy, takže i výhledy CF zůstávají beze změny.** Podle atlantského Fedu dosáhl mzd. růst HDP ve třetím čtvrtletí pouze 1,8 %, ale podle CF dojde v závěru roku k obnovení růstové dynamiky. Táhnout dolů ji bude průmyslová produkce, vývozy a investice, ale spotřebitelská poptávka by měla zůstat silná. Průmyslová produkce se v září meziročně dokonce snížila (-0,1 %), zejména kvůli nižší těžbě ropy a produkci aut. Předstihový indikátor ISM PMI se stále drží poblíž hranice 50, přičemž očekávání nových objednávek se opět razantně propadlo. Maloobchodní tržby však meziročně stále rostou o více než 4 % a spotřebitelská důvěra poslední tři měsíce rostla.

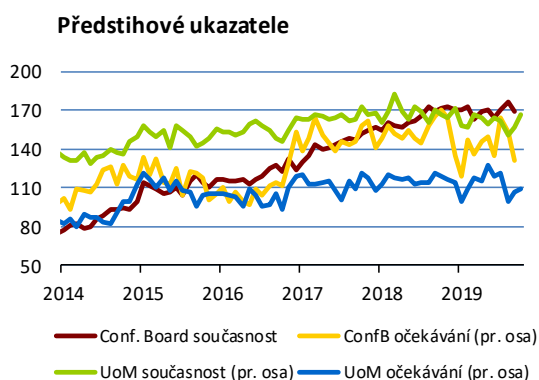
**V reakci na rizika pro americkou ekonomiku snížil Fed v září pásmo základních sazeb o čtvrt procentního bodu do rozpětí 1,75–2,00 %.** Centrální banka také spustila nákup krátkodobých dluhopisů v objemu 60 mld. USD, který by měl trvat do konce druhého čtvrtletí 2020. Fed bude dále každý den poskytovat repo operace přes noc v objemu 75 mld. USD. Navíc dvakrát týdně poskytne termínované repo půjčky (splatnost nad 2 týdny) v objemu 35 mld. USD. Tento program nemá za cíl kvantitativní uvolňování, ale má dodat finančním trhům potřebnou krátkodobou likviditu. Americká centrální banka tak reagovala na nečekaný nedostatek likvidity, který se projevil razantním nárůstem krátkodobých sazeb na peněžním trhu až na 10 %.



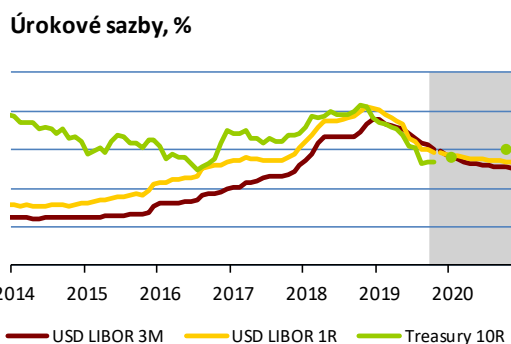
	CF	MMF	OECD	Fed
2019	2,3 →	2,4 →	2,4 →	2,2 →
2020	1,8 →	2,1 →	2,0 →	2,0 →



	CF	MMF	OECD	Fed
2019	1,8 →	1,8 →	1,6 →	1,5 →
2020	2,1 →	2,3 →	2,1 →	1,9 →



	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
8/19	176,0	106,4	105,3	79,9
9/19	169,0	95,8	108,5	83,4
10/19			113,4	84,8

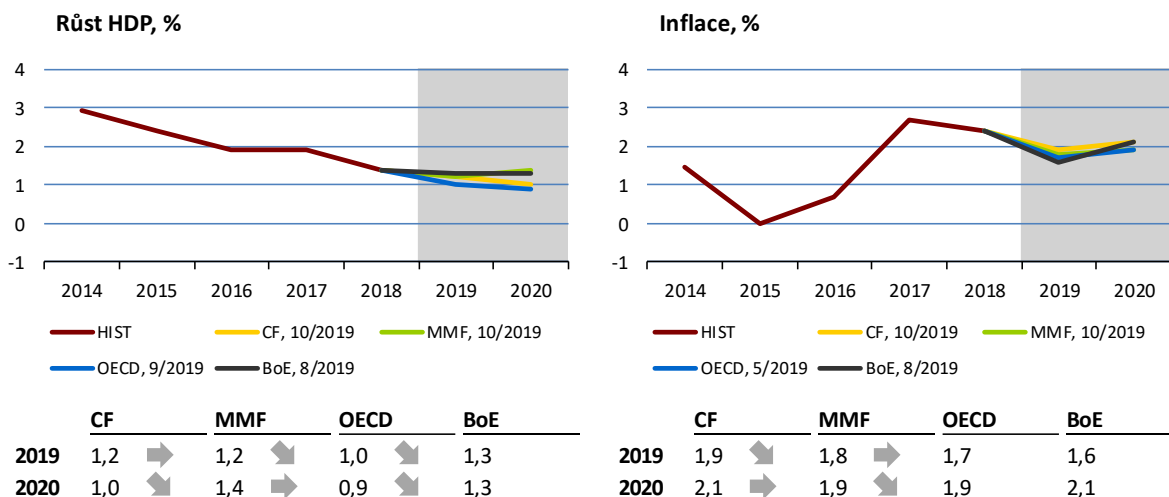


	9/19	10/19	1/20	10/20
USD LIBOR 3M	2,13	2,02	1,79	1,54
USD LIBOR 1R	2,00	2,00	1,85	1,69
Treasury 10R	1,68	1,68	1,80	2,00

### II.3 Spojené království

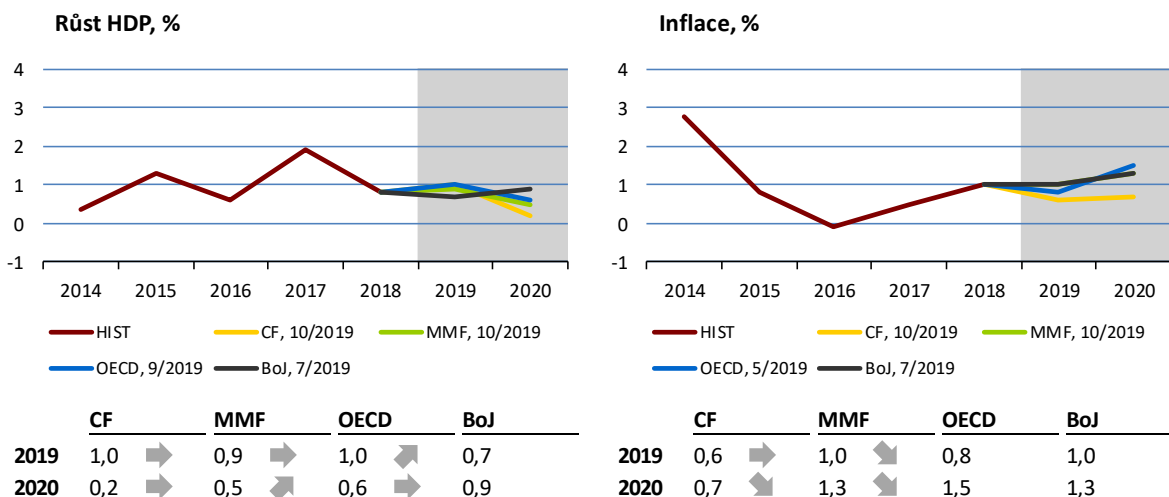
#### Termín vystoupení Spojeného království z EU se blíží, podoba brexitu je ale stále v nedohlednu.

Od listopadu 2019 by Spojené království nemělo být součástí EU, jaká forma spolupráce bude následovat je však stále nejasné. Premiér B. Johnson se svými vyjednavací připravil novou dohodu, která je sice pro EU přijatelná, není však jisté, zda bude schválena i na půdě britského parlamentu. Pro Spojené království je obchod s EU velmi důležitý, neboť vývoz do EU se podílí 46,9 % na celkovém vývozu a dovoz z EU dokonce činí 52,5 % celkového dovozu. První informace o nové dohodě měly pozitivní vliv na finanční trhy, investiční aktivita je však stále pozastavena. Jak OECD, tak MMF ve svých posledních datech revidovaly odhady růstu HDP směrem dolů, OECD až na 1 %. Britský NIESR je optimističtější, neboť očekává v letošním roce celkový růst 1,3 %. CF opět snížil výhled růstu HDP pro příští rok, a dostal se tak na 1 %.



### II.4 Japonsko

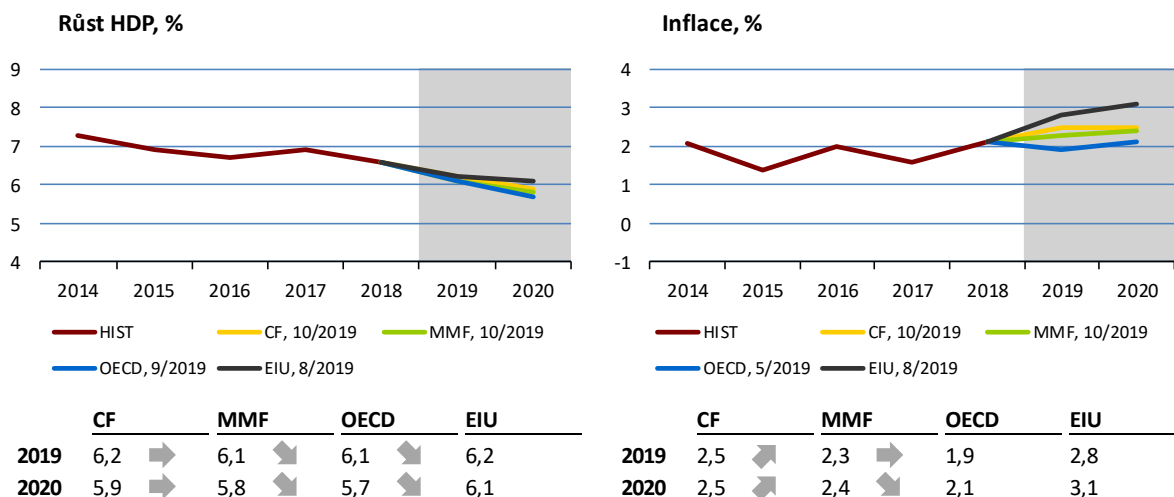
Japonsko zůstává pod výrazným tlakem globálního zpomalení a obchodních válek. V srpnu japonské vývozy propadly o více než 8 %, pokles dovozů dosáhl 12 %. Nejvíce propadly vývozy do Číny a Hongkongu, dále výrazně poklesly vývozy do USA, Jižní Koreje a na Tchaj-wan. Dovoz nejvíce propadl z Hongkongu. Průmyslová produkce v srpnu klesala téměř 5% tempem a stejné tempo poklesu bylo zaznamenáno ve zpracovatelském průmyslu. Zářiový PMI zhoršil výhled jak ve zpracovatelském průmyslu, tak i ve službách. Navzdory převážně pesimistickému vývoji krátkodobých ukazatelů se předpovědi CF a MMF na letošní rok nezměnily a OECD dokonce svůj výhled mírně zvýšila. Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen se v září snížilo na 0,2 %. Zároveň se výrazněji prohloubil pokles cen průmyslových výrobců (na -1,1 %) a v srpnu meziročně klesly i ceny v zahraničním obchodě. Výhled celkové inflace byl pro letošní i příští rok (až na jednu výjimku) snížen.





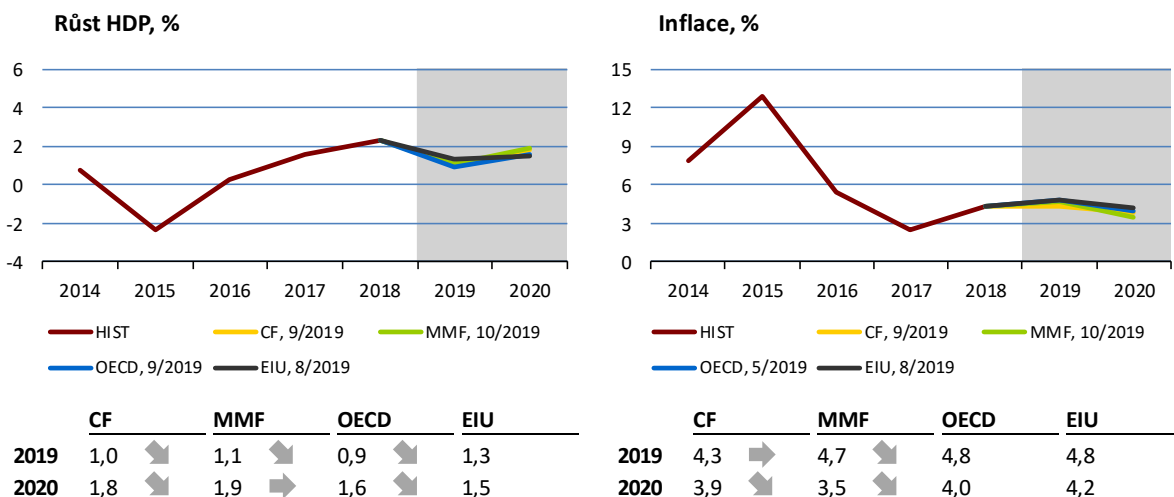
## II.5 Čína

**Čínská ekonomika zpomalila ve třetím čtvrtletí na nejnižší úroveň za více než 27 let, když meziroční růst HDP dosáhl jen 6 %.** Na čínskou ekonomiku těžce dopadá obchodní válka mezi USA a Čínou, takže horší výsledky naznačovaly zejména údaje za zahraniční obchod. V září se celkový vývoz meziročně snížil o 3 %. Dovoz ze Spojených států poklesl o 26 %, zatímco vývoz do USA se propadl o 10 %. Navíc dochází ke snižování dynamiky investic, stejně jako v USA či eurozóně. Dynamika maloobchodních prodejů je sice nižší, než v předcházejících letech, ale stále se drží nad 7% meziročním růstem. Naopak inflace v Číně dosáhla šestiletého maxima, zejména kvůli téměř 70% mizr. nárůstu cen vepřového masa. Jeho domácí produkci zasáhla vlna afrického prasečího moru, která vedla ke snížení populace prasat v Číně o téměř 40 %.



## II.6 Rusko

**Vývoj ruské ekonomiky zůstává převážně utlumený.** Nejnovější PMI i nadále vidí odlišný vývoj zpracovatelského průmyslu a služeb. Zatímco ve zpracovatelském průmyslu je očekáváno ještě větší zhoršení situace (pokles na 46,3), službám by se mělo celkem dařit (růst na 53,6). Záříjový PMI ve zpracovatelském průmyslu klesal v důsledku horšího vývoje všech klíčových položek: výstupu, nových zakázek, exportních zakázek i zaměstnanosti. Přesto nejnovější data ukazují, že meziroční tempo růstu zpracovatelského průmyslu zrychlilo v září o 0,5 p. b. na 3,2 %, což spolu s 3,8% růstem výroby elektřiny a plynu vedlo k nepatrnému zrychlení celkového tempa růstu průmyslové produkce. Těžební průmysl ale zpomalil (z 3,1 % na 2,5 %). Vývoz meziročně klesal, zejména kvůli více než 10% poklesu cen ropy. U dovozu byl naopak zaznamenán mírný růst. Říjnový CF snížil výhled růstu HDP o 0,1 p. b. jak pro letošní tak pro příští rok.



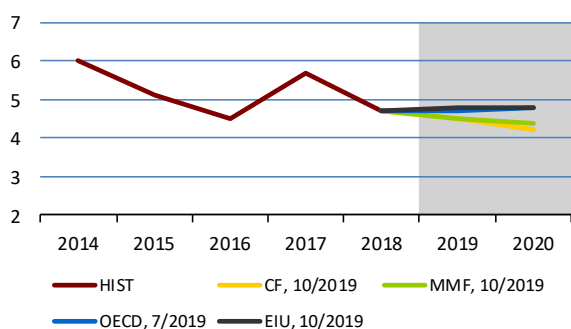
## II.7 Výběr z rozvojových zemí

**Ekonomický růst Malajsie si ve druhém čtvrtletí zachoval silnou dynamiku**, když expandoval meziročně o 4,9 % navzdory přetrvávajícímu napětí mezi USA a Čínou. Tyto země jsou přitom důležitými obchodními partnery Malajsie. Tahounem růstu byla zejména spotřeba domácností. Spotřebitelská inflace vzrostla v červnu nad 1 % po předchozích nízkých či záporných růstech, když vymizel efekt srovnávací základny. V minulém roce došlo totiž ke snížení daní, které mělo podpořit spotřebu domácností. V srpnu inflace dále zrychlila na 1,5 %. Nicméně inflační tlaky jsou stále utlumené. V květnu došlo ke snížení klíčové úrokové sazby ze strany Malajské centrální banky (BNM) o 25 bazických bodů na 3 %. Důvodem byly značné globální i domácí nejistoty, které vedly ke zhoršení finančních podmínek na malajském trhu.

**Malajsie má v současnosti relativně stabilní vládu.** Koalice Pakatan Harapan (PH) drží pohodlnou většinu v dolní komoře, ale provází ji vnitřní spory o nástupce současného premiéra M. Mohameda (94 let), jež nahlodávají přízeň voličů. Pasivita vlády k nutným reformám a narůstající globální nejistoty se také projevují na neochotě domácích firem investovat. Naopak příliv zahraničních investic zaznamenává nárůst díky napětí mezi USA a Čínou. PH se svým programem zaměřuje na obyvatele v zemědělských oblastech a také rozběhla protikorupční kampaň. Právě Index vnímání korupce je v Malajsi na vysokých hodnotách (úroveň Rumunska). Zároveň však musí krotit rozpočtový schodek, který v tomto roce počítá s deficitem 3,4 % HDP. Ten se ani příští rok podle slov ministra financí (Lim Guan Eng) pravděpodobně nedostane pod 3 % HDP.

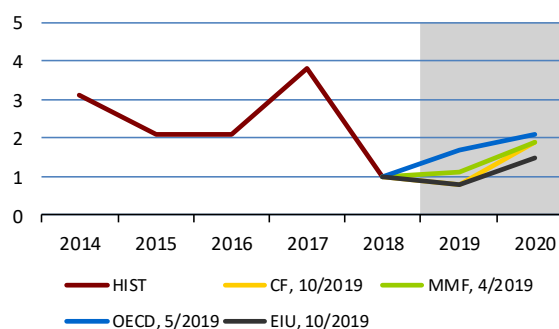
**V následujících letech si Malajsie udrží růst HDP nad 4 %.** CF, EIU a MMF odhadují růst tamní ekonomiky pro rok 2020 mezi 4,2 % až 4,8 %. Významným rizikem pro Malajsi jsou pokračující obchodní spory a utlumená poptávka po elektronice, jež tvoří hlavní vývozní položku. Inflace příští rok podle většiny institucí vstoupí do pásma 1,5–2,1 %. Podle posledního vyjádření BNM zůstane měnová politika uvolněná podle potřeby vývoje v domácí ekonomice a ve světě. Malajský ringgit je v současnosti stabilní okolo 4,2 MYR/USD a dle výhledu CF a EIU se neočekává výraznější pohyb v tomto ani příštím roce.

Růst HDP, %



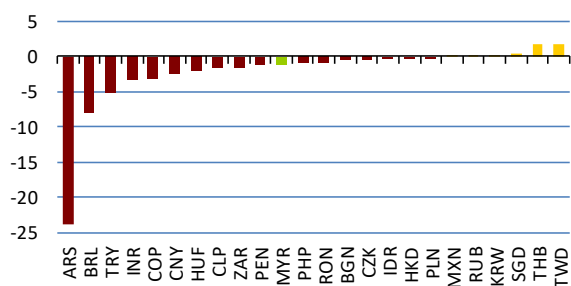
	CF	MMF	OECD	EIU
2019	4,5	4,5	4,7	4,8
2020	4,2	4,4	4,8	4,8

Inflace, %



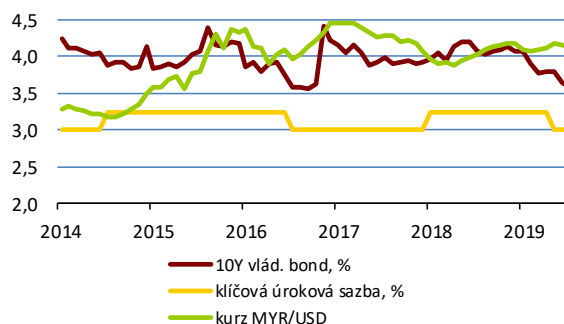
	CF	MMF	OECD	EIU
2019	0,8	1,1	1,7	0,8
2020	1,9	1,9	2,1	1,5

Vývoj vybraných měn vůči USD



% změna mezi 1/7/2019 a 11/9/2019

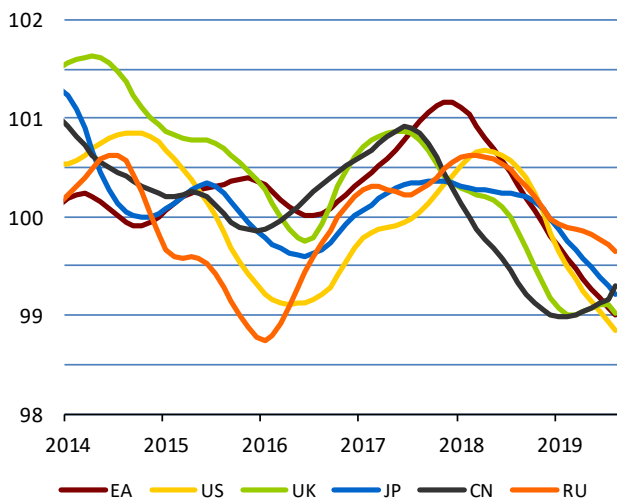
Vybrané ukazatele



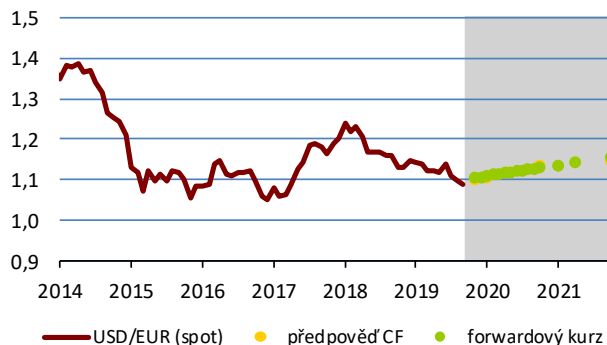
	10Y vládn. bond, %	úrok. sazba, %	MYR/USD
6/2019	3,64	3,00	4,17
7/2019	3,59	3,00	4,11
8/2019	3,31	3,00	4,19

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

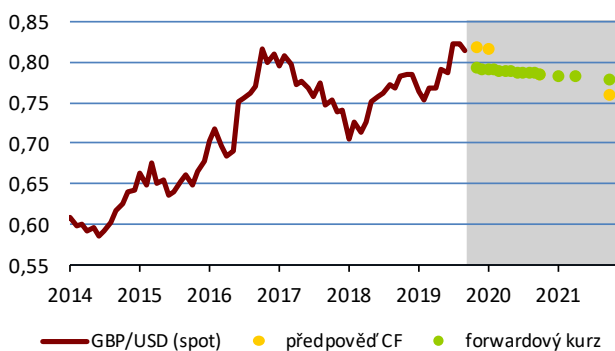


Americký dolar (USD/EUR)



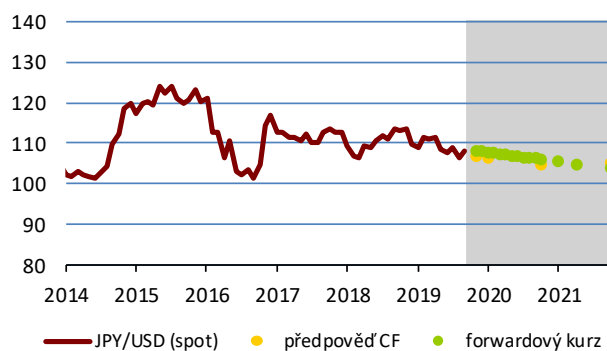
	14/10/19	11/19	1/20	10/20	10/21
spotový kurz	1,103				
předpověď CF		1,103	1,105	1,134	1,149
forwardový kurz		1,105	1,110	1,129	1,153

Britská libra (GBP/USD)



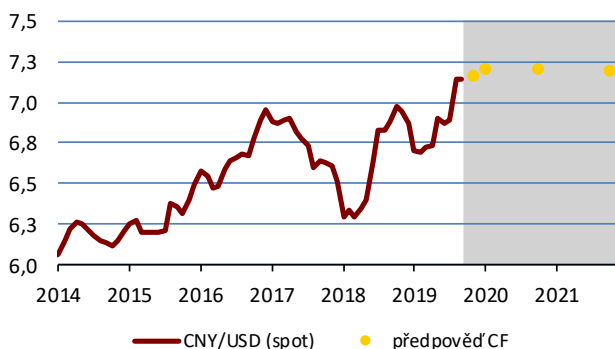
	14/10/19	11/19	1/20	10/20	10/21
spotový kurz	0,795				
předpověď CF		0,819	0,816	0,784	0,760
forwardový kurz		0,792	0,791	0,785	0,779

Japonský jen (JPY/USD)



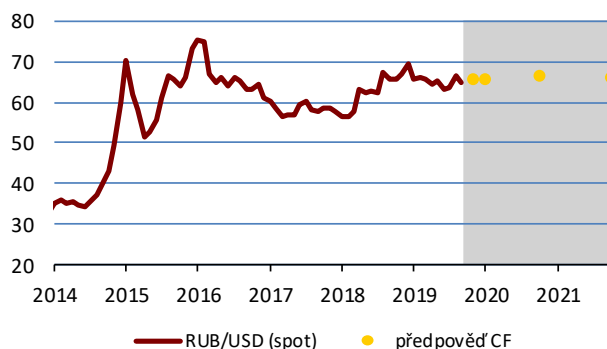
	14/10/19	11/19	1/20	10/20	10/21
spotový kurz	108,4				
předpověď CF		106,7	106,4	104,9	105,3
forwardový kurz		108,2	107,7	106,0	103,8

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	14/10/19	11/19	1/20	10/20	10/21
spotový kurz	7,067				
předpověď CF		7,159	7,206	7,206	7,195

Ruský rubl (RUB/USD)

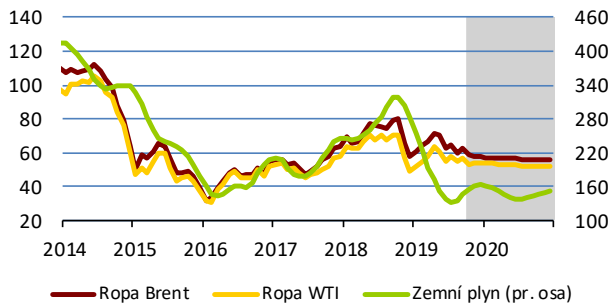


	14/10/19	11/19	1/20	10/20	10/21
spotový kurz	64,31				
předpověď CF		65,66	65,73	66,39	66,11

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.

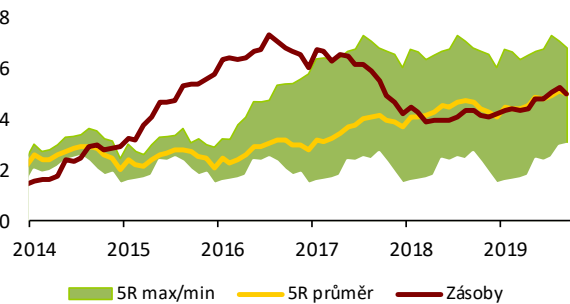
## IV.1 Ropa a zemní plyn

**V polovině září se cena ropy prudce zvýšila po útoku na saúdsko-arabská ropná zařízení, ale během krátkého času korigovala předchozí růst a koncem září byla již níže, než před útoky.** Útoky na dva velké ropné komplexy v Saúdské Arábii dočasně vyřadily z provozu cca polovinu tamní produkce ropy a na trhu panovala nejistota, jak dlouho bude výpadek těžby trvat. Postup prací na obnově zařízení však postupoval překvapivě rychle, a tak se brzy dostaly do popředí opět obavy ze slábnoucích výhledů globální ekonomiky a poptávky po ropě. Silný pokles cen ropy v závěru září byl navíc umocněn rychlým posilováním amerického dolaru. Na začátku října se tak cena ropy Brent dostala na nejnižší hodnotu za téměř dva měsíce (57,7 USD/barel). Přestože od té doby mírně rostla, pohybovala se v první polovině října pod hranici 60 USD/barel. EIA dále snížila její předpověď pro čtvrté čtvrtletí na 59 USD/barel a pro rok 2020 na průměrných 60 USD/barel. EIA sice bere v úvahu vyšší riziko výpadku těžby v Perském zálivu, to je však více než kompenzováno slabším výhledem růstu globální ekonomiky a poptávky po ropě. Tržní křivka cen budoucích dodávek ropy je ještě níže s hodnotami 58,1 USD/barel pro závěr letošního roku a 56,4 USD/barel v příštím roce. Křivka má klesající průběh až do konce roku 2021, kdy se začíná obracet k růstu. Předpověď říjnového CF je naopak mírně výše s cenou 60,9 USD/barel pro tříměsíční i roční horizont. Velcí obchodníci s ropou se shodují, že v nejbližším roce bude cena ropy uzavřena v intervalu 50–60 USD/barel, pokud nedojde k obchodní dohodě mezi USA a Čínou. Neočekávají však, že by obchodní válka měla brzkého konce. Situace na tomto poli se mění prakticky každým dnem, a optimistická očekávání ohledně dalších jednání jsou střídána zprávami o odvetných opatřeních z jedné či druhé strany.

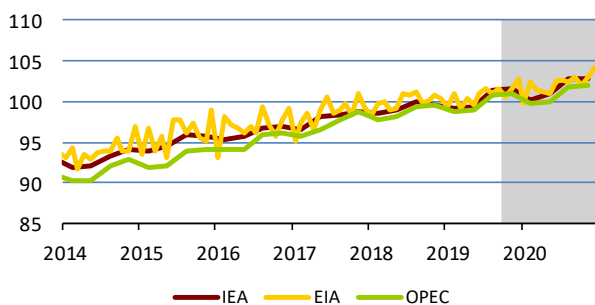
Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m<sup>3</sup>)

	Brent		WTI		Plyn
2019	63,08	↘	56,19	↘	168,57
2020	56,42	↘	52,57	↘	147,31

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

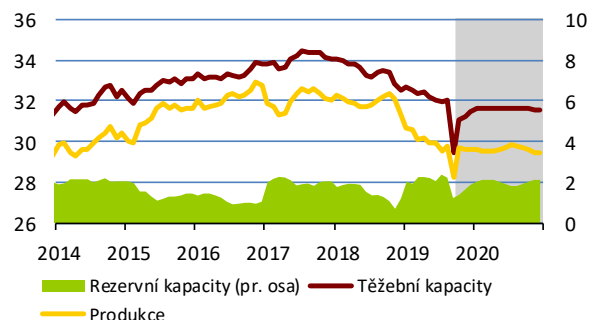


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2019	100,33	↗	100,82
2020	101,65	↘	102,13

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2019	29,84	↘	31,79
2020	29,62	↗	31,63

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.

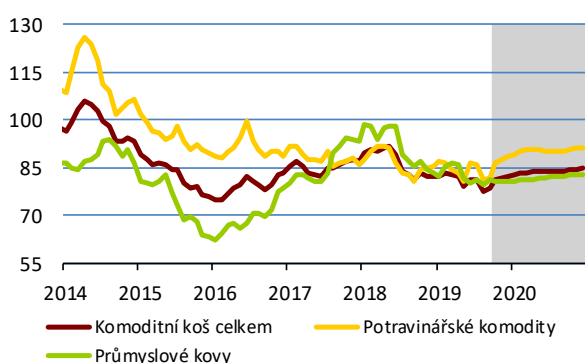
## IV.2 Ostatní komodity

**Souhrnný index cen neenergetických komodit v září a první polovině října mírně rostl a nepatrně růstový je i jeho výhled.** V září k růstu indexu přispěly obě složky, v první polovině října pak růst indexu cen potravinářských komodit převážil nad mírným poklesem indexu cen základních kovů. Výhledy obou dílčích indexů zůstávají mírně růstové.

**Dílčí index cen základních kovů klesal v první polovině října výhradně v důsledku pokračujícího poklesu ceny hliníku.** Ceny základních kovů byly v souhrnu podporovány určitým snížením napětí v obchodní válce mezi USA a Čínou, ale průzkumy ve zpracovatelském průmyslu nadále signalizují (pátý měsíc v řadě) pokles aktivity. Nicméně JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu v září mírně vzrostl ze 49,5 na 49,7. Cena hliníku trendově klesá již od poloviny roku 2018, i když její výhled zůstává tradičně růstový. Cena mědi stagnovala, když ji mírně podporoval pokles zásob na LME, první za čtyři měsíce. Cena niklu se držela na dosaženém několikaletém maximu kvůli přetrvávajícím obavám z výpadku dodávek v důsledku zákazu vývozu niklové rudy z Indonésie od roku 2020. Cena železné rudy po srpnové korekci předchozího růstu stagnovala na stále poměrně vysoké úrovni. Směrem dolů ji tlačilo zotavení vývozu z Brazílie ve třetím čtvrtletí. Naopak poblíž lokálního minima se udržovaly ceny cínu a zinku. Pouze cena olova rostla.

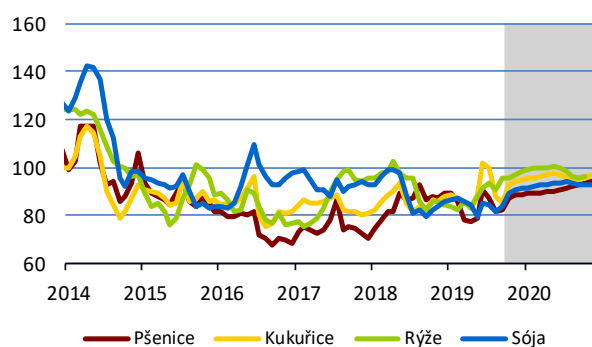
**Dílčí index cen potravinářských komodit zrychlil svůj růst v první polovině října.** Zásahu na tom měly ceny pšenice a kukuřice, jejichž trend se na začátku září obrátil k růstu. Poměrně silně rostla od září i cena cukru a kakaa. Cena vepřového stagnovala na sezonním minimu, cena hovězího po dosažení sezonního minima rostla.

Indexy cen neenergetických komodit



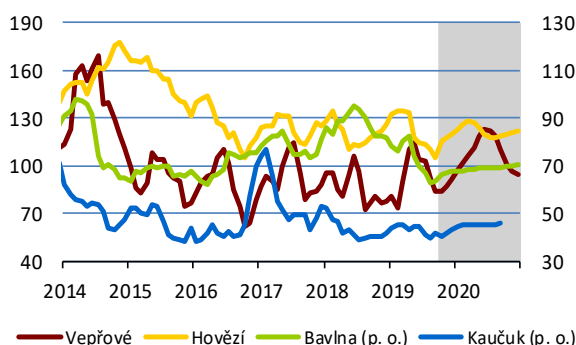
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	81,1 ↗	85,0 ↗	82,2 ↘
2020	83,7 ↗	90,4 ↗	81,9 ↘

Potravinářské komodity



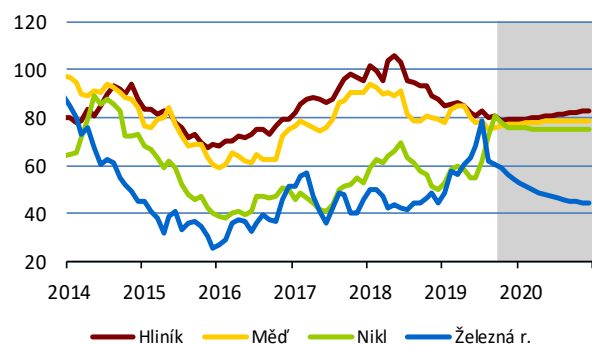
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	84,6 ↗	90,9 ↗	90,5 ↗	85,7 ↗
2020	91,4 ↗	96,2 ↗	98,5 ↗	93,0 ↗

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	93,0 ↗	120,6 ↗	71,2 ↗	42,9 ↘
2020	108,5 ↗	121,9 ↗	69,1 ↗	45,4 ↘

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	82,2 ↘	79,1 ↘	65,4 ↘	60,5 ↗
2020	81,1 ↘	78,4 ↗	75,1 ↘	47,4 ↘

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.

## Propad automobilového trhu v Číně: hrozba v globálním měřítku?<sup>1</sup>

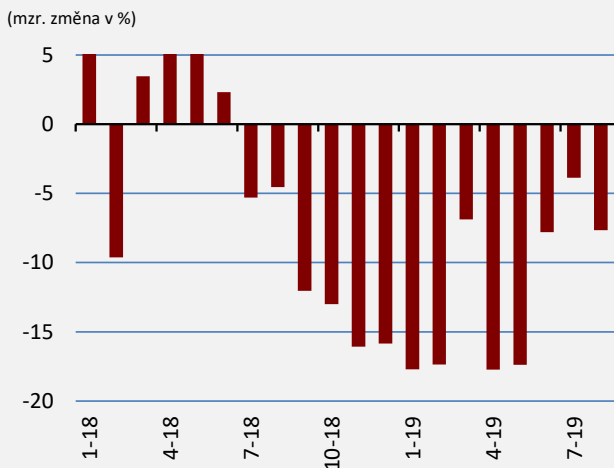
Čínský trh s osobními automobily se hrozivě propadá a média předpovídají kolaps globálního autopřemyslu, potažmo německé ekonomiky. Tento trh patřil v minulých letech k nejrychleji rostoucím, s tendencí absorbovat šoky v globální poptávce po autech. Čínský trh se ale strukturálně změnil a zdaleka ne všechny značky budou propadem zasaženy stejně. Více by mohl být ohrožen například koncern Volkswagen, jehož ziskovost ovlivňují právě příjmy z čínského trhu. Koncernu se na čínském trhu v posledním roce podařilo mírně zvýšit tržní podíl, zatímco americké značky výrazně ztrácí. Naopak např. Škoda Auto by neměla být vůbec zasažena výpadkem příjmů z Číny a dokonce se domácímu výrobci aut daří mírně zvyšovat tržní podíl v Evropě, což v podmínkách klesajícího automobilového trhu není jednoduché. Bez polštářů bude boj mezi světovými výrobci aut lítější, ale přežití na trhu v delším měřítku budou řídit inovace, a to zejména ve směru elektromobility.

### Trh s osobními automobily v Číně v bouři

**Prodeje automobilů v Číně v červenci opět meziročně poklesly (Graf 1), což vzbudilo obavy o dynamiku světového trhu s automobily.** Čínský trh patřil v minulých letech k nejrychleji rostoucím, s tendencí absorbovat šoky v globální poptávce po autech. Aktuálně se zhoršující vyhlídky světové ekonomiky se již projevují v korekci očekávání firem, i když spotřebitelský sentiment zůstává relativně robustní. Další zhoršení nálady, popř. související omezení investic a pokles zaměstnanosti, již může mít výraznější dopad na poptávku po automobilech, což v situaci klesajícího trhu v Číně ohrožuje stabilitu celého odvětví v globálním měřítku.

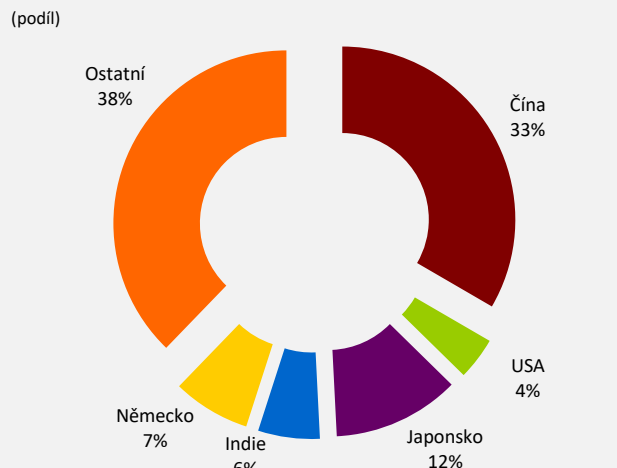
**Čínský trh s osobními automobily je totiž největší na světě nejen v počtu aut v provozu, ale také při pohledu na celkovou výrobu aut.** V roce 2018 dosahoval počet registrovaných aut v Číně 240 mil., přičemž podíl aut na 1000 obyvatel činil pouze 171. V USA je tento podíl 910 aut na 1000 obyvatel, z tohoto pohledu má trh v Číně velký potenciál. V produkci motorových vozidel je Čína výkonnější než USA, Japonsko či EU dohromady, přičemž v roce 2018 každé třetí vozidlo na světě bylo vyrobeno v Číně. Čínská produkce vozidel dosáhla 28 mil. v roce 2018, z čehož 85 % bylo osobních. Druhým největším výrobcem osobních aut je Japonsko, následováno Německem (Graf 2).

Graf 1 – Od poloviny roku 2018 prodeje aut v Číně meziročně klesají



Zdroj: Refinitiv Datastream

Graf 2 – V roce 2018 vznikla v Číně třetina světové produkce osobních aut



Zdroj: International Organization of Motor Vehicle Manufacturers

**Důvody pro pokles prodejů aut v Číně jsou cyklického i strukturálního charakteru.** Maloobchodní prodeje aut v Číně meziročně klesají již od poloviny roku 2018, když v červenci mzr. propad dosáhl 5,3 %. Nejedná se tedy o jednorázový výkyv, ale o projev hlubších změn v čínské ekonomice. Dále se tedy blíže podíváme nejen na vliv makroekonomických podmínek, ale i cyklických výkyvů a strukturálních faktorů na čínském trhu s automobily.

**Mezi významné makroekonomické vlivy ovlivňující čínský trh s automobily patří zavedení dovozních cel na auta, výkyvy na finančních trzích v Číně či rostoucí ceny nemovitostí.** Zavedení

<sup>1</sup> Autorkou je Soňa Benecká. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Autorka děkuje za analytickou podporu kolegům Martinovi Motlovi a Vladimíru Žďárskému.

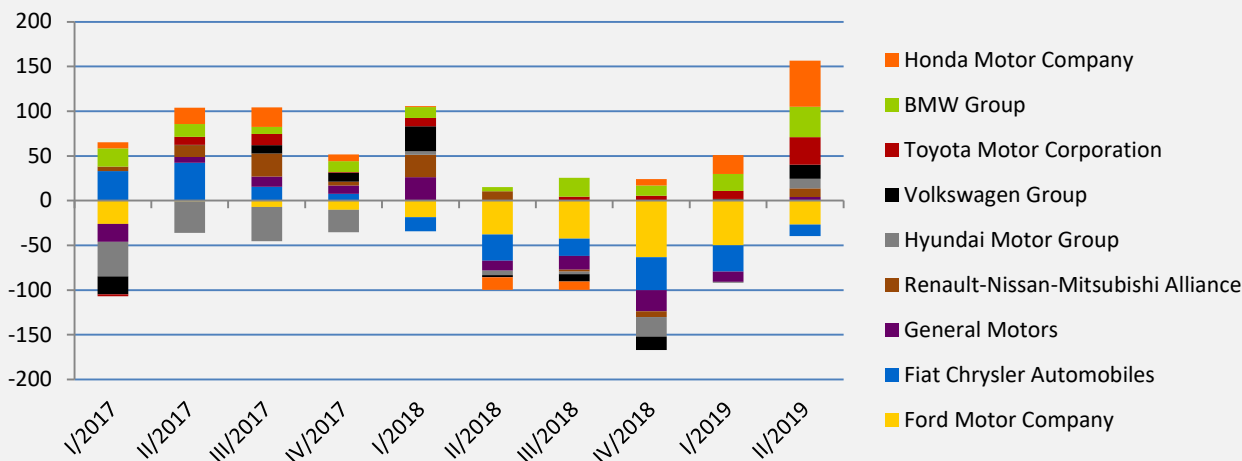
cel na dovoz aut z USA zasáhlo rovněž dovozy německých aut, vyráběných v USA. Podle zpráv z tisku došlo k poklesu vývozu aut vyráběných BMW a Mercedes-Benz v USA ze 115 tis. v roce 2017 na 95 tis. v roce 2018. Německé automobilky přitom mají v USA čtyři velké závody a zaměstnávají 118 tis. lidí. Dovozy vozů značky BMW a Mercedes-Benz jsou přitom největší položkou dovozů aut, jelikož ostatní značky vyrábí auta pro čínský trh přímo v Číně. Jedná se však o relativně dražší, luxusnější vozy, které jsou méně citlivé na cenové faktory. Výprodeje na akciových trzích či přesuny kapitálu se podobně odrazily na investičních volbách bohatších vrstev obyvatelstva, zatímco zdražení nemovitostí zejména v menších městech omezilo nákupní možnosti chudších. Podrobnější data o prodeích přitom ukazují, že k propadu poptávky dochází zejména u méně drahých aut v levnějších městech.

**Mezi cyklické faktory, specifické pro odvětví osobních aut, lze zařadit vyšší zdanění provozu vozidel, horší podmínky pro financování úvěry a nasycenost trhu s některými modely.** Jak jsme již zmínili v úvodu, podíl aut na hlavu je v Číně velmi nízký. Pořídí si a provozovat auto v Číně, a o to více v Pekingu, je totiž relativně drahé a mohou si ho dovolit pouze majetnější vrstvy obyvatelstva. Daň při nákupu auta vzrostla z 5% v roce 2016 na 10 % v roce 2018. Udělování státních poznávacích značek bylo omezeno (např. Peking z 240 tis. v roce 2010 na 40 tis. v roce 2017) a probíhá ve formě aukce, takže cena SPZ může být vyšší než cena auta. Právě změny regulace mohly vést některé spotřebitele k dřívějšímu nákupu aut za lepších podmínek (efekt předzásobení). Od roku 2017 došlo také ke zpřísnění úvěrových podmínek, byť dopad na prodeje aut by měl být jen malý. Podle odhadů Goldman Sachs je financováno externě jen 40 % prodejů vozidel, zatímco tento podíl dosahuje globálně v průměru 70 %. Čínský trh je také specifický poptávkou po určitých typech aut, v posledních letech zejména SUV. V roce 2018 byla polovina aut prodaná v Číně tohoto typu. Proto některé luxusnější značky dále zaznamenávají rostoucí příjmy na čínském trhu, zatímco jiné joint ventures (JV)<sup>2</sup> trpí nízkým využitím kapacit. V první polovině roku 2019 dosahovalo využití kapacit u Changan PSA a Changan Ford méně než 10 % (s PSA, Fiat Chrysler či Ford). Domácí výrobci (zjm. Geely) některým zahraničním skupinám lépe konkurují a vytěsňují je ze zmenšujícího se trhu.

**Německým značkám se však daří konkurovat na čínském trhu podstatně lépe, než americkým.** Relativně dobře se na tamním propadajícím trhu daří BMW či VW. Polepšily si i japonské značky, jako například Honda či Toyota (Graf 3). Naopak především pak u Fordu se analytici obávají velmi pomalého nástupu nových modelů a dopadu na hospodaření firmy. Prodej osobních automobilů skupiny Ford v Číně za posledních 12 měsíců klesl v průměru o 46 %. Prodej osobních automobilů skupiny Chrysler a General Motors se snížil za stejné období o 25 %, resp. 11 %. Významný vliv na prodeje amerických aut má také eskalace napětí v obchodních vztazích mezi Čínou a USA, které přispívají k negativnímu sentimentu

Graf 3 – Vývoj prodejů osobních automobilů v Číně dle jednotlivých značek

(příspěvky v p.b.)



Zdroj: Bloomberg

spotřebitelů vůči americkým firmám. Americké automobilové společnosti a jejich čínští partneři (SAIC a Changan) by mohly ztratit až polovinu svých prodejů v Číně, odhadováno dle rozsahu dopadů bojkotů japonských a jihokorejských vozidel čínskými spotřebiteli v minulosti<sup>3</sup>. Ford se snaží čelit nové situaci tím,

<sup>2</sup> Zahraniční automobilky vyrábějí auta pro místní trhy přes joint ventures s lokálními výrobci, např. auta VW a Audi jsou vyráběna v Číně v rámci dvou partnerství joint-venture: FAW-Volkswagen and SAIC Volkswagen.

<sup>3</sup> V roce 2012 se prodej japonských osobních automobilů v Číně během devítiměsíčního období po anti-japonských demonstracích ve sporu o územní nároky na ostrovy ve východočínském moři snížil o 13%. V roce 2017 Čína bojkotovala vozidla Hyundai a Kia z důvodu instalací obranných raket vyrobených v USA v Jižní Koreji, přičemž tržby klesly o třetinu.

že uvede v Číně na trh 50 nových modelů vozidel v rámci svého plánu do roku 2025, včetně 15 elektrifikovaných vozidel, z nichž některé modely budou vyráběny ve spolupráci s místní čínskou firmou Zotye Auto.

**Ze strukturálních faktorů mají vliv na propad prodejů aut v Číně zejména opatření s cílem snížit emise aut, rozvoj trhu s použitými auty či rozvoj sdílených aut.** Rapidně se zhoršující životní podmínky ve městech přiměly v minulých letech centrální orgány k řadě opatření, od omezování provozu továren v zimních měsících po nové regulativy v oblasti ochrany životního prostředí. Jedním z nich je, kromě omezení vydávání registračních značek v některých městech, zejména zpřísnění emisních podmínek pro auta (China VI Emission Standards<sup>4</sup>). Od prvního července 2019 nemohou dealéři prodávat žádná auta, která je nesplňují. Původně měl být standard zaveden až v roce 2020, ale došlo k urychlení jeho zavádění s cílem zlepšit ovzduší zejména v 15 nejvíce postižených městech. Před platností nové regulace, tj. v červnu 2019, nabízely všechny značky velké slevy na prodeje aut, což vedlo k jednorázovému výkyvu v prodejích do kladných hodnot. Na druhou stranu byly donedávna nabízeny velké dotace na nákup elektrických aut (až 60 % hodnoty auta), které však byly od července výrazně omezeny. Výrobci elektrických a hybridních aut tak již v červenci utrpěli ztráty, jelikož zájem o elektrická auta byl bez dotací mizivý. Celá řada výrobců pak volá po novém balíčku podpůrných opatření, který by jim umožnil lépe čelit zhoršující se domácí poptávce, ale k razantnějším krokům zatím čínská vláda nepřistoupila. Je možné, že se jich výrobci dočkají, až se naplno projeví efekty obchodní války s USA. Poptávku po nových autech také tlumí rozvíjející se trh s ojetými auty, který se nastartoval poté, co vláda zrušila zákaz provozovat vozidla v jiném městě, než byla zakoupena. Vysoké náklady na pořízení auta také favorizují rozvoj sdílených služeb, např. čínská verze UBER (Didi Chuxing) měla v roce 2018 již 550 mil. uživatelů.

**Lze tedy shrnout, že nelze očekávat obnovení růstové dynamiky pozorované v minulosti, jelikož čínský trh s automobily byl do značné míry pod vlivem jednorázových efektů a předzásobení.** Nelze však vyloučit, že vláda přistoupí k větší podpoře prodejů automobilů, až se naplno projeví opatření na snížení emisí ve městech či propad čínské ekonomiky v souvislosti s obchodní válkou s USA.

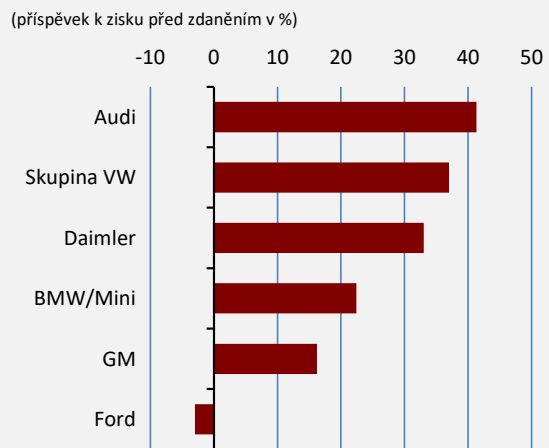
### Prodeje v Číně snižují automobilkám zisk, ale neohroží je

**Přímý dopad na vývoz z ČR bude zanedbatelný vzhledem k symbolické váze českého exportu tohoto segmentu zboží do Číny.** Jestliže bereme jako výchozí situaci před začátkem poklesu, v roce 2017 představoval český vývoz jen zanedbatelných 4,8 mld. Kč (z toho dominantní podíl představovaly díly a příslušenství ve výši 4,5 mld. Kč). V roce 2018 došlo k poklesu na 3,2 mld. Kč (z toho díly 3,05 mld. Kč), tento pokles se ještě dále prohloubil v 1. pololetí 2019 na 1,3 mld. Kč. Oproti 1. pololetí roku 2017 se v průběhu dvou let snížil export o 46 %, tj. téměř na polovinu. Vzhledem k zanedbatelné váze v celkovém českém exportu je to však téměř nepostřehnutelné. Celkový negativní dopad poklesu čínské ekonomiky na českou ekonomiku tak představuje cca 2,5 mld. Kč. O něco významnější může být negativní nepřímý vliv poklesu poptávky po automobilech v Číně na vývoz součástek do evropských zemí exportujících z nich vyrobené automobily do Číny (jedná se zejména o Německo). Tento nepřímý dopad ale nelze kvantifikovat.

**Nižší prodeje aut v Číně mají ale vliv na celkové prodeje Škody Auto, jednoho z největších domácích zaměstnavatelů.** Aktuálně je čínský trh největším odbytištěm firmy, přičemž tržní podíl Škody Auto v Číně je pod 2 %. Auta pro čínský trh se přitom vyrábějí přímo v Číně. V prvním pololetí 2019 dodala Škoda Auto celkově zákazníkům 620 tisíc aut, což je meziročně o 4,9 % méně. Bez čínské ekonomiky by si ale udržela růst produkce o 1,6 %, když na ostatní světové trhy dodala 495 tisíc vozů. Firmě Škoda Auto se ale podařilo zvýšit prodeje v Evropě, kam dodává dvě třetiny své produkce. Do západní Evropy putovalo přes 275 tis. vozů Škoda (mzr. +3,2 %), přičemž značka uspěla zejména v Německu (99 tis. aut, +6,5 %). Celkové tržby Škody Auto se tak v první polovině roku 2019 zlepšily, a to zejména díky tomu, že v rámci koncernu převzala regionální odpovědnost za Indii. Škoda Auto předpokládá, že do konce roku celkově dodávky vozů ještě porostou, budou vyšší než loni a dojde k nárůstu tržeb o 5 %.

**Finančně zasáhnou nižší prodeje aut Škoda v Číně koncern Volkswagen (VW), do kterého česká automobilka patří.** Finanční dopad spojený s poklesem prodejů výrobků Škody Auto se projeví ve výpadku

Graf 4 – Příjmy z Číny tvořily v roce 2018 podstatnou část zisku některých výrobců automobilů



Zdroj: Financial Times

<sup>4</sup> Norma je podobná Euro 6, viz. <https://theicct.org/publications/china's-stage-vi-emissions-standard-heavy-duty-vehicles-final-rule>



příjmů z prodejů, o nichž aktuálně rozhoduje vedení Volkswagenu. Takže výpadek těchto příjmů z hlediska české ekonomiky není klíčový. Koncern Volkswagenu je však největším světovým výrobcem aut a příspěvek Číny k ziskovosti koncernu je významný (Graf 4). Celkově skupina VW prodala v roce 2018 na čínském trhu 4,2 mil. aut, což je o 0,5 % více než v roce 2017. K udržení tržního podílu pak plánuje skupina VW tento rok nabídnout 14 elektrických modelů pro čínský trh.

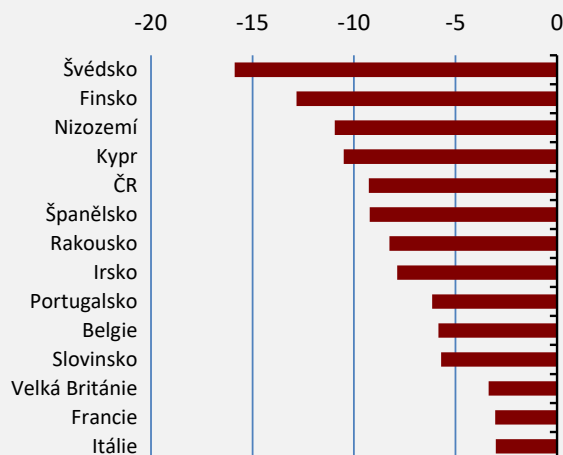
**Výrazný šok by však pro koncern VW představoval pokles prodejů na evropském trhu.** V roce 2018 celý koncern prodal na evropském trhu 4,38 mil. aut, ale výsledky pro letošní rok vyznívají méně optimisticky. Podle tiskových zpráv koncernu se v srpnu dodávky zákazníkům v Evropě propadly meziročně o téměř 10 %. Trend meziročního poklesu dodávek je přitom patrný již od začátku roku, ale do čísel se promítá vysoká srovnávací základna z loňského roku, kdy došlo k efektu předzásobení. Významný je rovněž americký trh, kde i nadále hrozí zavedení cel ze strany USA.

**Poptávka na evropském automobilovém trhu v posledních měsících mírně zvolňuje.** Podle informací European Automobile Manufacturers Association (ACEA) bylo v prvních osmi měsících roku 2019 zaregistrováno v EU28 přes 10,5 mil. aut, což bylo o 3 % méně než ve stejném období roku 2018. Do slabšího výsledku se však promítaly přípravy automobilů na zavedení nových emisních pravidel v loňském roce. Největší pokles registrací aut byl zaznamenán ve Švédsku, Finsku či Nizozemí (Graf 5). V případě ČR registrace meziročně poklesly o více než 9 %, zatímco v Německu vzrostly o necelé jedno procento. Na podzim by se nákupy aut měly obnovit, byť ne ve stejné míře jako v minulých letech. Firmy, které tvoří větší část poptávky po automobilech, odkládají vlivem globálních nejistot své investice, takže obnovu firemních flotil nelze očekávat. Nelze ani opominout fakt, že řada zemí EU se dostala do pozdní fáze hospodářského cyklu, kdy spotřebitelé omezují poptávku po určitém spotřebním zboží jako jsou například auta.

**Podíl skupiny VW je na evropském trhu významný, ale nedaří se jí odolat tržnímu poklesu.** Podíl skupiny VW na evropských registracích aut (Graf 6) činil 24,8 % (leden až srpen 2019), zatímco podíl Škody dosáhl 4,8 %. Zatímco registrace Audi či VW meziročně poklesly o více než 7 %, domácí automobilce se dařilo o poznání lépe. Meziročně registrace Škody dokonce vzrostly o 1,4 %, což při výrazném poklesu domácího trhu je důkazem konkurenceschopnosti.

**Graf 5 – Řada zemí EU zaznamenala meziroční pokles registrací aut v prvních osmi měsících roku 2019**

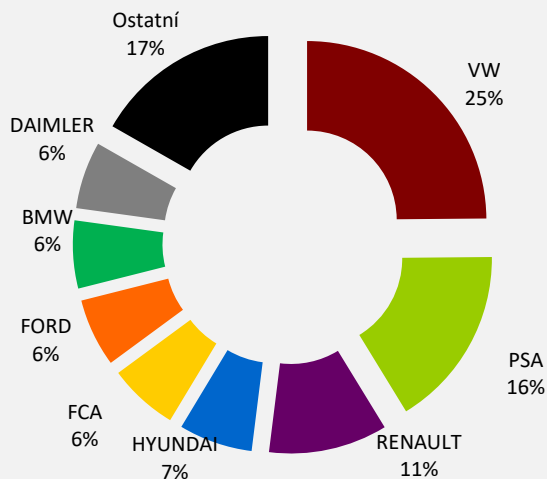
(mzr. změna v %)



Zdroj: ACEA

**Graf 6 – Každé čtvrté auto registrované v EU 28 bylo z koncernu VW (leden až srpen 2019)**

(podíly)



Zdroj: ACEA

**Zhoršující se ziskovost německých automobilek může ohrozit jejich investiční možnosti, tolik nutné v aktuálním nástupu elektromobility.** Od aféry Dieseltgate prošlo odvětví automobilového průmyslu razantní změnou, kdy se tlak na inovace podstatně zvýšil. Ziskovost firem je klíčem k udržení tempa inovací, a tedy i tržního podílu v následujícím desetiletí.

## Závěr

**Čínský trh s automobily se razantně propadá, ale nejen z důvodů čistě cyklických.** Větší důraz na ochranu životního prostředí, rozvoj trhu s použitými auty či rozvoj sdílených aut přispívají velmi výrazně k tomu, že zájem o automobily se v Číně snižuje. Nelze tedy vývoj na trhu v Číně nazvat předzvěstí české či

globální recese, nicméně nižší příjmy z rozvíjejících se trhů vážně ohrožují zisky globálních automobilových producentů, kterým je např. Volkswagen. Částečně je mohou vyvážit příjmy z tradičních trhů, jako je Evropa, ale i ty se zdají být ohroženy horším výhledem růstu, větší nejistotou (obchodní spory USA s Čínou či EU, brexit) a vlivem zpřísněvaných ekologických norem. Tlak na inovace, zejména na přechod na elektromobilitu, bude v prostředí klesajících zisků představovat skutečnou výzvu.

**Klíčová slova**

devizové rezervy, měnová politika, cílování inflace, finanční krize

**JEL Klasifikace**

E58, F31, F41

## A1. Změna predikcí pro rok 2019

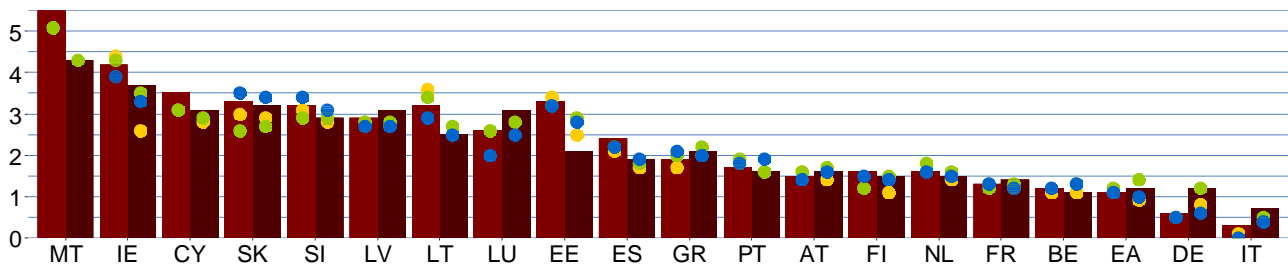
	Růst HDP, %				Inflace, %					
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU		
EA	0	2019/10	-0,1	2019/10	-0,1	2019/10	-0,7	2019/5	-0,1	2019/9
		2019/9		2019/7		2019/9		2018/11		2019/6
US	0	2019/10	-0,2	2019/10	-0,4	2019/9	+0,1	2019/9	0	2019/9
		2019/9		2019/7		2019/5		2019/6	0	2019/6
UK	0	2019/10	-0,1	2019/10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

## A2. Změna predikcí pro rok 2020

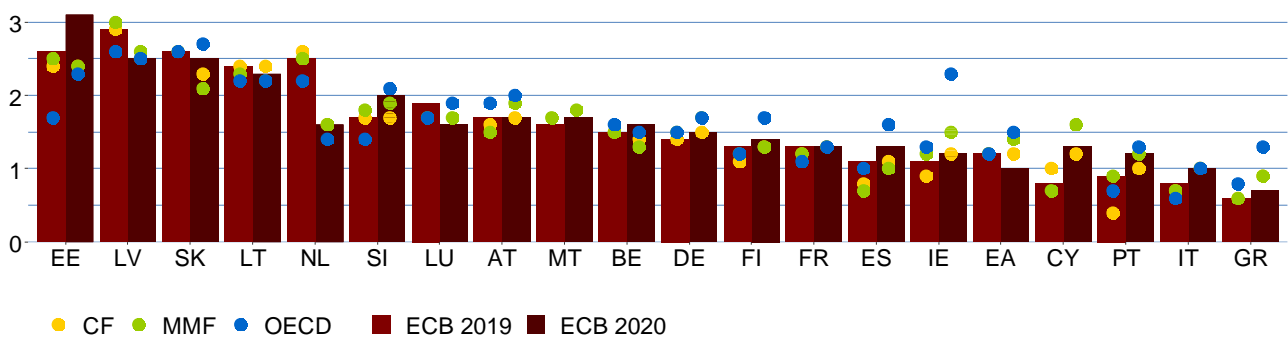
	Růst HDP, %				Inflace, %					
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU		
EA	-0,2	2019/10	-0,2	2019/10	-0,4	2019/9	-0,2	2019/9	-0,1	2019/10
		2019/9		2019/7		2019/5		2019/6	-0,2	2019/10
US	0	2019/10	+0,2	2019/10	-0,3	2019/9	0	2019/9	0	2019/10
		2019/9		2019/7		2019/5		2019/6	0	2019/9
UK	-0,1	2019/10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

### A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



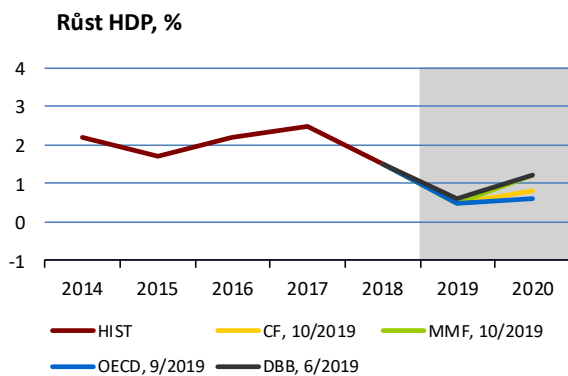
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



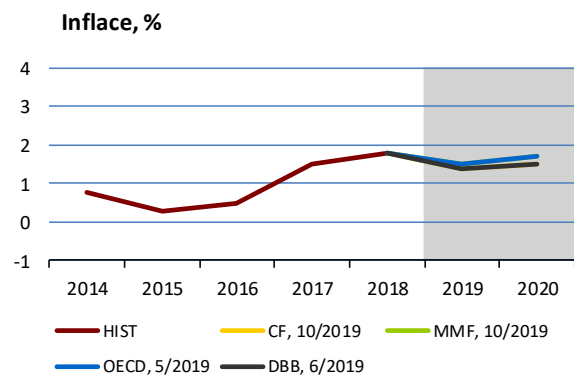
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

#### Německo

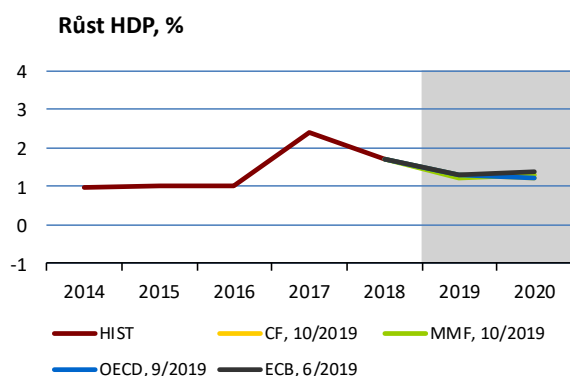


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	0,5	0,5	0,5	0,6
2020	0,8	1,2	0,6	1,2

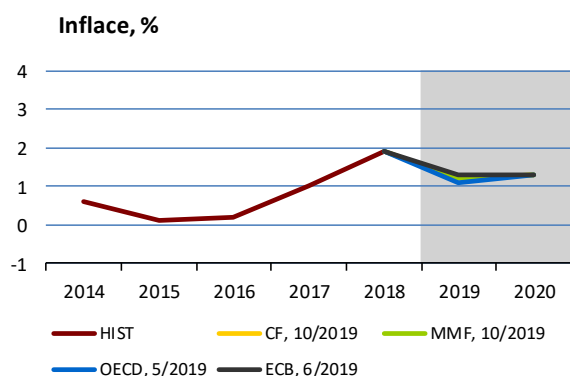


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,4	1,5	1,5	1,4
2020	1,5	1,7	1,7	1,5

## Francie

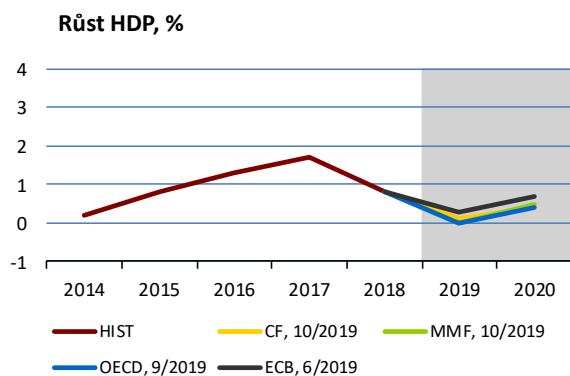


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,3	1,2	1,3	1,3
2020	1,2	1,3	1,2	1,4

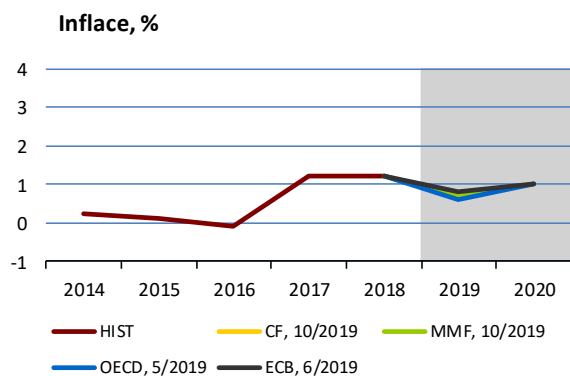


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,2	1,2	1,1	1,3
2020	1,3	1,3	1,3	1,3

## Itálie

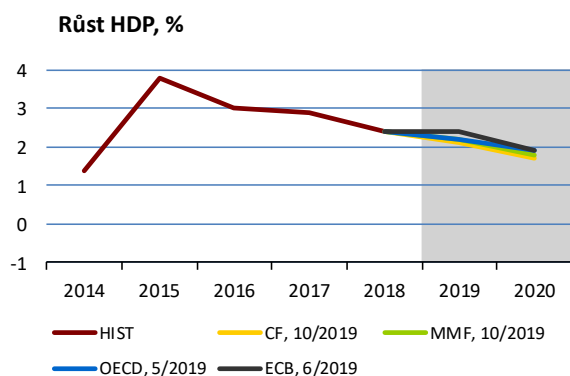


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,1	0,0	0,0	0,3
2020	0,4	0,5	0,4	0,7

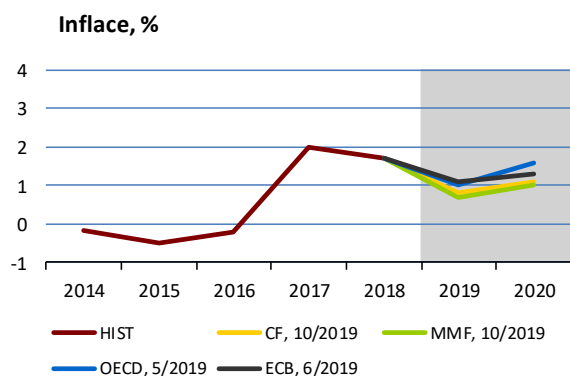


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,7	0,7	0,6	0,8
2020	1,0	1,0	1,0	1,0

## Španělsko

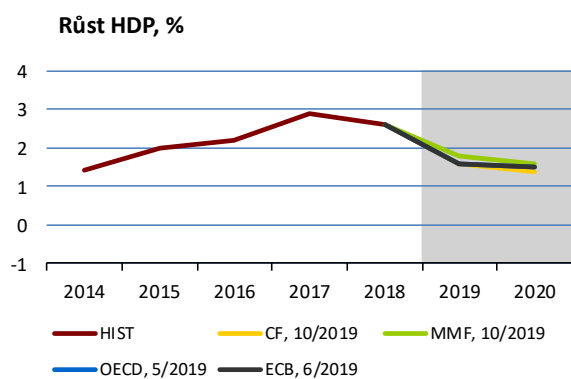


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,1	2,2	2,2	2,4
2020	1,7	1,8	1,9	1,9

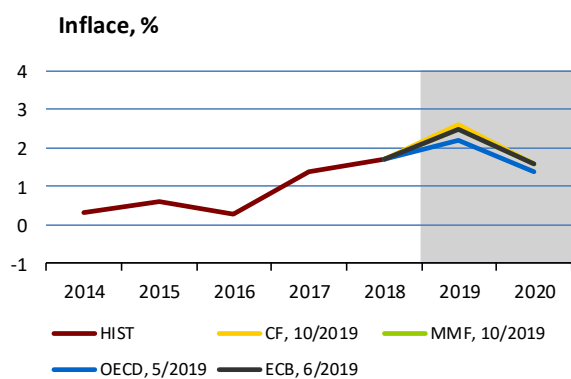


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,8	0,7	1,0	1,1
2020	1,1	1,0	1,6	1,3

## Nizozemsko

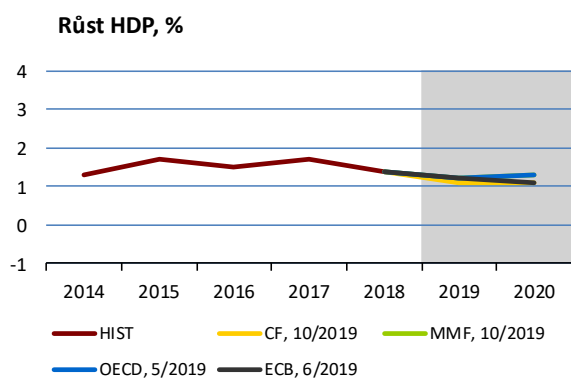


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,8	1,6	1,6
2020	1,4	1,6	1,5	1,5

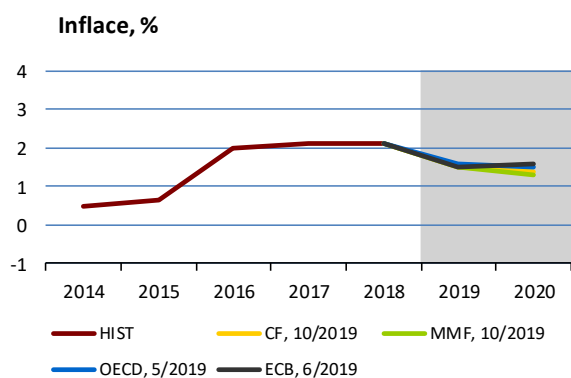


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,6	2,5	2,2	2,5
2020	1,6	1,6	1,4	1,6

## Belgie

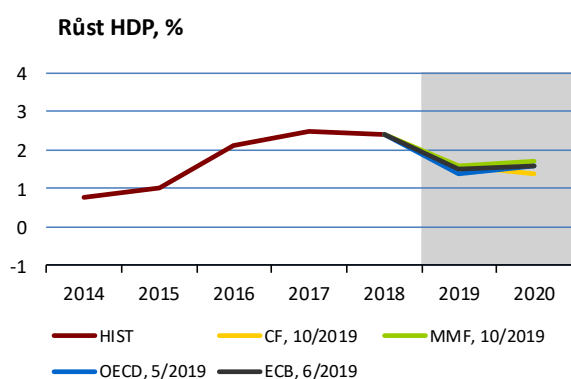


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,2	1,2	1,2
2020	1,1	1,3	1,3	1,1

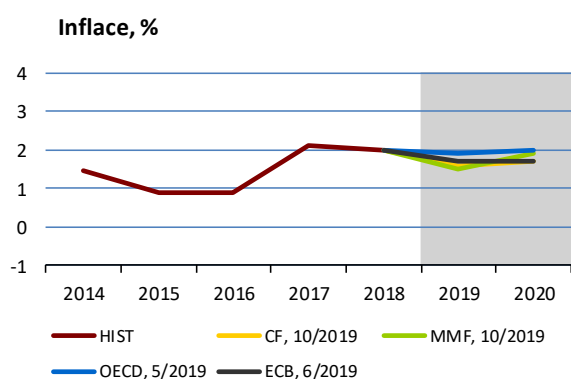


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,5	1,5	1,6	1,5
2020	1,4	1,3	1,5	1,6

## Rakousko



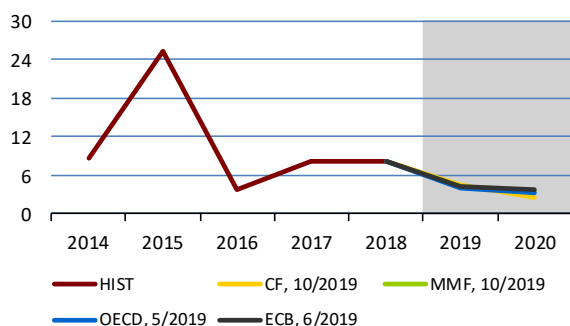
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,6	1,4	1,5
2020	1,4	1,7	1,6	1,6



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,5	1,9	1,7
2020	1,7	1,9	2,0	1,7

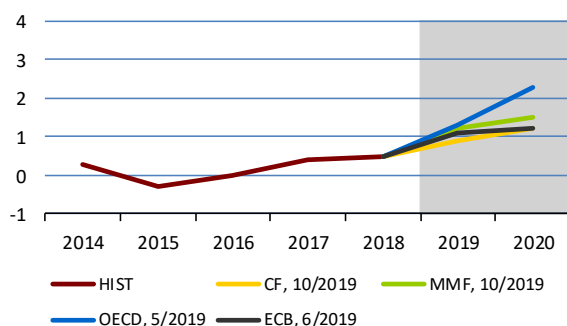
## Irsko

Růst HDP, %



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

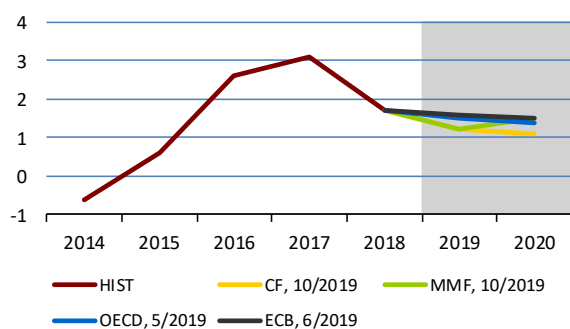
Inflace, %



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

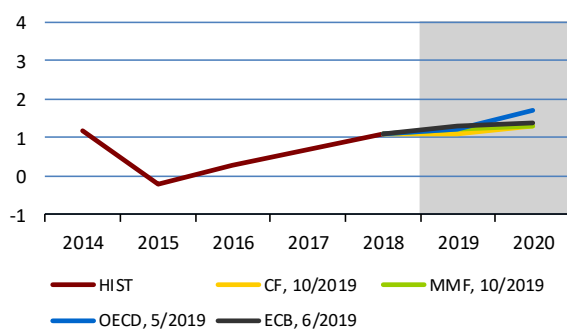
## Finsko

Růst HDP, %



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

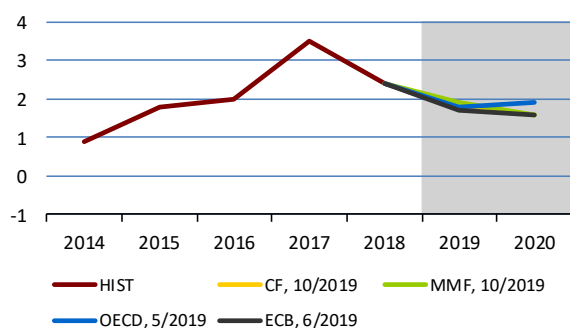
Inflace, %



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

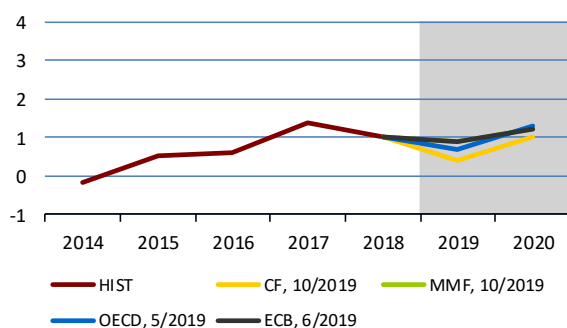
## Portugalsko

Růst HDP, %



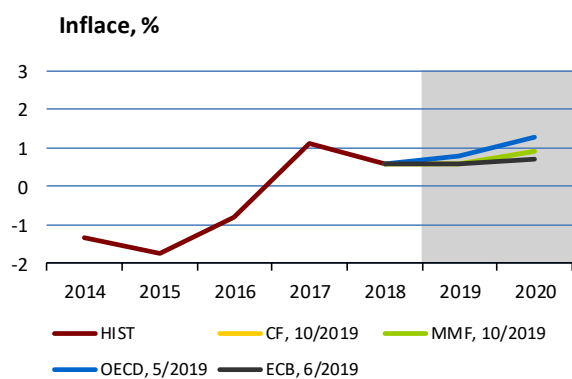
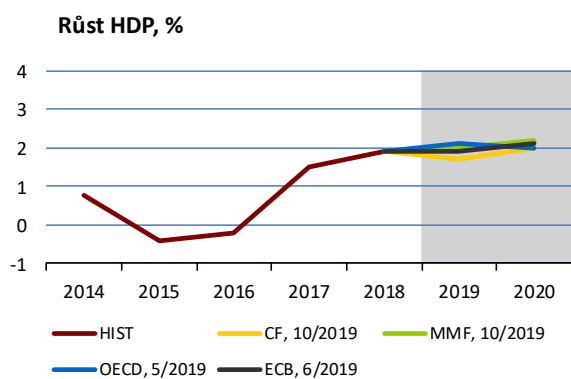
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,8	1,9	1,8	1,7
2020	1,6	1,6	1,9	1,6

Inflace, %

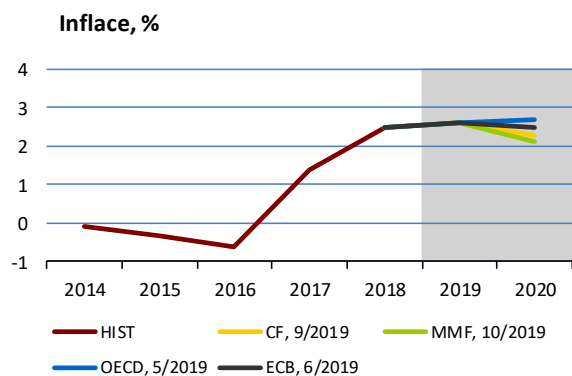
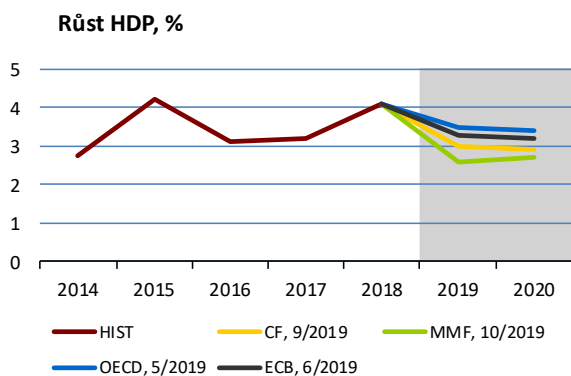


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,4	0,9	0,7	0,9
2020	1,0	1,2	1,3	1,2

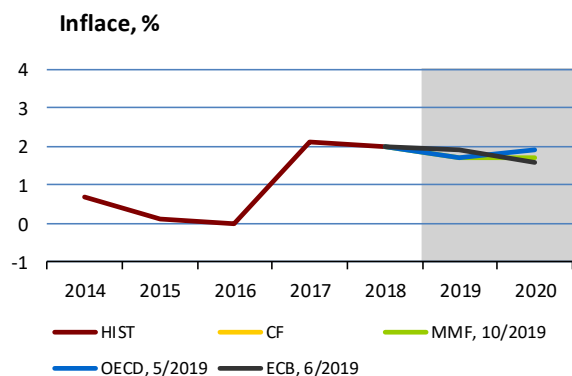
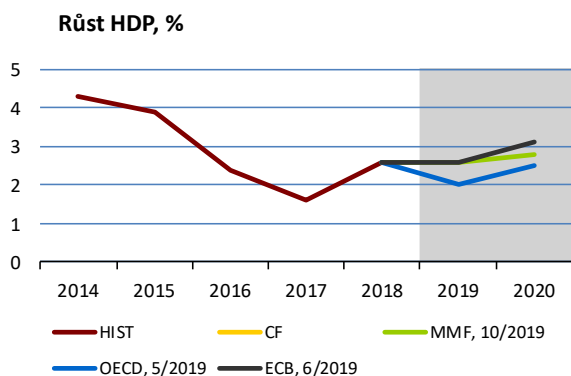
## Řecko



## Slovensko

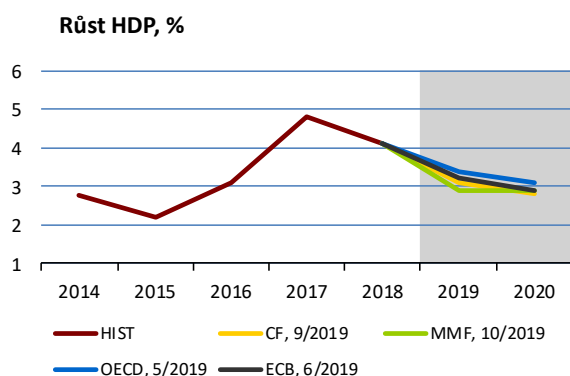


## Lucembursko

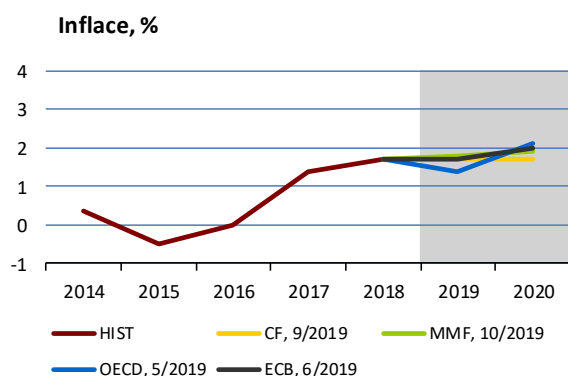




## Slovensko

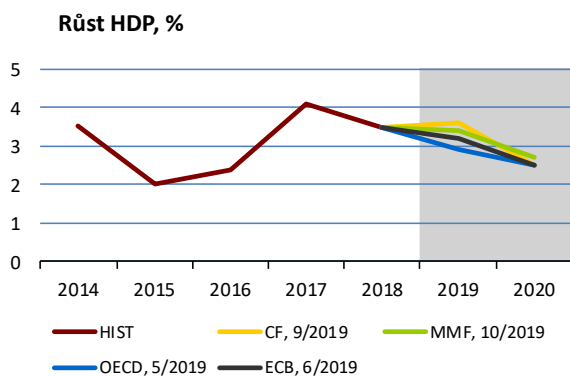


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,1	2,9	3,4	3,2
2020	2,8	2,9	3,1	2,9

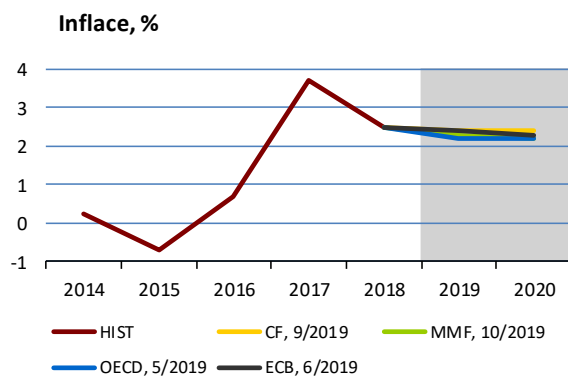


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,8	1,4	1,7
2020	1,7	1,9	2,1	2,0

## Litva

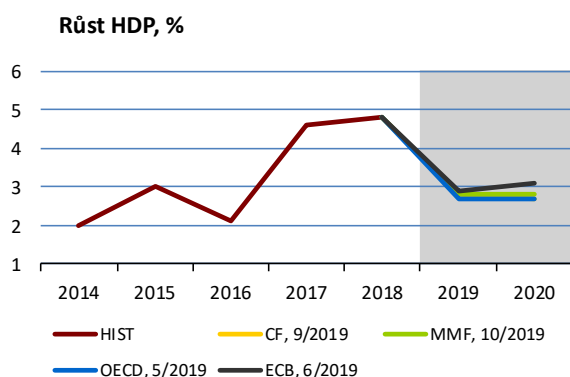


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,6	3,4	2,9	3,2
2020	2,5	2,7	2,5	2,5

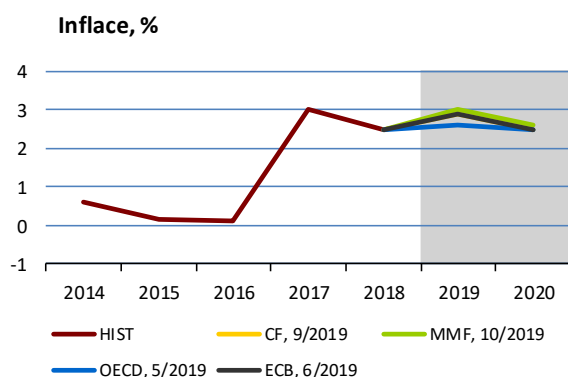


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,4	2,3	2,2	2,4
2020	2,4	2,2	2,2	2,3

## Lotyšsko



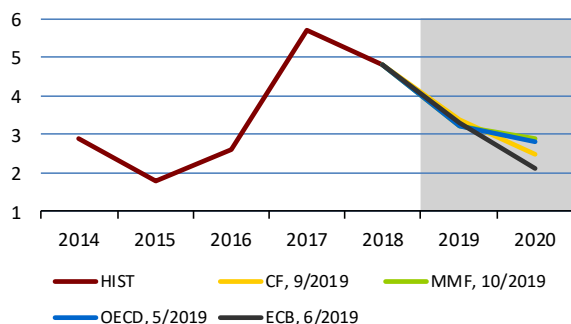
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,8	2,8	2,7	2,9
2020	2,7	2,8	2,7	3,1



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,9	3,0	2,6	2,9
2020	2,5	2,6	2,5	2,5

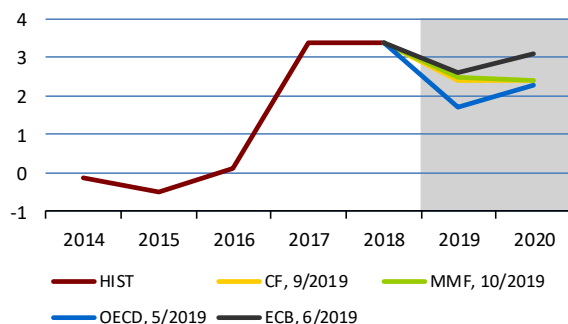
## Estonsko

Růst HDP, %



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

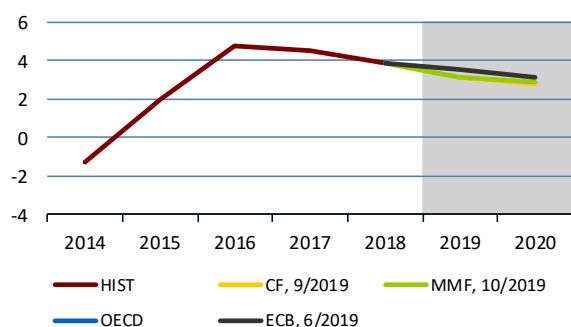
Inflace, %



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

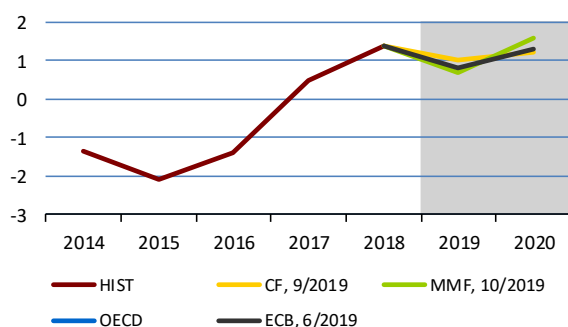
## Kypr

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,1 →	3,1 ↘	n. a.	3,5
2020	2,8 →	2,9 ↘	n. a.	3,1

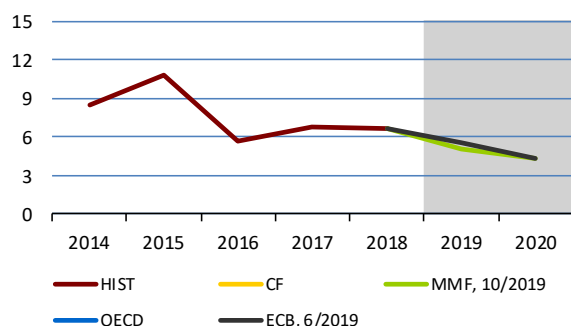
Inflace, %



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

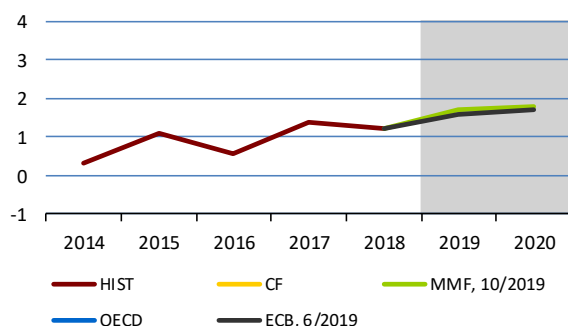
## Malta

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	n. a.	5,1 ↘	n. a.	5,5
2020	n. a.	4,3 ↘	n. a.	4,3

Inflace, %



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

## A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

