

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

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	10
IV.2 Ostatní komodity	11
VI. Zaostřeno na...	12
Zpomalování ekonomického růstu v Číně a jeho dopad na komoditní trhy	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

15. listopadu 2019

Sběr dat CF

11. listopadu 2019

Datum publikace GEVU

22. listopadu 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
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
Milan Frydrych	II.7 Výběr z rozvojových zemí
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity
Vladimír Žďárský	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Listopad přinesl potvrzení mírného snižování geopolitických rizik, a to jak vlivem oddálení hrozby neřízeného brexitu, tak pokroku ve vyjednávání obchodní dohody mezi USA a Čínou.

V případě brexitu se Evropská rada jednomyslně vyslovila pro návrh na prodloužení lhůty pro odchod Spojeného království z EU do 31. 1. 2020 s tím, že v případě dřívější ratifikace výstupové dohody v UK a Evropském parlamentu je možné i dřívější vystoupení, a to vždy k 1. dni následujícího měsíce po ratifikaci. Otázkou však zůstává, zda je dřívější odchod UK z EU vůbec možný, případně zda vůbec k úspěšné ratifikaci výstupové dohody na britské straně dojde, neboť na 12. 12. 2019 byly ve Spojeném království vyhlášeny předčasné volby. Ke snížení geopolitických rizik přispívá i ohlášení shody mezi vyjednávacími týmy Spojených států a Číny nad tzv. „první fází“ obchodní dohody. Nicméně tržním sentimentem viditelně otrásla vyostřující se situace v Hongkongu, která vzbuzuje obavy z vojenské intervence Číny.

Výhledy růstu HDP byly v listopadu u eurozóny a Spojeného království lehce zvýšeny. Mírné

Listopadový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2019	1,1 ➡	0,5 ➡	2,3 ➡	1,3 ➡	1,0 ➡	6,1 ➡	1,0 ➡
2020	1,0 ➡	0,8 ➡	1,8 ➡	1,1 ➡	0,2 ➡	5,8 ➡	1,8 ➡

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

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

přehodnocení pro příští rok směrem k vyššímu růstu eurozóny odráží optimističtější vyhlídky irské ekonomiky a souvisí tak zřejmě, stejně jako u zvýšení výhledů pro Spojené království, s poklesem vnímaného rizika neřízeného brexitu. Výhledům eurozóny dále pomůže fakt, že se německá ekonomika vyhnula tzv. technické recesi. I tak ale eurozóna poroste ve sledovaném horizontu viditelně pomalejším tempem, než je

očekáváno u hospodářství Spojených států. Ještě mnohem nižší růst je čekán v příštím roce pro japonskou ekonomiku, ekonomika Číny pokračuje v pozvolném sestupu.

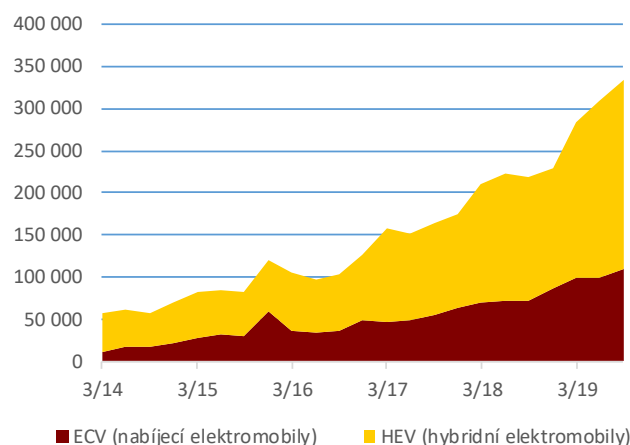
Výhledy inflace byly u Spojených států a Spojeného království přehodnoceny k nižším hodnotám. Inflace v námi sledovaných ekonomikách by v příštím roce neměla být nižší, než letos. V případě eurozóny to znamená přetrvávání neutěšené situace, že inflace bude letos o 0,8 p. b. nižší než 2% „ideál“, a to přes opětovné zavedení nekonvenční měnové politiky. Naopak u Číny očekávaná inflace opět vzrostla a dále se vzdálila od 2,5% cíle.

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 i nejnižší odhad zůstal roven očekávaním z října, tj. 70 USD/barel, resp. 50 USD/barel). Výhled tržních dolarových sazeb 3M LIBOR je stále mírně klesající, výhled sazeb 3M EURIBOR zůstává v záporném teritoriu na celém sledovaném horizontu.

Graf listopadového čísla upozorňuje na narůstající trend v popularitě alternativních pohonů osobních automobilů. Počet registrací v EU za posledních 5 let viditelně vzrostl jak u elektromobilů (ECV), tak zejména u automobilů s hybridním pohonem (HEV), které v souhrnu ve třetím čtvrtletí 2019 tvořily téměř 10 % ze všech registrací. Za tímto vývojem stojí jak rostoucí poptávka po autech s alternativním pohonem ze strany spotřebitelů, tak snaha automobilek reagovat nabídkou nových modelů zohledňujících vývoj na poli regulace a nákladů na uhlíkovou stopu.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Zpomalování ekonomického růstu v Číně a jeho dopad na komoditní trhy.](#) Článek dokumentuje, jak se z Číny stal důležitý hráč na komoditních trzích, jehož ekonomika nebude ovlivněna ani tak pozvolným zpomalováním růstu HDP, jako spíše výraznou změnou jeho struktury.

Počet nových registrací osobních elektromobilů v EU, ks



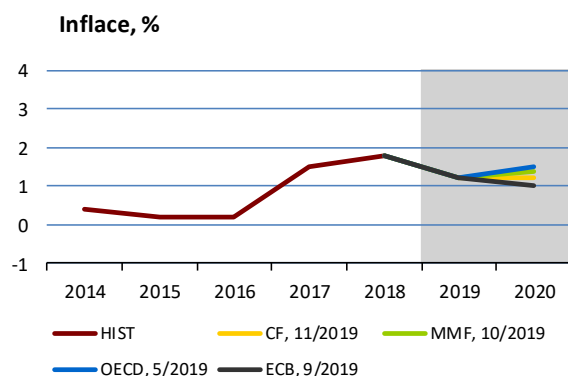
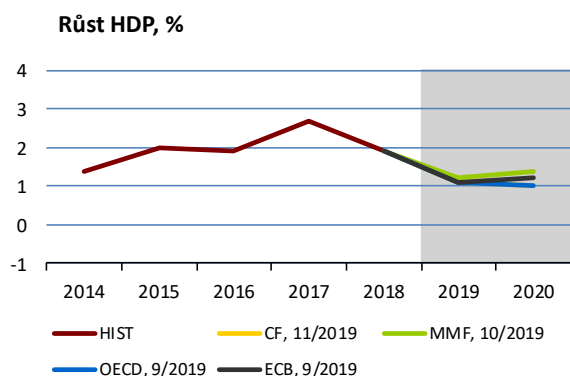
Zdroj: European Automobile Manufacturers Association

II.1 Eurozóna

Hospodářský růst v eurozóně ve třetím čtvrtletí nezpomalil, ale udržel si stejné tempo jako ve čtvrtletí druhém. HDP se dle bleskového odhadu Eurostatu zvýšil o 0,2 % mezičtvrtletně, což bylo lehce nad očekáváním analytiků. Hlavní zásluhu na tom měl překvapivě pozitivní vývoj v Německu, jehož ekonomika se nejenže vyhnula technické recesi, ale po poklesu aktivity ve druhém čtvrtletí (jehož rozsah byl revizemi prohlouben na -0,2 %) zaznamenala kladný růst (o 0,1 %). Ostatní velké ekonomiky si udržely svou předchozí mezičtvrtletní dynamiku (Francie 0,3 %, Itálie 0,1 %, Španělsko 0,4 %). Meziroční růst eurozóny setrval na úrovni 1,2 %.

Dále se prohlubuje duální charakter ekonomiky – překážky v mezinárodním obchodě srážely průmyslovou výrobu, ale napjatý trh práce působil pozitivně na růst sektoru služeb. Průmyslová produkce eurozóny vzrostla v září o 0,1 % (sezónně očištěno), během srpna a září tak dokázala zhruba kompenzovat červencový propad. To však není příběh Německa, kde produkce v průmyslu v září poklesla o 1 %, ani jiných velkých ekonomik. Jejich nezday ovšem vyvažuje zvyšování výroby v menších zemích měnové zóny (nejlépe se daří Irsku). Celková míra nezaměstnanosti zůstala na velmi nízké úrovni, přičemž v zemích s nejvyššími hodnotami dále pozvolna klesala (Španělsko a Francie). Růst zaměstnanosti sice ve třetím čtvrtletí zpomalil (na 0,1 % mezičtvrtletně), ale zůstal kladný. Maloobchodní tržby nadále svižně rostly (v září meziročně o 3,1 %).

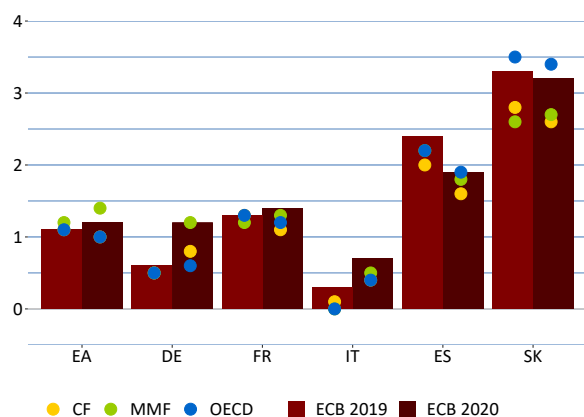
V závěru letošního roku je zřejmě možné očekávat pokračování utlumeného růstu. Indikátory sentimentu nenaznačují, že by mělo dojít ke znatelnějšímu zpomalení, natož obávané recesi. Říjnové šetření mezi nákupními manažery přineslo vesměs zlepšení vyhlídek. Kompozitní indikátor pro eurozónu se zvýšil a nachází se nad úrovní 50 bodů (neplatí to ovšem pro Německo). Nárůst zaznamenal rovněž PMI pro služby i výrobní PMI, který však zůstává v pásmu kontrakce. Indikátor ekonomického sentimentu (ESI) z dílny Evropské komise se naproti tomu v říjnu dále zhoršil, když se snížila důvěra ve všech sektorech



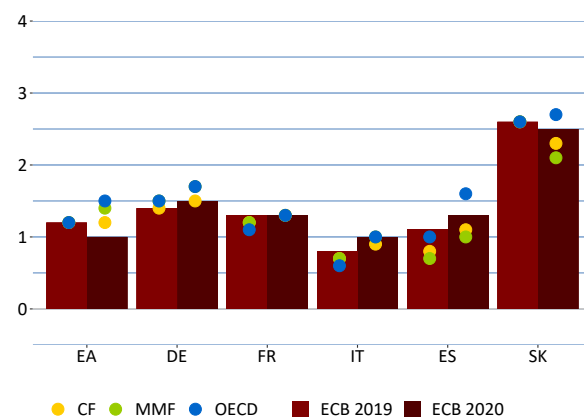
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,1	1,2	1,1	1,1
2020	1,0	1,4	1,0	1,2

	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, %



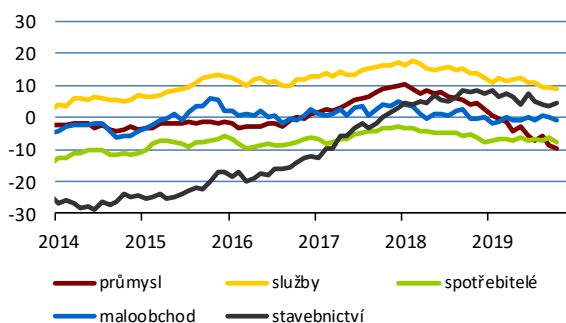
Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYBRANÝCH TERITORIÍCH

vyjma stavebnictví. Uklidnění globálních nejistot (brexit, obchodní válka USA-Čína, hrozba zavedení cel na vývoz evropských aut do USA) nicméně následně přispělo k výraznému zlepšení indikátoru ekonomického sentimentu ZEW v listopadu. Podíl analytiků, kteří jsou pesimističtí ohledně vývoje v eurozóně v následujících 6 měsících, nyní převyšuje podíl těch optimistických o pouhý 1 p. b., zatímco ještě v říjnu dosahoval tento rozdíl 23,5 p. b. Listopadový CF ponechal výhled růstu HDP pro letošní rok beze změny, zmírnil ovšem očekávání ohledně hospodářského zpomalení v příštím roce. Důvodem je značné přehodnocení růstových vyhlídek Irska směrem nahoru (viz příloha), proti němu nicméně stojí lehké snížení výhledů pro Francii, Španělsko, Nizozemsko, Rakousko a Portugalsko.

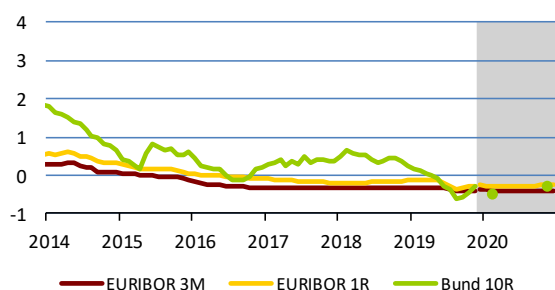
Utlumený zůstává rovněž cenový růst. Evropská centrální banka ponechala na svém říjnovém zasedání nastavení měnové politiky beze změny. Končící prezident ECB M. Draghi apeloval během tiskové konference především na nutnost zintenzivnit zavádění prorůstových reforem, které by posílily obranyschopnost evropské ekonomiky vůči nepříznivým externím vlivům. Od tohoto měsíce stojí v čele ECB bývalá šéfka MMF, francouzská ekonomka CH. Lagarde. Meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen v říjnu zpomalil na 0,7 % v důsledku výrazného poklesu cen energií (o 3,1 %), jádrová inflace se naproti tomu lehce zvýšila na 1,1 %. Napříč jednotlivými ekonomikami eurozóny nicméně přetrvává heterogeneita cenového vývoje. Nejvyšších hodnot dosahuje inflace HICP na Slovensku a v Nizozemí (2,9 a 2,8 %), nad cílem ECB se pak nachází už jen v Lotyšsku. Kypr, Řecko a Portugalsko zaznamenaly v říjnu deflaci. Listopadový CF, publikovaný ještě před zveřejněním říjnové inflace, ponechal výhledy růstu cen pro letošní i příští rok beze změny. Příští měsíc lze proto očekávat revizi směrem dolů. Dlouhodobá inflační očekávání v eurozóně se více méně stabilizovala na velmi nízkých úrovních. Říjnové šetření SPF přineslo mírné snížení odhadované inflace v pětiletém horizontu, očekávání na základě pětiletého inflačního swapu v listopadu lehce vzrostla. Výhled úrokových sazeb se oproti minulému měsíci posunul výše. Tříměsíční sazby by tak v ročním horizontu měly zůstat zhruba stabilní na úrovni -0,4 %, desetileté v Německu na -0,3 %.

Předstihové ukazatele ESI



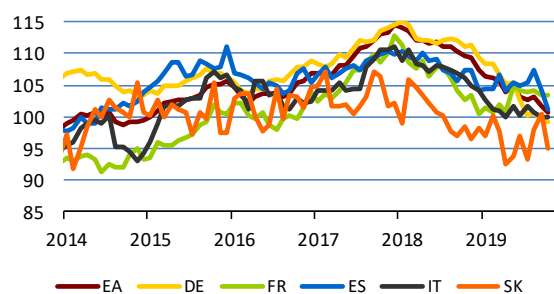
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
8/19	-5,8	9,2	-7,1	0,6	3,9
9/19	-8,9	9,5	-6,5	0,2	3,4
10/19	-9,5	9,0	-7,6	-0,7	4,7

Úrokové sazby, %



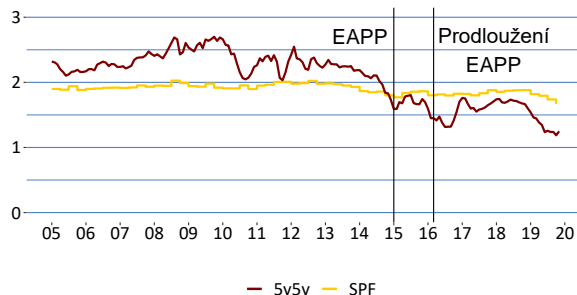
	10/19	11/19	2/20	11/20
3M EURIBOR	-0,41	-0,40	-0,39	-0,42
1Y EURIBOR	-0,30	-0,27	-0,27	-0,25
10Y Bund	-0,45	-0,28	-0,50	-0,30

Předstihové ukazatele ESI



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
8/19	103,1	100,6	104,1	107,3	100,7	97,9
9/19	101,7	99,4	103,5	104,2	99,9	100,4
10/19	100,8	99,2	103,4	101,2	100,0	95,1

Inflační očekávání v eurozóně, %



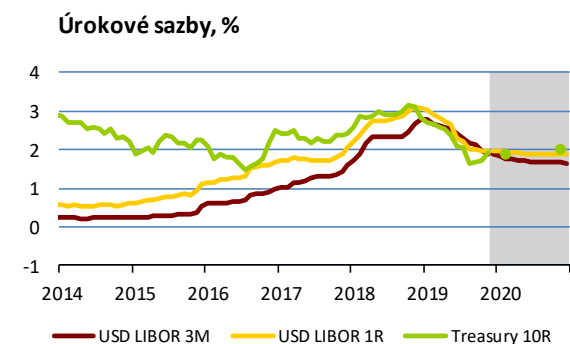
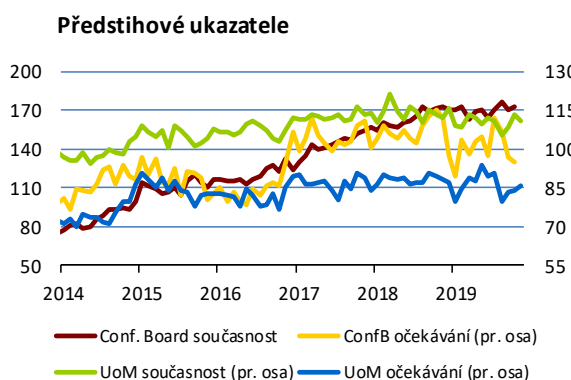
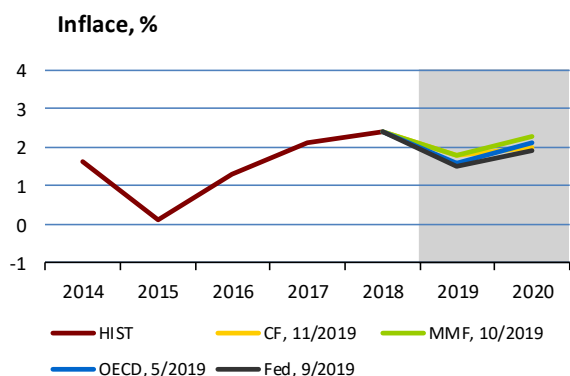
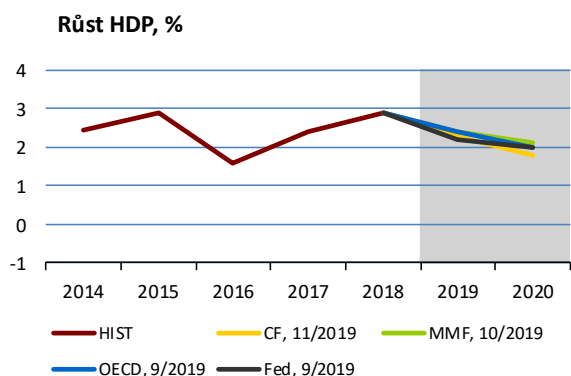
Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

II.2 Spojené státy

Pokud se podaří dosáhnout dohody mezi Spojenými státy a Čínou „Fáze jedna“, obě strany sníží cla na vybrané dovozy. Obchodní válka se tedy z fáze vyostřování konfliktu možná již konečně přesouvá do fáze hledání kompromisů. Vyjednavací z obou stran se shodli, že další kroky směřující k dohodě o snižování cel budou probíhat postupně. Čínská strana ustoupila v tom, že již nepožaduje zrušení veškerých cel před uzavřením jakékoli dohody. USA zvažují odstranění cel zavedených v září, což však nemusí být pro čínské vyjednaváče dostačující. Obě strany jsou ale pod tlakem na dosažení alespoň částečné dohody, což se projevuje i ve větším optimismu na finančních trzích.

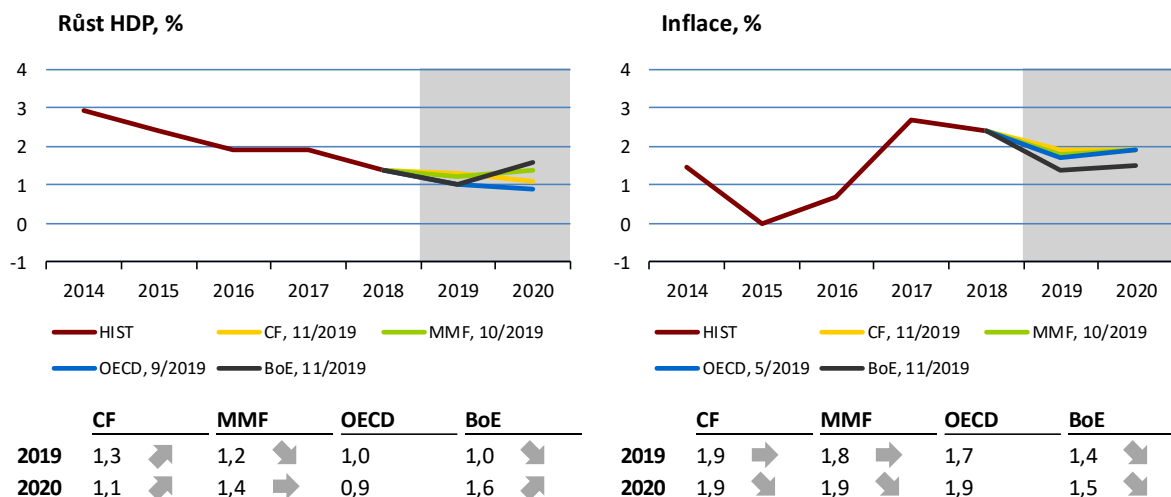
Americká ekonomika zpomaluje jen zvolna, stále ji drží spotřebitelská poptávka. Podle druhého odhadu dosáhl mizr. růst HDP v USA ve třetím čtvrtletí 1,9 %, což odpovídá dynamice z předchozího čtvrtletí. Propad v investicích podniků vyvažovaly výdaje spotřebitelů a nárůst zásob. Pro poslední čtvrtletí pak atlantský Fed očekává další zpomalení na 1 %, takže 3% růstový cíl prezidenta D. Trumpa se v tomto roce nepodaří dosáhnout. Nenaplnují se však ani obavy z recese. Hlavním motorem růstu zůstává robustní spotřebitelská poptávka, kterou podporuje silný trh práce a rostoucí příjmy. Pozitivně překvapil počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru, který v říjnu dosáhl 128 tis. Nezaměstnanost se drží na úrovni z dubna (3,6 %), zatímco růst průměrných hodinových výdělků se vrátil k 3 % mizr. Důvěra spotřebitelů je stále vysoká a maloobchodní tržby rostou více než 4% tempem mizr.

Na konci října americká centrální banka opět snížila pásmo základních sazeb o čtvrt procentního bodu do rozpětí 1,5 až 1,75 %. V tomto roce se jedná již o třetí snížení sazeb a dle předsedy Powella lze kroky Fedu charakterizovat jako „úpravu uprostřed cyklu“. Fed zároveň jasně indikoval pauzu ve snižování sazeb s tím, že bude pozorně sledovat implikace přicházejících dat pro výhled sazeb. Finanční trhy proto do konce roku očekávají stabilitu pásma základních sazeb. Také nový výhled CF je bez zásadních změn, jen předpověď inflace v roce 2020 se snížila o 0,1 p. b. směrem dolů.



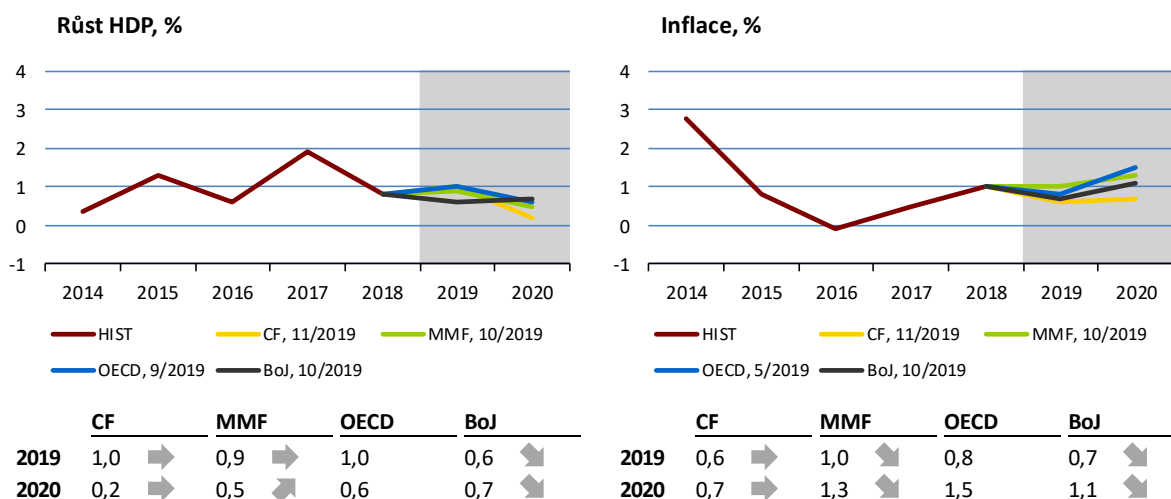
II.3 Spojené království

Brexit byl odložen na konec ledna 2020 a na 12. prosince je stanoven termín předčasných voleb. Jejich výsledek bude nesmírně důležitý pro další postup. Nejistota se odráží v nejednotných očekáváních hospodářské aktivity na ostrovech a nízkých investicích, které snižují růstový potenciál. BoE vydala na začátku listopadu v rámci své zprávy o měnové politice prognózu, ve které přehodnotila výhled HDP pro letošní rok směrem dolů na 1 %. O dvě desetiny vyšší růst vidí NIESR na základě růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí o 0,3 % a očekávaném růstu ve veřejném sektoru ve čtvrtém čtvrtletí. Růst ve třetím čtvrtletí podpořil nejen klíčový sektor služeb, ale také stavebnictví. BoE současně výrazně přehodnotila výhled inflace na příští rok směrem dolů na hodnotu 1,5 %, úrokové sazby ale ponechala na současných úrovních. Kompozitní ukazatel PMI se přiblížil hodnotě 50, ale již třetí měsíc v řadě je pod ní. Předstihový ukazatel OECD se opět propadl.



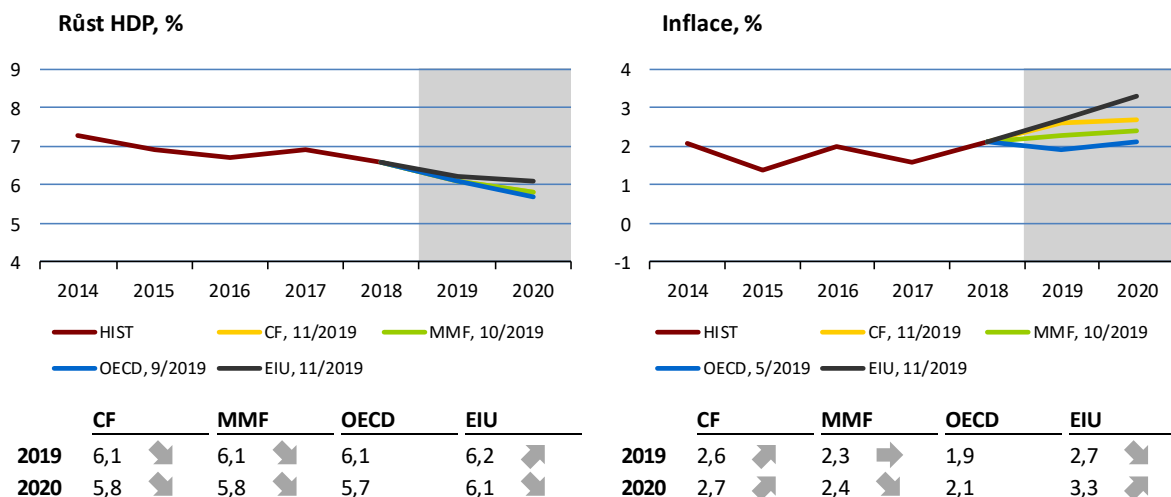
II.4 Japonsko

Utlumený vývoj zahraničí tlumí vývoj a výhled růstu japonské ekonomiky. Ve třetím čtvrtletí anualizované tempo růstu HDP Japonska zpomalilo na 0,2 % z předchozích 1,8 %, což je nejslabší letošní hodnota. BoJ snížila výhled růstu HDP v horizontu 2 let, nejvíce na příští fiskální rok (o 0,2 p. b.). Hlavní příčinou revize je podle banky pomalejší růst světové ekonomiky. BoJ snížila výhled inflace o 0,3 p. b. na letošní rok zejména s ohledem na nižší cenu ropy. Říjnové zvýšení spotřební daně by mělo mít přímý vliv na inflaci ve výši 0,5 p. b. v letošním i příštím roce, naopak opatření spojená se zavedením bezplatného vysokoškolského vzdělávání od dubna 2020 by měla mít vliv ve výši -0,3 p. b. ve fiskálním roce 2019 a -0,4 p. b. ve fiskálním roce 2020. Tempo růstu spotřebitelských cen bez potravin bude dle výhledu BoJ pozvolně růst a ve fiskálním roce 2021 se přiblíží k 1,2-1,7 %. Nový CF ponechal výhledy HDP a inflace beze změny.



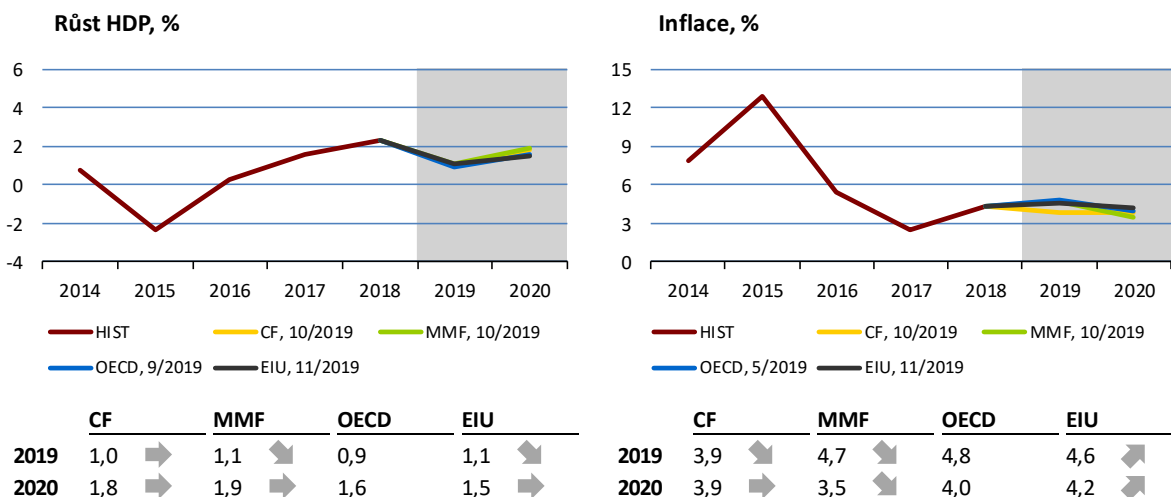
II.5 Čína

Na čínskou ekonomiku stále těžce dopadá obchodní válka s USA, ale čínská vláda pokračuje v mírné podpoře domácí ekonomiky. Vývozy Číny se v říjnu meziročně propadly o necelé 1 %, když zásilky do USA poklesly o 16,2 %. V zemi také už 15 měsíců za sebou klesá prodej automobilů. V září se meziročně snížil o 5,2 % na 2,27 milionu vozů. Maloobchodní tržby ale rostly v říjnu stále více než 7% tempem s tím, jak domácí spotřebitelé podporovaly vládní pobídky a snížení daní. Jasným signálem podpory ekonomiky bylo také první snížení sazeb centrální bankou po 3 letech. O symbolických 5 bazických bodů na 3,25 % byl snížen úrok na jednoleté půjčky finančním institucím. Čínská vláda se však vyhýbá rozsáhlým stimulačním opatřením kvůli obavám z růstu zadlužení, které je již nyní vysoké. Výhledy pro růst v roce 2020 se ale dle analytiků CF zhoršily, zatímco předpověď inflace je nyní vyšší pro oba roky.



II.6 Rusko

Po slabém startu na začátku roku ruský HDP již druhé čtvrtletí v řadě zrychluje své tempo růstu. Podle předběžného odhadu Rosstatu růst ekonomiky ve třetím čtvrtletí dosáhl 1,7 % meziročně (oproti 0,9 % ve čtvrtletí předtím), a to díky příznivému vývoji zemědělství (5,1 %), průmyslu (2,9 %) a velkoobchodních tržeb. V posledním říjnovém týdnu ruská centrální banka provedla další snížení klíčové úrokové sazby (na 6,5 %) v důsledku rychlejšího snížení tempa růstu spotřebitelských cen a snížení inflačních očekávání. V současné době dle CBR převažují protiinflační rizika. Výhled letošní inflace CBR snížila na 3,2–3,7 % z původních 4,0–4,5 %, nicméně očekává její návrat k 4% cíli již v příštím roce. Výhled HDP na rok 2019 ruská centrální banka nezměnila (0,8–1,3 %). Svůj výhled HDP nezměnil ani říjnový CF; nový výhled inflace k prosinci 2019 CF revidoval o 0,4 p. b. směrem dolů, čímž je v souladu s prognózou CBR.



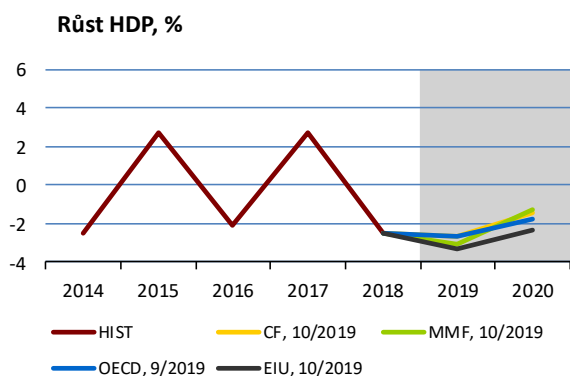
II.7 Výběr z rozvojových zemí

Argentina má za sebou zlomový měsíc. Volby vyhrál opoziční kandidát Justicialistické strany (PJ) A. Fernández s 48 % získaných hlasů. Méně úspěšný byl v dolní komoře parlamentu, kde většinu drží opozice. Argentinská centrální banka po výsledku presidentských voleb dramaticky zvýšila kapitálové restrikce. Nově lze směnit argentinské pesos v hodnotě pouhých 200 USD za měsíc na osobu z původních 10 000. Byla také snížena spodní hranice pro klíčovou sazbu o 5 p. b. na 63 %.

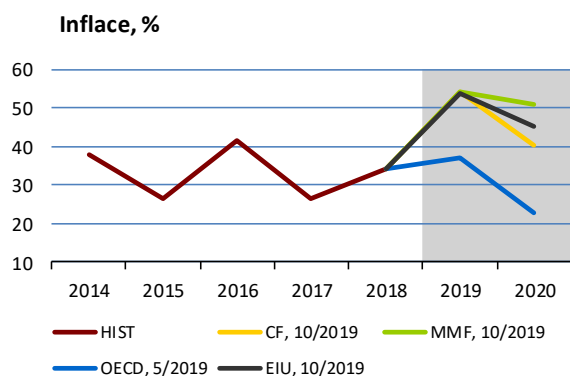
Nově zvolený prezident, který usedne do křesla 10. prosince, již signalizoval návrat zahraniční politiky k levicově zaměřeným vládám v regionu. Lze tedy očekávat bližší vztahy s Mexikem či Venezuelou a naopak větší napětí s Brazílií, která je největším obchodním partnerem. Nejisté je, jak se Argentina postaví ke spojení s USA. Americké firmy v Argentině významně investují. USA se také snaží limitovat čínský vliv v regionu a v neposlední řadě má v MMF unikátní právo veta nad většinou agendy, což se týká i záchranného balíčku pro Argentinu. Tudíž lze očekávat, že obě strany vyvinou snahu o spolupráci.

Fernández se také bude muset vypořádat s gigantickým dluhem a jeho splácením. Argentinu čeká splátka ve výši 5 mld. USD do konce tohoto roku. Zároveň se však argentinské rezervy významně zmenšují. Od srpnových primárek se rezervy snížily o 33 % na 43 mld. USD. Pouhá část z této sumy je však dostatečně likvidní (analytici oslovení Bloombergem odhadují tuto sumu na 12,5 mld. USD). Nevyhnutelné je také přehodnocení splácení argentinského dluhu. Začíná se mluvit o posunutí splátek na kratším konci (tzv. „reprofiling“). Ve výsledku to ale může posloužit jako záminka k získání času, aby se všichni zainteresovaní připravili na odepsání části argentinského dluhu (tzv. „haircut“). Implikovaná pravděpodobnost zastavení splácení dluhu pomocí argentinských pětiletých CDS činí 97 %.

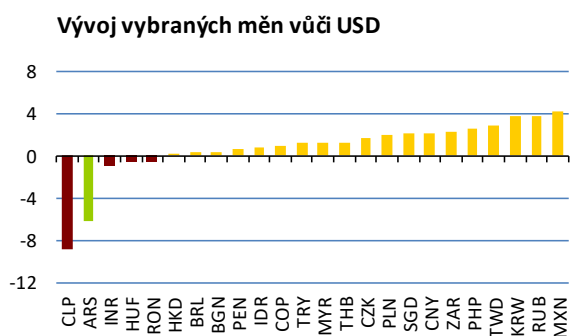
EIU i MMF očekávají pokles HDP o více než 3 % tento rok, zatímco CF odhaduje pokles o 2,7 %. Příští rok tyto instituce odhadují pokles mezi 1,2 % a 2,3 %. CF a EIU očekávají další oslabování měny v tomto i příštím roce až k 79 USD/ARS.



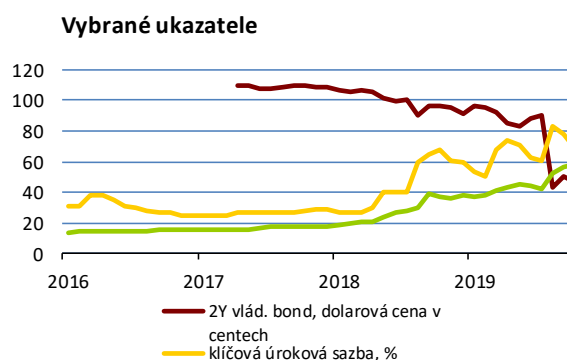
	CF	MMF	OECD	EIU
2019	-2,7	-3,1	-2,7	-3,3
2020	-1,4	-1,3	-1,8	-2,3



	CF	MMF	OECD	EIU
2019	54,4	54,4	37,0	53,7
2020	40,2	51,0	22,7	45,3



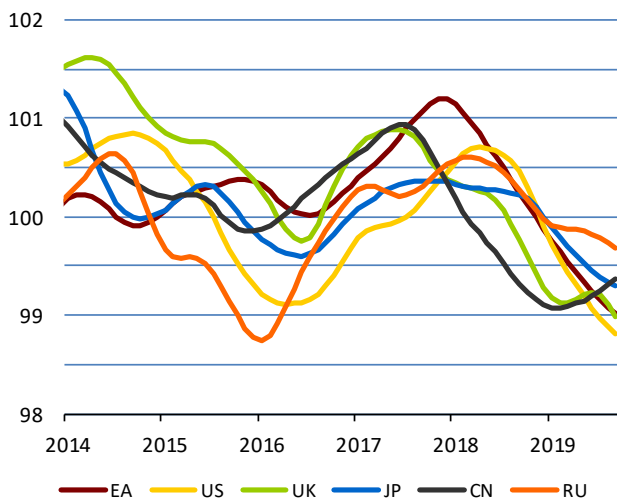
% změna mezi 1/9/2019 a 13/11/2019



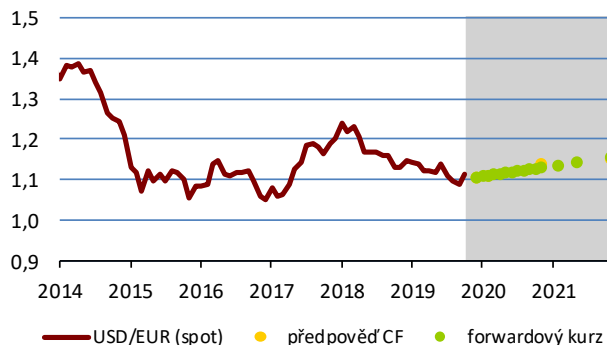
	2Y vládní bond, cena	úroková sazba, %	USD/ARS
8/2019	43,41	83,26	52,81
9/2019	49,83	78,37	56,61
10/2019	45,95	68,00	58,47

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

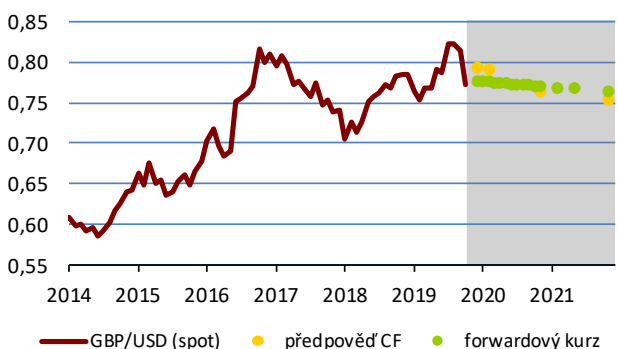


Americký dolar (USD/EUR)



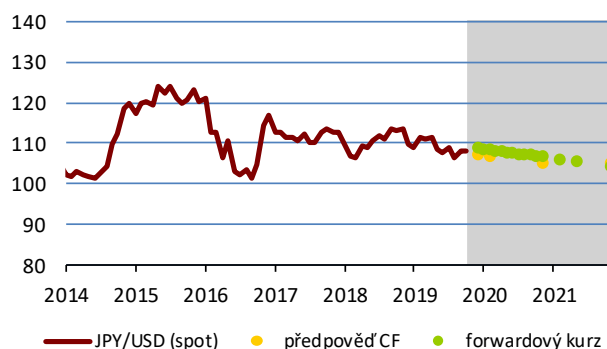
	11/11/19	12/19	2/20	11/20	11/21
spotový kurz	1,103				
předpověď CF		1,107	1,110	1,139	1,150
forwardový kurz		1,105	1,110	1,129	1,154

Britská libra (GBP/USD)



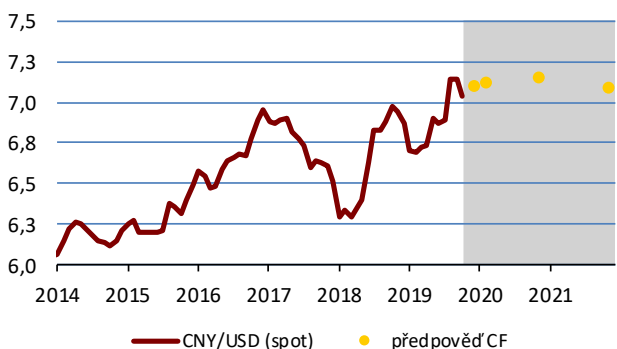
	11/11/19	12/19	2/20	11/20	11/21
spotový kurz	0,777				
předpověď CF		0,793	0,791	0,765	0,752
forwardový kurz		0,777	0,776	0,770	0,764

Japonský jen (JPY/USD)



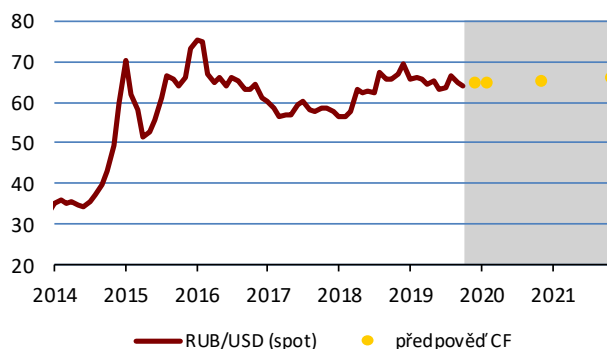
	11/11/19	12/19	2/20	11/20	11/21
spotový kurz	109,1				
předpověď CF		107,3	106,7	105,2	105,0
forwardový kurz		108,9	108,4	106,7	104,4

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	11/11/19	12/19	2/20	11/20	11/21
spotový kurz	7,007				
předpověď CF		7,095	7,121	7,156	7,091

Ruský rubl (RUB/USD)

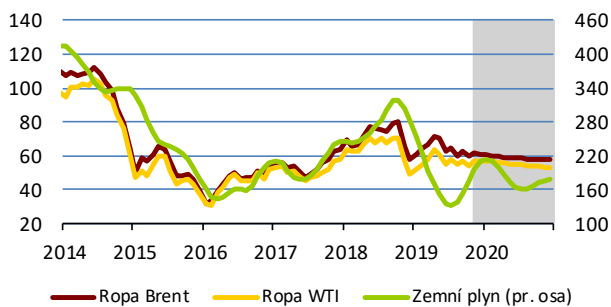


	11/11/19	12/19	2/20	11/20	11/21
spotový kurz	63,88				
předpověď CF		64,89	64,71	65,20	65,90

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.

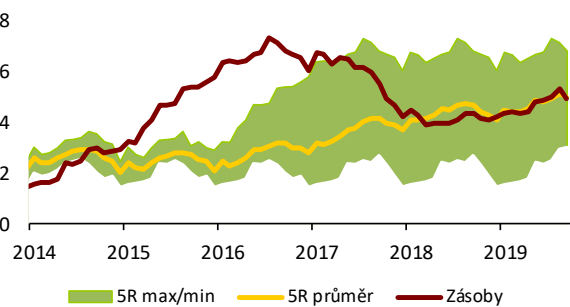
IV.1 Ropa

Cena ropy Brent se v prvních dvou říjnových dekádách udržovala pod hranicí 60 USD/barel, pak mírně vzrostla. Koncem září odezněly obavy z možné eskalace konfliktu v Perském zálivu, který by vedl k výpadku dodávek ropy. Sentiment na trhu tak začal být opět ovlivňován převážně slábnoucím výhledem globální ekonomiky. K poklesu zejména spotových cen ropy přispěl i prudký růst přepravních nákladů námořními supertankery, které zaznamenaly rekordní hodnoty v důsledku uvalení sankcí na čínské přepravní společnosti ze strany USA. Většímu poklesu cen ropy zabránilo jen poměrně rychlé oslabování dolaru v první polovině října. Koncem října se sentiment na trhu zlepšil díky částečnému pokroku v obchodních jednáních mezi USA a Čínou. Cena ropy Brent tak vzrostla mírně nad hranici 60 USD/barel, kde se pohybovala i v polovině listopadu. K tomu přispěl pokles přepravních nákladů, zvýšená poptávka rafinérií, které postupně ukončují období podzimní údržby a přecházejí na výrobu zimních produktů, a očekávání vyššího dovozu ropy do Číny poté, co tamní vláda schválila nové dovozní kvóty pro nezávislé rafinérie. Hedžové fondy začaly opět mírně navyšovat své čisté dlouhé pozice. Proti silnějšímu růstu cen ropy ale působilo posilování dolaru v první polovině listopadu. Analytici se zatím silně rozcházejí v názoru, zda je potřeba, aby OPEC+ na zasedání začátkem prosince dále snížil produkci. Někteří očekávají, že slábnoucí vrtná aktivita v USA bude mít za následek zpomalení růstu tamní břidlicové těžby. Tržní křivka cen budoucích dodávek ropy je poměrně silně klesající a pro příští dva roky implikuje průměrnou cenu ropy Brent cca 58,5, resp. 57 USD/barel. Listopadový CF naopak očekává, že cena ropy Brent se bude pohybovat zhruba na současné úrovni (na konci roku 2020 by měla činit cca 61 USD/barel).

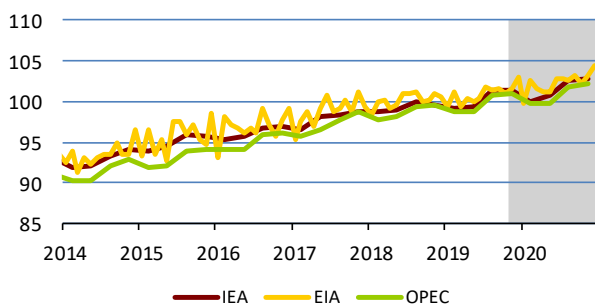
Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

	Brent	WTI	Plyn
2019	63,74 ↗	56,77 ↗	177,70 ↗
2020	58,64 ↗	54,82 ↗	180,08 ↗

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

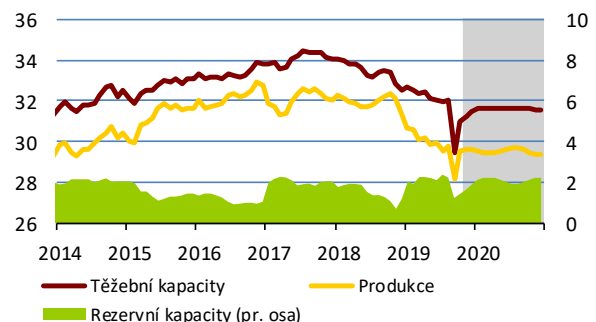


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2019	100,29 ↘	100,91 ↗	99,79 ↘
2020	101,52 ↘	102,28 ↗	100,87 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2019	29,81 ↘	31,77 ↘	1,97 ↗
2020	29,52 ↘	31,63 ↗	2,11 ↗

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.

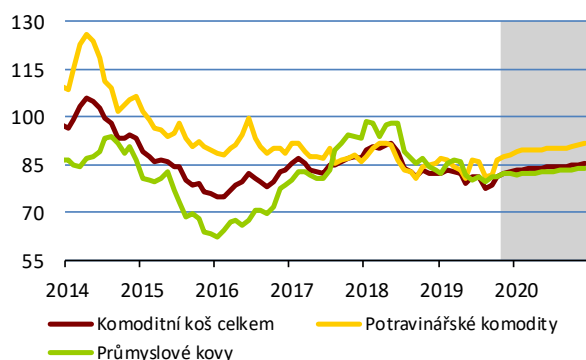
IV.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit v říjnu a v první polovině listopadu pokračoval v růstu zejména za přispění cen potravinářských komodit. Slabý růst se očekává i na výhledu.

Dílčí index cen potravinářských komodit se zvýšil zejména v říjnu. V první polovině listopadu se dostal na nejvyšší hodnotu od května 2018 a na výhledu by měl pokračovat v mírném růstu. Ceny pšenice, kukuřice, sóji a cukru prodloužily v první polovině října růst, započatý ve druhé polovině září, a od té doby setrvávají na zvýšených úrovních. Od druhé poloviny října rostla cena kávy. Ceny rýže a kakaa si udržují zisky ze září. V uplynulých dvou měsících rostla i cena hovězího masa, pouze cena veprového masa se již tři měsíce udržuje poblíž sezonního minima.

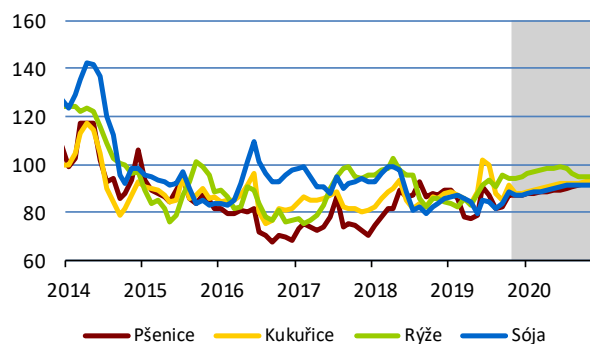
Dílčí index cen základních kovů v říjnu více méně stagnoval a v první polovině listopadu jen mírně vzrostl. I jeho výhled je nepatrně růstový. Ceny kovů byly podpořeny ve druhé polovině října nadějami na dosažení částečné obchodní dohody mezi USA a Čínou i lepšími zprávami ohledně růstu průmyslové produkce v Číně. Nicméně JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu vzrostl v říjnu jen nepatrně ze 49,7 na 49,8. Na zlepšený sentiment reagovala v říjnu růstem zejména cena mědi a zinku. Naopak cena niklu od září pozvolna klesá po předchozím prudkém růstu. Pokles cen železné rudy zesílil na začátku listopadu kvůli meziročně nižšímu dovozu do Číny. Naopak ceny uhlí byly podporovány silným meziročním růstem dovozu do Číny a tamním zvýšením produkce elektřiny z uhlí. Ceny zemního plynu v Evropě zaznamenaly v červenci nejnižší hodnoty od ledna 2003 a od té doby silně rostou kvůli omezení těžby v Nizozemsku. V poslední době je podporuje i chladnější počasí napříč Evropou a výpadky dodávek z Norska, a to i přes téměř plné zásobníky ve většině zemí EU.

Indexy cen neenergetických komodit



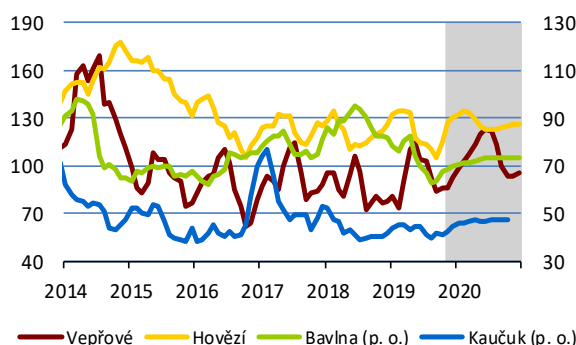
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	81,2 ↗	84,9 ↘	82,5 ↗
2020	84,3 ↗	90,2 ↘	82,9 ↗

Potravinářské komodity



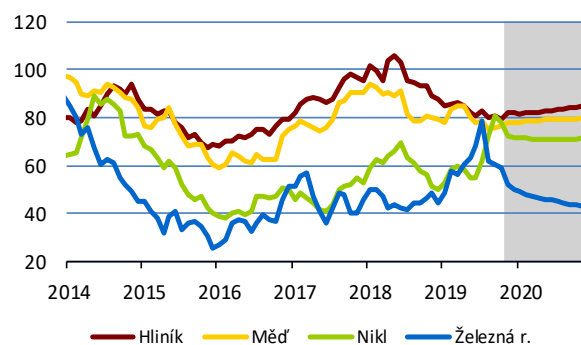
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	84,5 ↘	89,7 ↘	89,9 ↘	85,0 ↘
2020	90,2 ↘	91,7 ↘	96,9 ↘	90,2 ↘

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Veprové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	93,1 ↗	122,2 ↗	71,7 ↗	43,2 ↗
2020	106,9 ↘	126,9 ↗	72,6 ↗	46,8 ↗

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	82,7 ↗	79,3 ↗	64,7 ↘	59,8 ↘
2020	83,3 ↗	79,2 ↗	71,3 ↘	45,5 ↘

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.

Zpomalování ekonomického růstu v Číně a jeho dopad na komoditní trhy¹

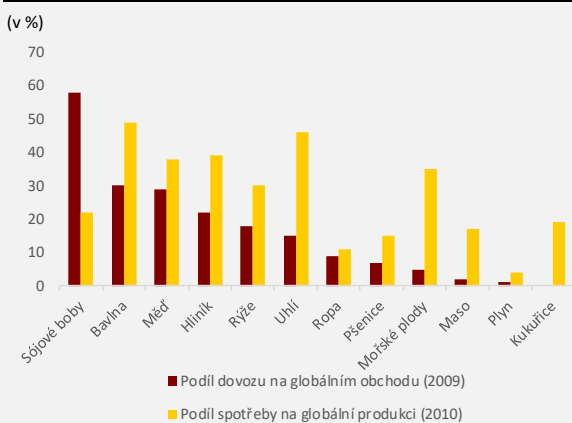
Po desetiletích silného ekonomického růstu, industrializace, urbanizace a růstu životní úrovně se Čína stala dominantním hráčem na komoditních trzích. Je největším světovým producentem, ale i spotřebitelem, celé řady komodit. I když je u většiny těchto komodit z velké části soběstačná, je přesto i velkým dovozcem jak zemědělských a některých energetických komodit, tak průmyslových kovů a surovin pro jejich produkci. Ekonomický vývoj v Číně je proto pozorně sledován a analyzován. Postupné zpomalování ekonomického růstu v Číně vyvolává u mnohých analytiků obavy a nejistotu, jak se tento vývoj může promítnout do cen na globálních komoditních trzích. Nicméně čínská poptávka po komoditách zůstává silná.

Úvod

Silný růst čínské ekonomiky byl po několika předchozích desetiletí tažen zejména investicemi do průmyslové výroby a stavebnictví. Tato odvětví jsou náročná na spotřebu energií a průmyslových kovů. I když je Čína u většiny těchto komodit z velké části soběstačná, silný ekonomický růst, doprovázený růstem vývozu, měl za následek i silně rostoucí objemy dovozu mnoha surovin. Čína se tak stala dominantním hráčem na komoditních trzích (Graf 1).

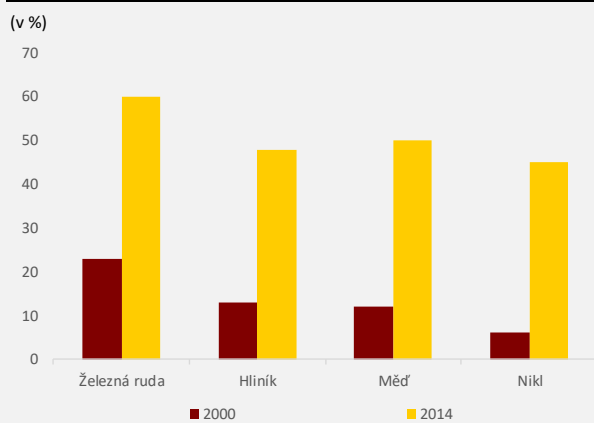
Podíl Číny na celosvětové spotřebě komodit a mezinárodním obchodu s komoditami se rychle zvyšoval zejména mezi roky 2000 až 2008 (Graf 2). V té době se silně zvýšila dynamika zpracovatelského průmyslu a stavebnictví (Graf 3) a rostla i komoditní náročnost čínského zpracovatelského průmyslu.

Graf 1 – Podíl Číny na globální spotřebě a dovozu surovin



Zdroj: Roache (2012)

Graf 2 – Podíl Číny na globální spotřebě kovů



Zdroj: Kang (2015)

V roce 2011 se stala Čína i největším spotřebitelem primárních energií, když na prvním místě nahradila Spojené státy. Největší podíl na spotřebě energií má stále uhlí, jehož spotřebu Čína pokrývá převážně z vlastních zdrojů. Díky snaze vlády o přechod k energiím šetrnějším k životnímu prostředí, by se však měl podíl uhlí snižovat ve prospěch zemního plynu. Proto v poslední době silně roste dovoz zemního plynu, a to jak v plynné fázi (plynovody ze sousedních zemí), tak ve zkapalněné podobě (LNG dovážený speciálními tankery na pobřeží poblíž velkých měst).

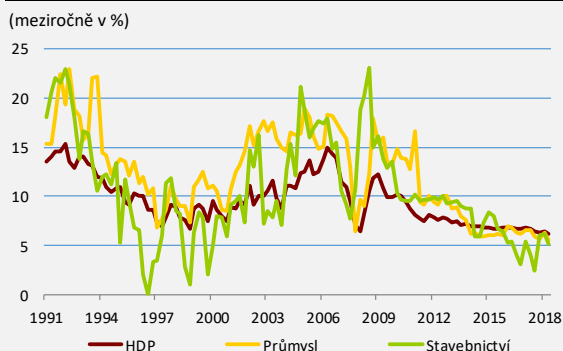
Existují studie, které podporují hypotézu, že dynamika ekonomického růstu, resp. růstu průmyslové výroby v Číně ovlivňuje cenovou dynamiku na globálních komoditních trzích. Např. Klotz a kol. (2014) dochází k závěru, že globální ceny energetických surovin a průmyslových kovů reagují růstem na zrychlování ekonomické aktivity v Číně. Navíc ceny zemědělských a energetických komodit „přestřelují“ své rovnovážné úrovně v reakci na pokles reálných úrokových sazeb v Číně. Podobně Roache (2012) usuzuje na základě redukované formy VAR modelu, že šok do reálné aktivity čínského průmyslu má statisticky významný dopad na ceny ropy a mědi. Na ceny ostatních komodit je vliv menší. Tato studie je však zajímavá i z jiného hlediska. Roache (2012) popisuje empiricky ověřenou hypotézu, že země, která bohatne, urychluje v počáteční fázi spotřebu komodit, později se však tato spotřeba na vyšší úrovni stabilizuje – tzv. „S-křivka“. Současný vývoj v Číně do tohoto schématu velice dobře zapadá (Graf 4). V neposlední řadě uvedená studie dochází k na první pohled překvapivému závěru, že poptávkové šoky,

¹ Autorem je Jan Hošek. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

kteří nemají vazbu na agregátní ekonomickou aktivitu a jsou specifické pro jednotlivé komodity, ceny na komoditních trzích neovlivňují.

Zmíněné studie se zaměřují především na období silného růstu čínské ekonomiky a průmyslu, charakteristické zároveň silným růstem cen na komoditních trzích. My se v tomto příspěvku věnujeme i následujícímu období, ve kterém dochází v Číně zhruba od roku 2010 ke značnému zpomalení růstu průmyslové a stavební produkce, jakož i reálného HDP (Graf 3).

Graf 3 – Růst HDP, průmyslové produkce a stavebnictví



Zdroj: Refinitiv Datastream, Čínský národní statistický úřad
Pozn.: HDP v konstantních cenách roku 2015

u některých analytiků obavy a nejistotu, jaký bude mít tento vývoj dopad na komoditní trhy.

Vývoj čínské ekonomiky

I když dynamika hospodářského růstu v Číně od roku 2011 setrvale klesá, přírůstky HDP jsou díky rostoucí základně stále vyšší (Graf 4). Teprve od roku 2018 začínají reálné přírůstky HDP vykazovat stagnaci (na velmi vysokých úrovních), zatím však nikoliv pokles. Z tohoto hlediska tedy není zpomalování dynamiky hospodářského růstu v Číně nijak alarmující, a to i přes fakt, že růst čínské ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2019 byl nejnižší minimálně od začátku 90. let (tedy i nižší než v období finanční krize v roce 2009).

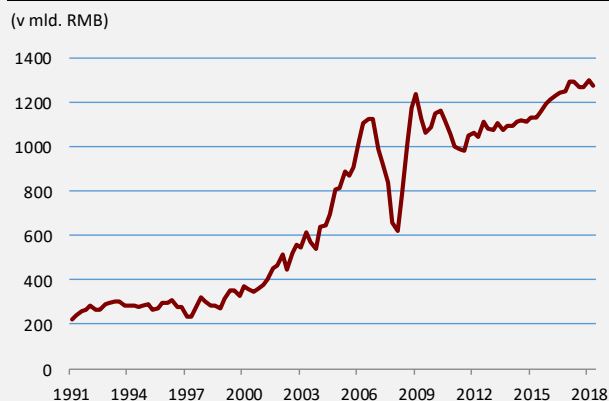
V posledním období čínská ekonomika

prochází strukturálními změnami. Ekonomický růst byl po několik dekád tažen především investicemi do průmyslové a stavební produkce. Podíl investic na HDP se tak trendově zvyšoval na úkor spotřeby domácností (Graf 5). Z grafu je rovněž vidět, že s rostoucím podílem investic se rychle zvyšovala i exportní schopnost čínské ekonomiky, ale zároveň i její dovozní náročnost. Zejména s nástupem prezidenta Xi Jinpinga v roce 2013 však začal být upřednostňován tzv. „růst ke kvalitě“ před „růstem ke kvantitě“,

V současné době růst čínské ekonomiky zaznamenává nejnižší hodnoty za několik dekád.

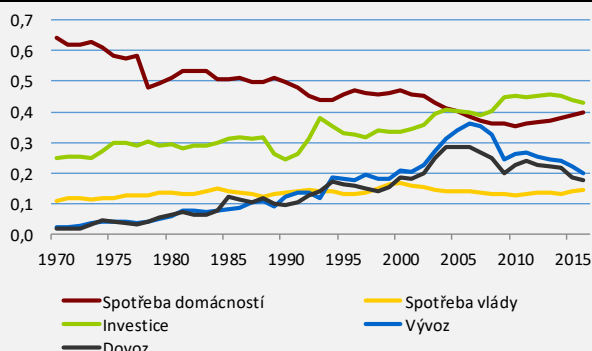
I když vládní statistiky bývají občas zpochybňovány, v poslední dekádě je pozvolné zpomalování čínské ekonomiky neoddiskutovatelným faktem. Po celosvětové finanční krizi v roce 2009 přestal být pro čínskou vládu prioritou rostoucí vývoz, což se odrazilo na poklesu tempa růstu tamního průmyslu. Zároveň finanční krize odhalila i zranitelnost čínské ekonomiky, plynoucí z přehřátého trhu s nemovitostmi, na což reagovalo snížením dynamiky stavebnictví. Reálný růst čínské ekonomiky tak v současnosti zaznamenává nejslabší hodnoty minimálně od začátku 90. let (od kdy jsou dostupná data ve čtvrtletní frekvenci). To vyvolává

Graf 4 – Čtvrtletní přírůstky čínského HDP



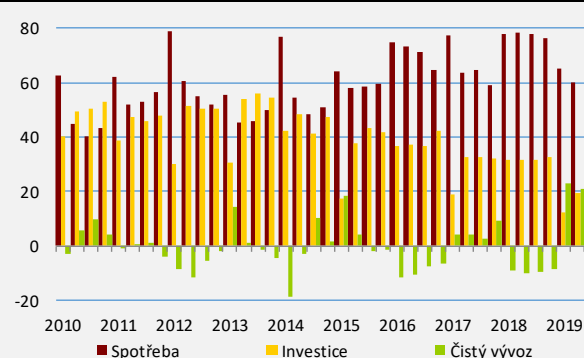
Zdroj: Refinitiv Datastream, Čínský národní statistický úřad
Pozn.: Přírůstky ve stálých cenách roku 2015, sezonně očištěno

Graf 5 – Podíl jednotlivých složek v čínském HDP



Zdroj: OECD, Refinitiv Datastream
Pozn.: HDP v běžných cenách

Graf 6 – Podíl jednotlivých složek v růstu čínského HDP



Zdroj: Refinitiv Datastream, Čínský národní statistický úřad
Pozn.: HDP ve stálých cenách roku 2015, sezonně očištěno

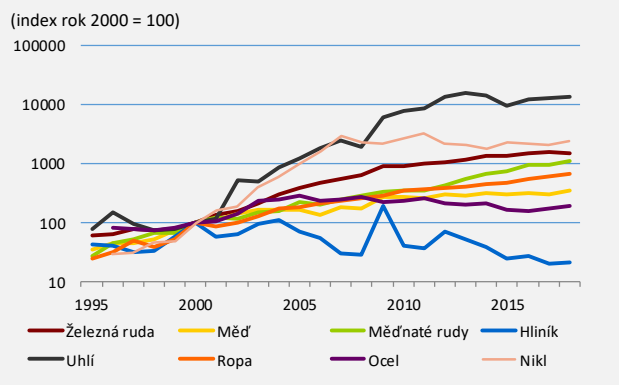
k čemuž jsou směřovány masivní strukturální reformy. Silný růst disponibilních příjmů umožňuje postupné zvyšování podílu domácí spotřeby (mj. kvalitních potravin a služeb) na hrubém domácím produktu i na jeho růstu, zatímco růst podílu investic se zastavil a jeho příspěvek k růstu HDP se snížil (Graf 6). Zajímavý je i fakt, že od celosvětové finanční krize v roce 2009 silně klesl podíl vývozu i dovozu na čínském HDP.

Dovoz vybraných průmyslových a energetických komodit do Číny

Zhruba od roku 2000 došlo v souvislosti se silným růstem průmyslové výroby, stavební produkce a vývozu k silnému růstu dovozu u většiny průmyslových a energetických komodit. Tento růst je

zachycen na Grafu 7. (Vzhledem k tomu, že u některých komodit došlo k růstu dovozu v řádu i tisíců procent, má graf na svislé ose logaritmické měřítko.) Dříve či později se však tento růst u většiny komodit zpomalil nebo úplně zastavil. (Proti uvedenému vývoji šel pouze dovoz hliníku, který trendově klesal.) Nejprve se zastavil růst dovozu zpracovaných kovů (v pořadí ocel, nikl a měď) s tím, jak Čína zvyšovala jejich domácí produkci. V posledních několika letech se pak stabilizoval i dovoz rud k jejich výrobě. Těžký průmysl kladl značné nároky na energie, k jejichž výrobě je využíváno převážně uhlí. I přes značnou soběstačnost tak raketově rostl i dovoz této komodity², nicméně i v tomto případě nakonec došlo k jeho stabilizaci. V růstu tak v současné době pokračuje z uvedených průmyslových komodit prakticky jen dovoz ropy a zemního plynu.

Graf 7 – Objem dovozu vybraných komodit do Číny



Zdroj: Čínská přeshraniční statistika, Refinitiv Datastream

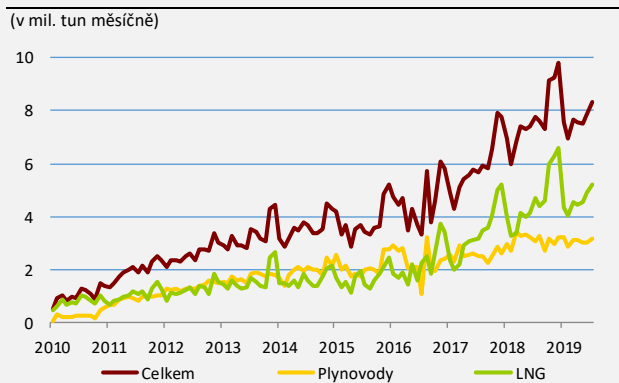
Dovoz zemního plynu do Číny

I když uhlí má na energetickém mixu Číny nadále většinový podíl, čínská vláda se snaží nahrazovat uhlí stále více zemním plynem.

domácností produkuje při stejné energetické vydatnosti méně prachu a oxidu uhličitého. Trend zvyšujícího se dovozu této komodity ukazuje Graf 8. Dovoz potrubního plynu (tedy v plynné fázi) je limitován stavbou nových plynovodů ze sousedních zemí, zejména Ruska. Část spotřeby pokrývá Čína i vlastní těžbou. V poslední době pak roste závratným tempem dovoz zkapalněného zemního plynu (LNG). Čína využívá toho, že v současné době je na trhu s LNG přebytek s tím, jak rostou investice do jeho produkce zejména v USA, ale i v Rusku a Kataru. Dovoz LNG je přitom investičně relativně nenáročný a spočívá pouze ve výstavbě zplyňovacích terminálů na pobřeží, které se připojují k domácí infrastruktuře rozvodu zemního plynu. LNG má oproti přeshraničním plynovodům nezanedbatelnou výhodu, že dovozní terminály mohou být v blízkosti hustě zalidněných oblastí a plyn tak není potřeba přivádět do vnitřní sítě dálkovými plynovody.

Ten při výrobě elektřiny, v průmyslu a při vytápění

Graf 8 – Dovoz zemního plynu do Číny



Zdroj: Čínská přeshraniční statistika, Refinitiv Datastream

Při dovozu LNG Čína využívá v menší míře dlouhodobé kontrakty, velkou část dováženého objemu nakupuje na spotovém trhu. Toto specifické chování ji odlišuje od většiny ostatních dovozců LNG. Na jedné straně je toto chování vynuceno faktem, že Čína nemá ještě dostatečné skladovací kapacity, aby z nich mohla plně vyrovnávat sezonní výkyvy ve spotřebě plynu, jelikož dovoz na základě dlouhodobých kontraktů bývá převážně rovnoměrný. Na druhé straně tak může kromě vykrývání špiček sezonní spotřeby i pružně využívat cenových výkyvů na spotovém trhu.

Trend růstu spotřeby zemního plynu v Číně i trend zvyšování jeho dovozu bude s velkou pravděpodobností pokračovat i v budoucnosti. Změna struktury čínské ekonomiky bude tyto trendy (na rozdíl od průmyslových kovů) spíše podporovat, neboť s vyšší životní úrovní si stále větší procento populace bude moct dovolit komfortnější plynové vytápění, poroste i spotřeba elektřiny na hlavu, při jejíž

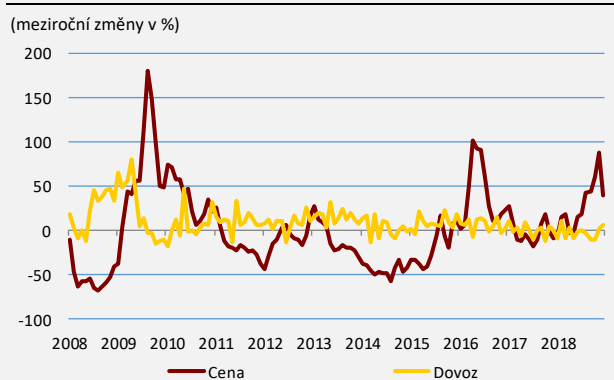
² Na dovoz uhlí měly značný vliv i administrativní zásahy. Čínská vláda ve snaze o omezení negativních dopadů na životní prostředí omezovala v některých obdobích domácí těžbu uhlí. To způsobovalo růst cen na světových trzích a vedlo následně k opětovnému zmírnění regulace.

výrobě se bude plyn stále více uplatňovat. Nutno však podotknout, že v poslední době jsou LNG a ropa využívány i k politickým účelům v rámci obchodní války s USA. To má za následek snižování dovozu z USA (kvůli hrozbě, či faktickému uvalení cel na dovoz těchto komodit ze Spojených států). Obchodní válka v tomto smyslu však ovlivňuje spíše globální obchodní toky, nikoliv objemy dovážené do Číny.

Dopad uvedeného ekonomického vývoje na komoditní trhy

Souvislost mezi ekonomickým vývojem v Číně, tamním dovozem komodit a cenami na komoditních trzích se všeobecně předpokládá, je ale těžko prokazatelná. Jak již bylo řečeno, Čína je u většiny průmyslových a energetických komodit do značné míry soběstačná³. Přesto případné dovozy mohou představovat nezanedbatelný objem relativně k celkovému globálnímu obchodu s danou komoditou. Zatímco ve většině případů zvýšený dovoz určité komodity do Číny vyvolává na komoditním trhu standardní odezvu, tedy růst ceny (a naopak), jsou i období, kdy je korelace mezi růsty těchto veličin negativní (např. u železné rudy mezi roky 2008 až 2010, Graf 9). Stejně jako Roache (2012) se přikláníme k názoru, že je to způsobeno řízeným budováním strategických rezerv. Dovoz pro tyto rezervy se v případě Číny zvyšuje typicky v období výrazného (exogenního) poklesu cen komodit a naopak. Je zde tedy opačná kauzalita než ve zbytku období. A jelikož v těchto nestandardních případech jsou cenové pohyby i změny dovozu výraznější než ve zbytku času, může vycházet celková korelace mezi změnami cen komodit a dovozu negativní. Na základě jednoduché korelační analýzy tak nelze kvantifikovat, jaký dopad bude mít zpomalení růstu čínského průmyslu na komoditní trhy⁴. Bylo by potřeba specifikovat dynamický model, který by bral v úvahu specifické chování čínského dovozu a budování zásob. To je však za hranicemi možností tohoto článku. Navíc s tím, jak čínské zásoby u jednotlivých komodit postupně dosahují žádaných hodnot, toto specifické chování dovozu postupně odeznívá.

Graf 9 – Vývoj ceny a objemu dovozu železné rudy do Číny



Zdroj: Čínská přeshraniční statistika (China Customs), Refinitiv Datastream, Bloomberg

Větší dopad na ceny komodit a vnější poptávku Číny bude mít výše uvedená změna struktury ekonomiky, než pozvolný pokles dynamiky čínského HDP. Pro spotřebu a dovoz průmyslových a energetických komodit je důležitý především vývoj průmyslové produkce. U uhlí, železné rudy a mědi pak i dynamika stavební produkce. Poptávkové šoky do těchto odvětví mají spíše rychlý a krátkodobý dopad na ceny komodit, stejně jako hospodářská politika, která ovlivňuje úroveň a dynamiku budování strategických rezerv a obchodní vztahy. Strukturální změny však vedou ke změně skladby spotřeby komodit a mají tak trvalejší vliv. Růst čínské poptávky po komoditách se v důsledku strukturálních reforem přesouvá od spotřeby kovů a uhlí ke spotřebě potravin a energií ve formě pohonných hmot a vytápění domácností. S růstem životní úrovně a disponibilních příjmů obyvatel lze totiž očekávat i rychlý růst osobní automobilové dopravy, kvality bydlení, spotřeby obilnin, masa a mléčných výrobků. Přesto i u průmyslových komodit zůstane poptávka na vysoké úrovni, takže zpomalující růst čínské ekonomiky by neměl vést k žádným dramatickým propadům cen na světových komoditních trzích.

Závěr

I když růst čínské ekonomiky postupně zpomaluje, přírůstky HDP zůstanou nadále impozantní.⁵ Důležitější však je, že od vypuknutí celosvětové finanční krize se značně mění struktura hrubého domácího produktu. Značně se snížil podíl vývozu i dovozu na celkovém HDP a došlo k zastavení do té doby trendově rostoucího podílu investic. Přesto investice zatím tvoří největší položku, přes 40 % hrubého domácího produktu. Naopak podíl spotřeby domácností se po několika dekádách trendového poklesu obrátil k růstu a domácí spotřeba tak bude hlavním motorem budoucího růstu ekonomiky.

Globální trhy průmyslových komodit jsou však ovlivňovány spíše vývojem průmyslové a stavební produkce v Číně. Dynamika průmyslové produkce je již po několik let tlumena probíhajícími strukturálními změnami čínské ekonomiky a klesla z předchozích dvouciferných hodnot na nižší jednociferné. Zároveň se

³ Kromě domácích zdrojů se Čína snaží prostřednictvím masivních investic získat přednostní přístup i ke zdrojům v jiných zemích, zejména v Africe.

⁴ Korelace mezi měsíčním objemem dovozu do Číny a cenou dané komodity je sice u většiny komodit vysoká a kladná, z toho ale nelze vyvozovat silný závěr. Tento vztah sice naznačuje, že při vyšším dovozu do Číny je cena komodity vyšší, ale takto silná pozitivní korelace může být způsobena společným růstovým trendem. U meziměsíční dynamiky již korelace většinou mizí a u meziročních změn se dostávají korelace (z výše uvedených důvodů) dokonce do významně záporných hodnot.

⁵ Např. v roce 2018, kdy průměrný reálný růst čínského HDP činil „pouze“ 6,6 %, byl reálný přírůstek HDP o 17 % vyšší, než v roce 2007, kdy tamní reálná ekonomika rostla tempem 14,2 %.

snížilo i tempo růstu stavební produkce s tím, jak se vláda v reakci na celosvětovou finanční krizi snažila vrátit do rovnováhy čínský trh nemovitostí. V důsledku tohoto vývoje docházelo v minulých letech ke slábnutí a posléze k zastavování růstu dovozních objemů kovů, rud pro jejich produkci a uhlí. Tomuto vývoji se již komoditní trhy přizpůsobily. Čína však i v budoucnosti zůstane dominantním hráčem na komoditních trzích a dovážené objemy zůstanou nadále vysoké. Ani přes oslabování dynamiky hospodářského růstu nelze tedy čekat z tohoto důvodu výraznější propad světových cen průmyslových komodit. Rizikem však může být pokračující obchodní válka mezi USA a Čínou, která již dopadá na objem mezinárodního obchodu.

V důsledku rostoucí životní úrovně a disponibilních příjmů obyvatel lze očekávat pokračující růst poptávky a dovozu pro uspokojování soukromé spotřeby. Rozvoj osobní automobilové dopravy bude nadále podporovat růst dovozu ropy, a to převážně v její surové podobě, neboť produkce pohonných hmot bude zajištěna dostatečnou kapacitou domácích rafinérií. S růstem životní úrovně se mění stravovací návyky, což povede k vyšší poptávce po kvalitnějších potravinách. To bude mít pravděpodobně za následek růst dovozu obilnin, masa a mléčných výrobků a potažmo růst cen těchto komodit na světových trzích.

Silný růst poptávky a tedy i dovozu lze očekávat u zemního plynu. Jeho spotřebu budou zvyšovat jednak nároky na kvalitu a komfort bydlení ze strany bohatnoucích obyvatel, jednak snaha vlády o zlepšení kvality životního prostředí. Za tímto účelem by měl zemní plyn (který při spalování produkuje méně škodlivých emisí) postupně nahrazovat uhlí při výrobě elektřiny, v průmyslu i při vytápění domácností.

Zdroje

Kang, K. (2015): *Recent Developments in China and Implications for the Euro Area*, European Commission Experts Meeting, October 13, 2015

Klotz, P., Lin, T.C. a S.H. Hsu (2014): *Global commodity prices, economic activity and monetary policy: The relevance of China*, Resources Policy 42 (2014) 1–9, December 2014, https://www.researchgate.net/publication/265644836_Global_commodity_prices_economic_activity_and_monetary_policy_The_relevance_of_China

Roache, S. (2012): *China's Impact on World Commodity Markets*, IMF Working Papers 2012/115, May 2012, <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF001/12793-9781475503364/12793-9781475503364/12793-9781475503364.xml?rskey=txCbF2&result=3>

Klíčová slova

Čína, hospodářský růst, strukturální změny, ceny komodit

JEL Klasifikace

N65, O14, Q02, Q41, Q48,

A1. Změna predikcí pro rok 2019

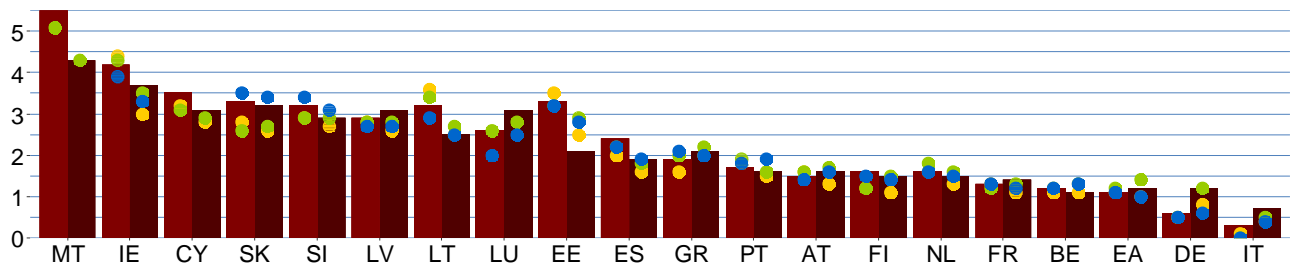
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	2019/11	-0,1	2019/10	0	2019/11	-0,1	2019/10
		2019/10		2019/7		2019/10	-0,7	2018/11
US	0	2019/11	-0,2	2019/10	0	2019/11	-0,2	2019/10
		2019/10		2019/7		2019/10	-0,7	2018/11
UK	+0,1	2019/11	-0,1	2019/10	0	2019/11	0	2019/10
	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

A2. Změna predikcí pro rok 2020

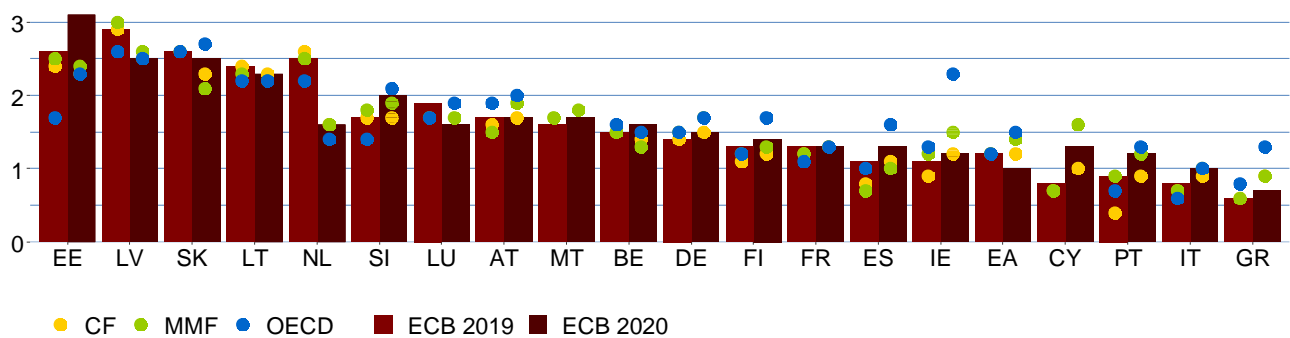
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	2019/11	-0,2	2019/10	0	2019/11	-0,2	2019/10
		2019/10		2019/7		2019/10	-0,4	2018/11
US	0	2019/11	+0,2	2019/10	-0,1	2019/11	-0,4	2019/10
		2019/10		2019/7		2019/10	-0,3	2018/11
UK	+0,1	2019/11	0	2019/10	-0,2	2019/11	-0,1	2019/10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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



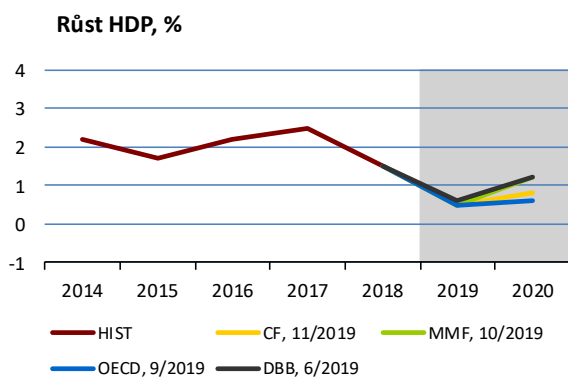
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



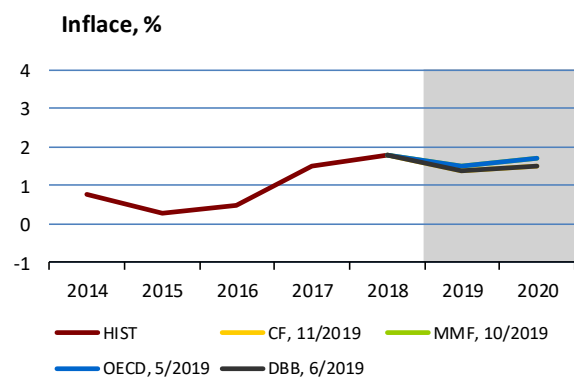
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

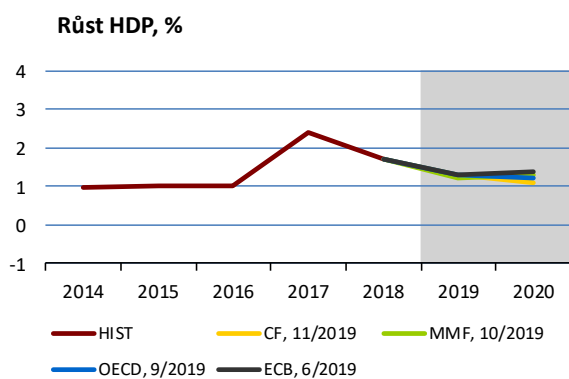


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	0,5 →	0,5 →	0,5	0,6
2020	0,8 →	1,2 →	0,6	1,2

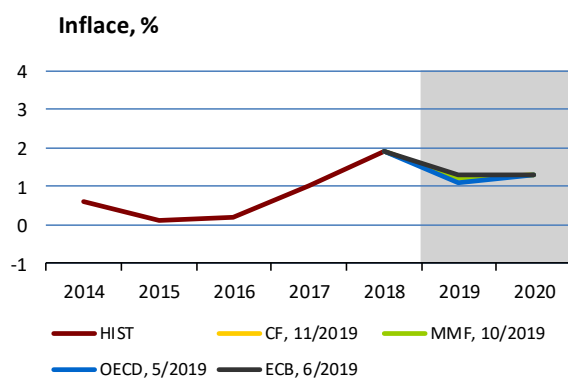


	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,4 →	1,5 →	1,5	1,4
2020	1,5 →	1,7 →	1,7	1,5

Francie

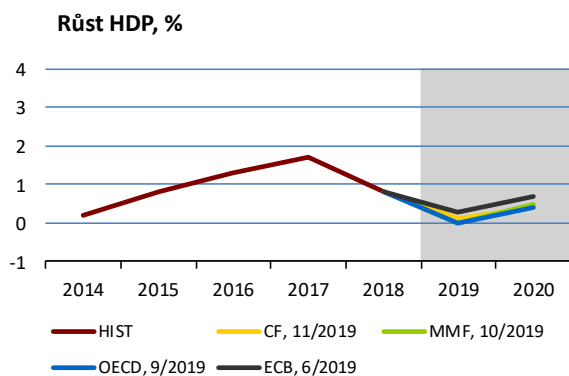


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,3 →	1,2 ↘	1,3	1,3
2020	1,1 ↘	1,3 ↘	1,2	1,4

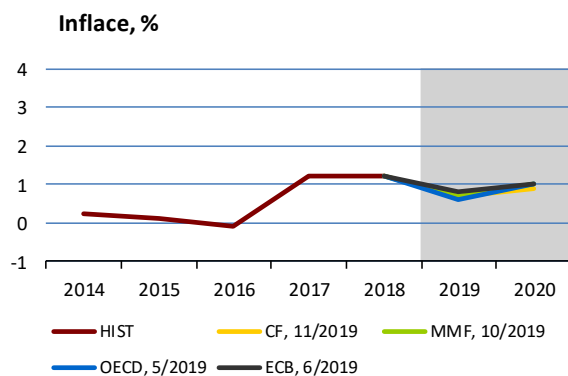


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,2 →	1,2 ↘	1,1	1,3
2020	1,3 →	1,3 ↘	1,3	1,3

Itálie

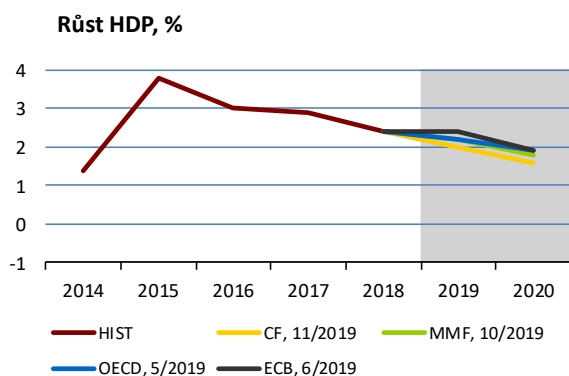


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,1 →	0,0 ↘	0,0	0,3
2020	0,4 →	0,5 ↘	0,4	0,7

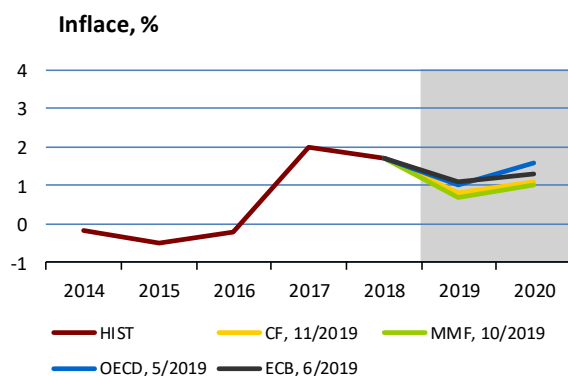


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,7 →	0,7 ↘	0,6	0,8
2020	0,9 ↘	1,0 ↘	1,0	1,0

Španělsko

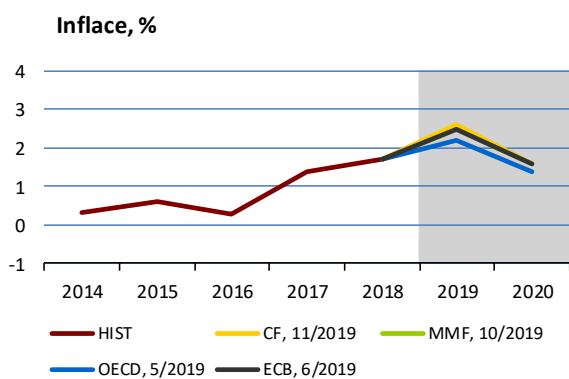
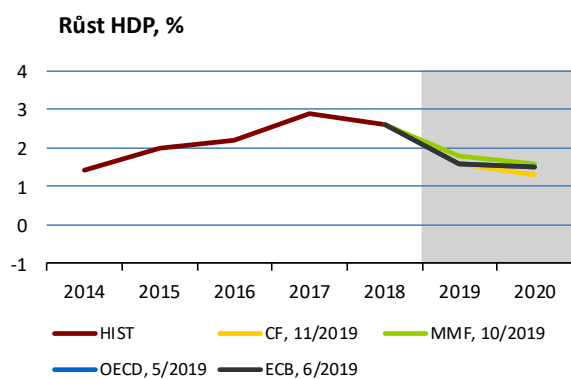


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,0 ↘	2,2 ↘	2,2	2,4
2020	1,6 ↘	1,8 ↘	1,9	1,9



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

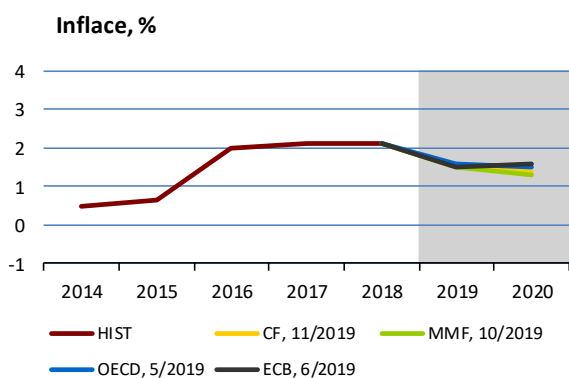
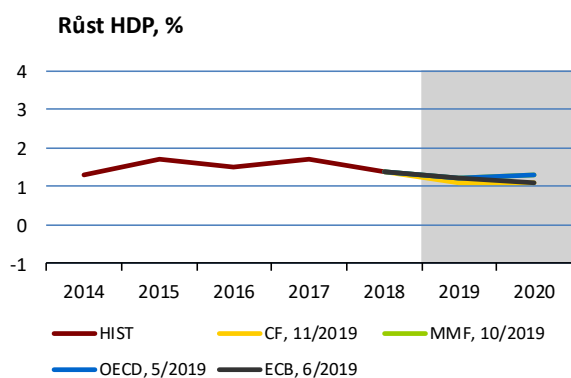
Nizozemsko



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

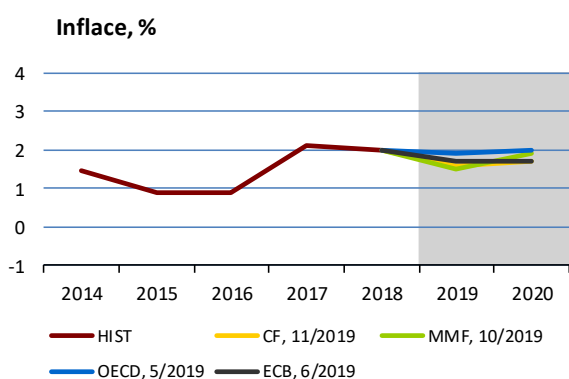
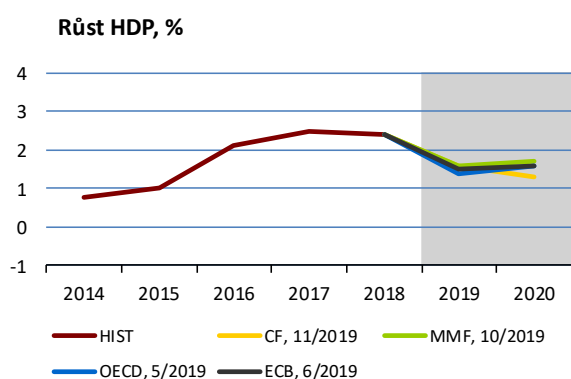
Belgie



	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

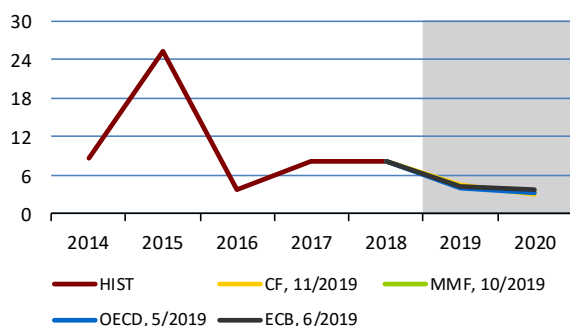


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,6	1,6	1,4	1,5
2020	1,3	1,7	1,6	1,6

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

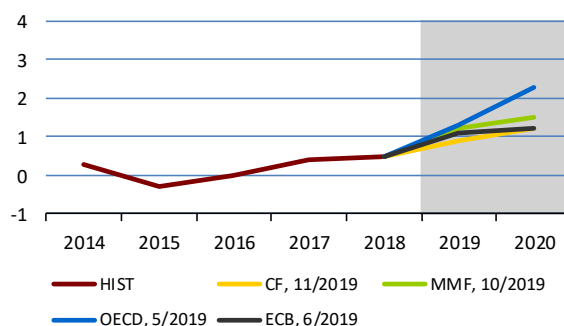
Irsko

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	4,4 →	4,3 ↗	3,9	4,2
2020	3,0 ↗	3,5 ↗	3,3	3,7

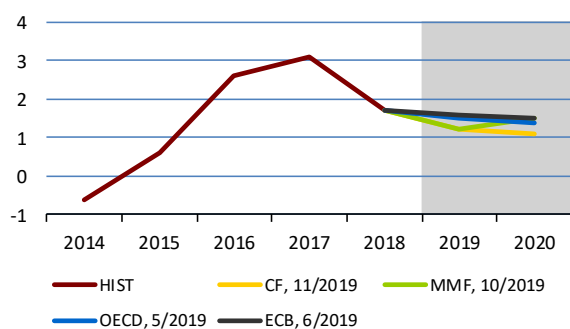
Inflace, %



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

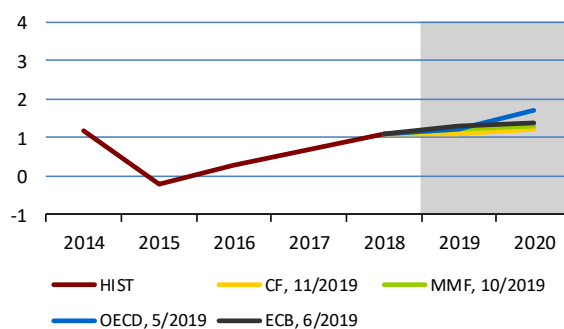
Finsko

Růst HDP, %



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

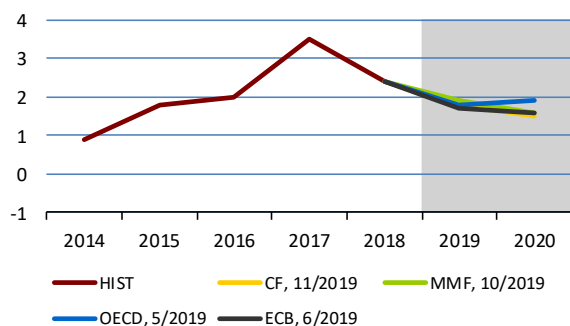
Inflace, %



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

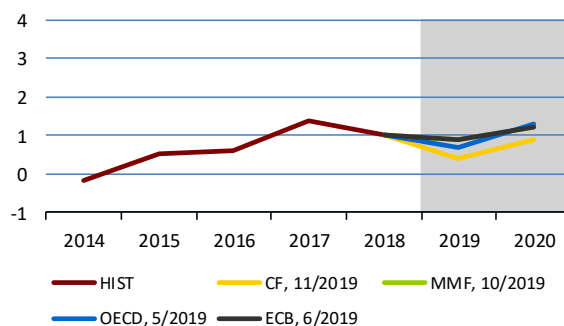
Portugalsko

Růst HDP, %



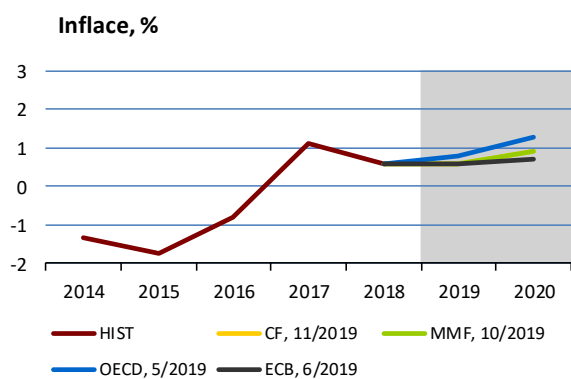
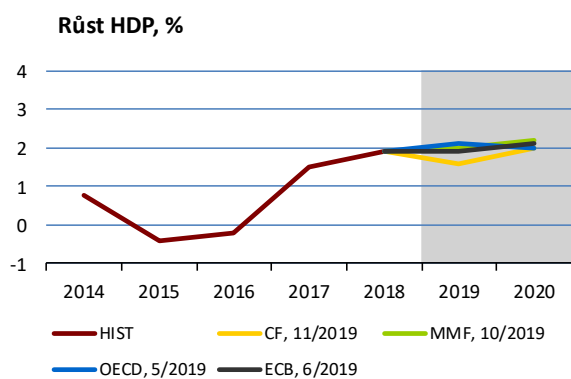
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,8 →	1,9 ↗	1,8	1,7
2020	1,5 ↗	1,6 ↗	1,9	1,6

Inflace, %

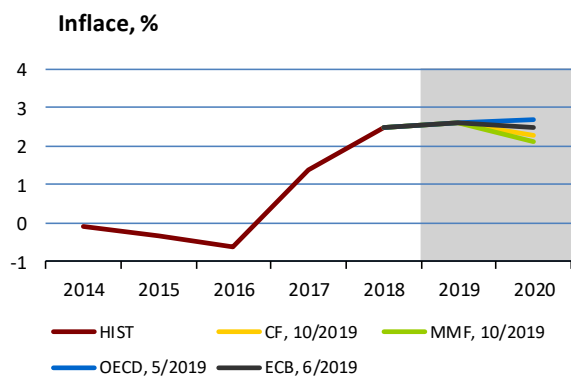
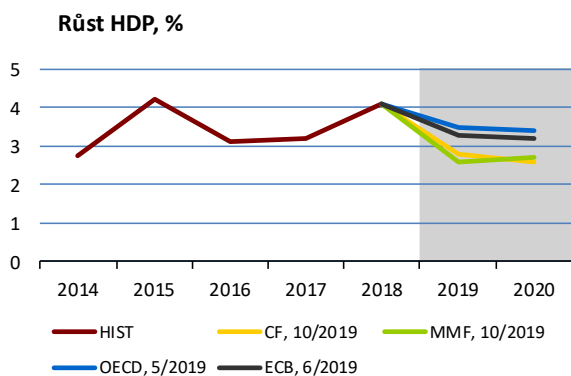


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	0,4 →	0,9 ↗	0,7	0,9
2020	0,9 ↗	1,2 ↗	1,3	1,2

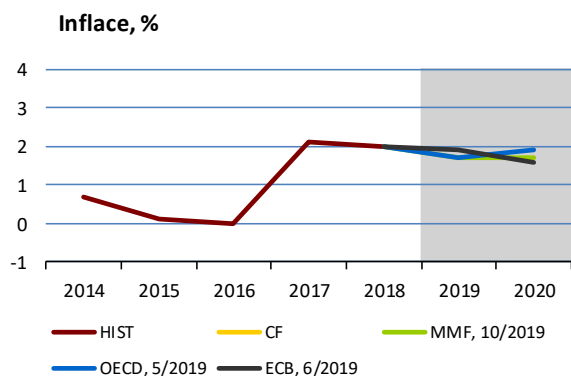
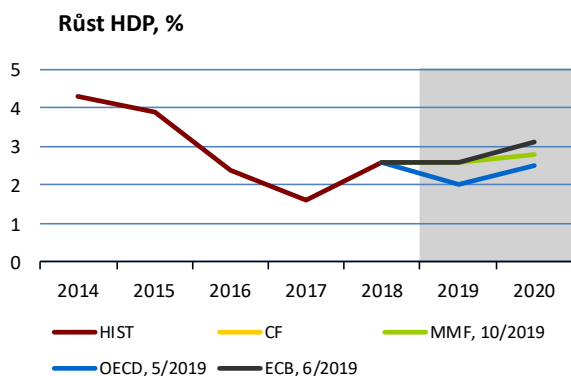
Řecko



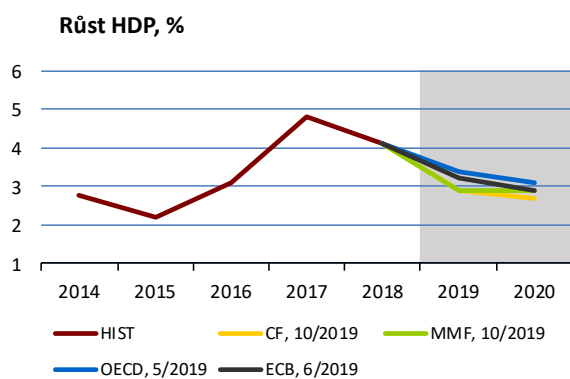
Slovensko



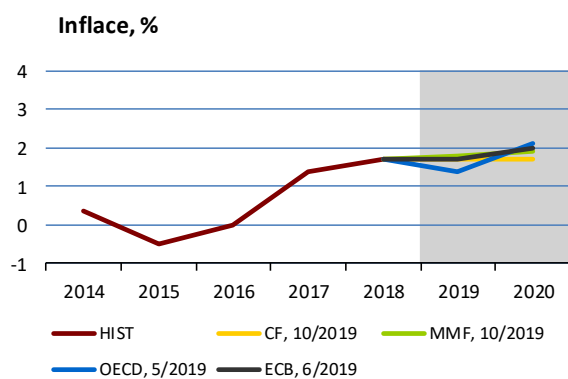
Lucembursko



Slovensko

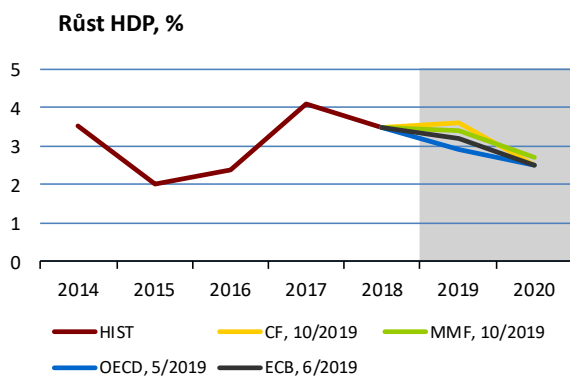


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,9	2,9	3,4	3,2
2020	2,7	2,9	3,1	2,9

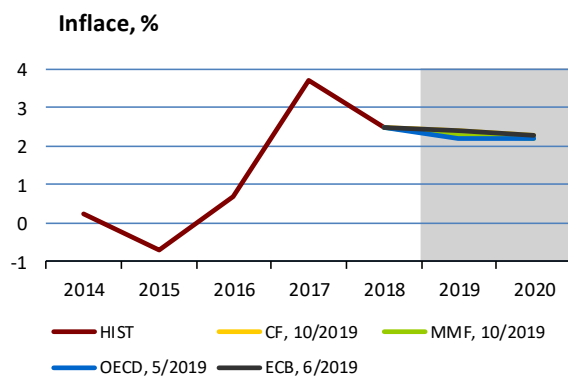


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,7	1,8	1,4	1,7
2020	1,7	1,9	2,1	2,0

Litva

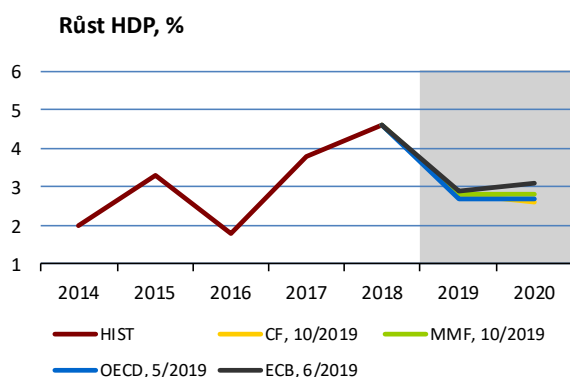


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	3,6	3,4	2,9	3,2
2020	2,5	2,7	2,5	2,5

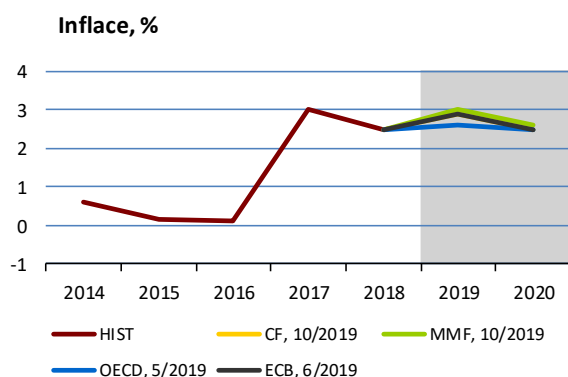


	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,4	2,3	2,2	2,4
2020	2,3	2,2	2,2	2,3

Lotyšsko



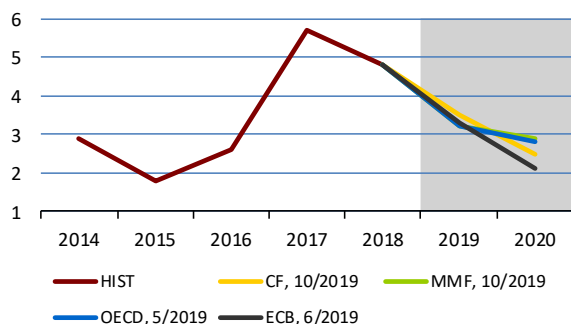
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	2,8	2,8	2,7	2,9
2020	2,6	2,8	2,7	3,1



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

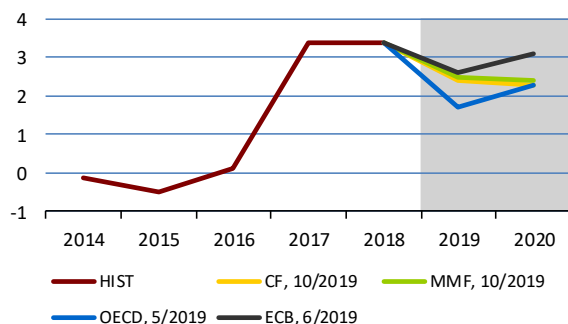
Estonsko

Růst HDP, %



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

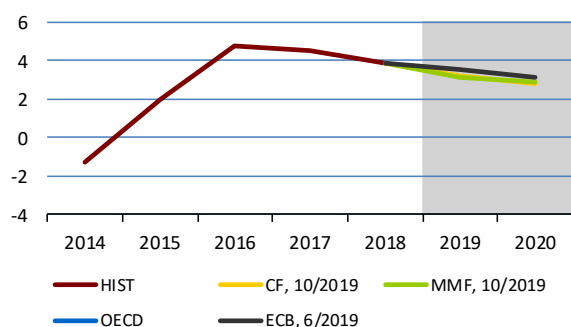
Inflace, %



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

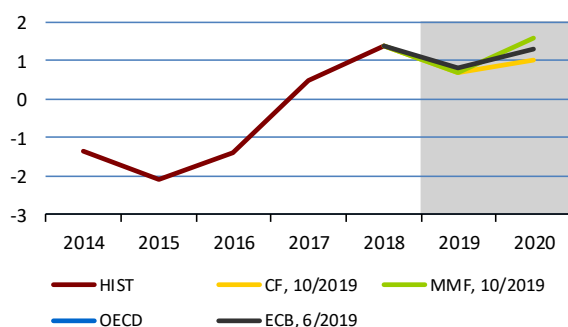
Kypr

Růst HDP, %



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

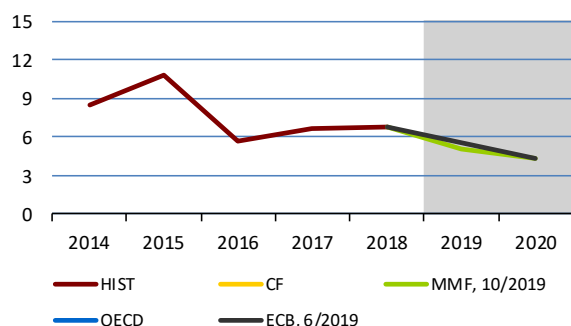
Inflace, %



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

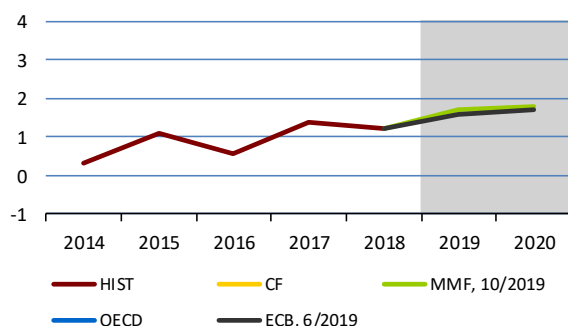
Malta

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

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		

