

GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2019

I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v rozvíjejících se zemích	7
III.1 Čína	7
III.2 Rusko	7
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	8
IV.1 Vyspělé země	8
IV.2 Rozvíjející se země	9
V. Vývoj na komoditních trzích	10
V.1 Ropa a zemní plyn	10
V.2 Ostatní komodity	11
VI. Zaostřeno na...	12
S jak těžkou fiskální zátěží směřujeme do základního úrokového tábora? Velikost fiskálního a monetárního prostoru v zemích OECD	12
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí pro rok 2019	17
A2. Změna predikcí pro rok 2020	17
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	18
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	19
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	20

Datum uzávěrky dat

15. března 2019

Sběr dat CF

11. března 2019

Datum publikace GEVU

22. března 2019

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

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

Klíčovým tématem března je bezesporu velmi rychle se blížící a stále nejistotou opředený způsob odchodu Spojeného království z Evropské unie. Neřízený brexit by totiž alespoň krátkodobě znamenal citelné dopady jak na firemní úrovni, tak z pohledu hospodářství jako celku, včetně celkově zhoršeného sentimentu. Dalšími rezonujícími tématy jsou možné odložení podpisu obchodní dohody mezi USA a Čínou, slábnutí výkonu německé ekonomiky či další uvolnění měnové politiky ECB.

Výhledy růstu HDP pro rok 2019 byly oproti minulému měsíci sníženy pro všechny námi sledované vyspělé ekonomiky. K obdobné revizi došlo i u výhledů inflace (kromě Spojeného království, což zřejmě souvisí se stagflačními tendencemi v případě neřízeného brexitu). Dolar bude v ročním horizontu mírně posilovat vůči žen-min-pi a rublu, naopak oslabení dolaru se očekává oproti euru, libře a jenu. Výhled sazby 3M Euribor se posunul na delším horizontu níže a jeho hodnoty se pohybují v záporném teritoriu i na konci roku 2020.

Březnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

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

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

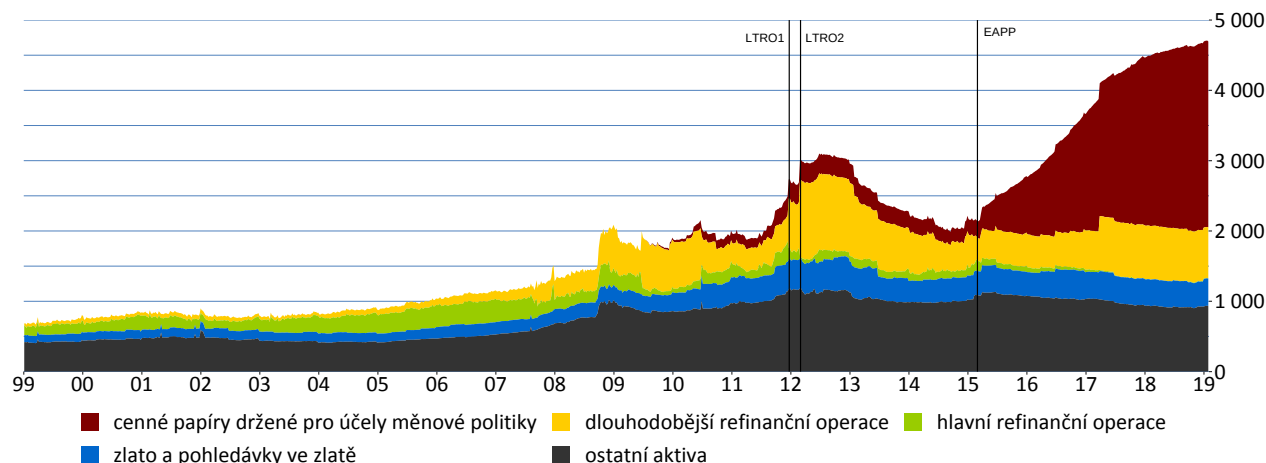
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

Výhled cen ropy Brent v horizontu 12 měsíců se posunul jen nepatrně výše, tj. lehce nad 66 USD/barel.

Graf tohoto čísla připomíná vývoj bilance centrálních bank Eurosystemu za dobu dvacetileté existence měnové unie. Viditelný nárůst rozvahy souvisí s použitím nekonvenčních nástrojů měnové politiky. K prvnímu výraznějšímu nárůstu bilance došlo po dvou mimořádných dlouhodobých refinančních operacích z konce roku 2012 a začátku roku 2013 (LTRO1

a LTRO2, viz žlutá plocha v grafu). Tyto operace byly postupně spláceny a hlavní příspěvek v nárůstu rozvahy ECB zaujaly od března 2015 nákupy cenných papírů v rámci rozšířeného programu nákupu aktiv (EAPP), který zahrnoval především nákupy vládních dluhopisů ze strany ECB a národních centrálních bank (viz hnědá plocha v grafu). Čisté nákupy v rámci tohoto programu byly na konci loňského roku ukončeny, nicméně období uvolnění měnové politiky ECB není u konce, což dokládají opatření schválená v tomto měsíci (viz kapitola Eurozóna). Reinvestice jistín z cenných papírů nakoupených v rámci programu APP tak budou probíhat pravděpodobně i v následujících letech. Proti poklesu rozvahy ECB bude navíc působit i nová série čtvrtletních cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III). Je však otázkou, zda tyto operace zajistí plnění dlouhodobě podstřeňovaného inflačního cíle ECB.

Vývoj velikosti bilance centrálních bank Eurosystemu (aktiva, mld. EUR)



Zdroj: ECB

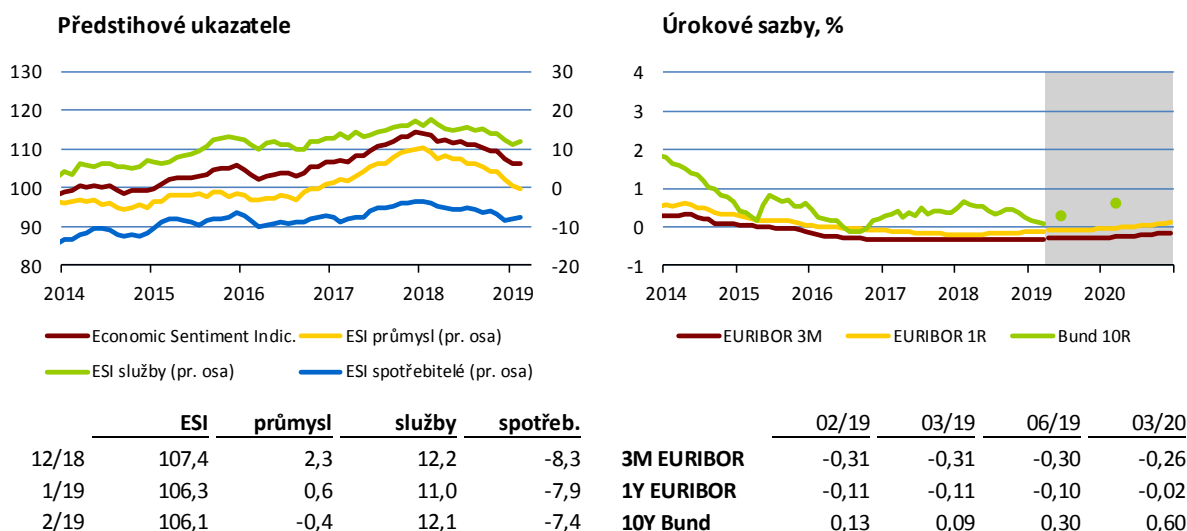
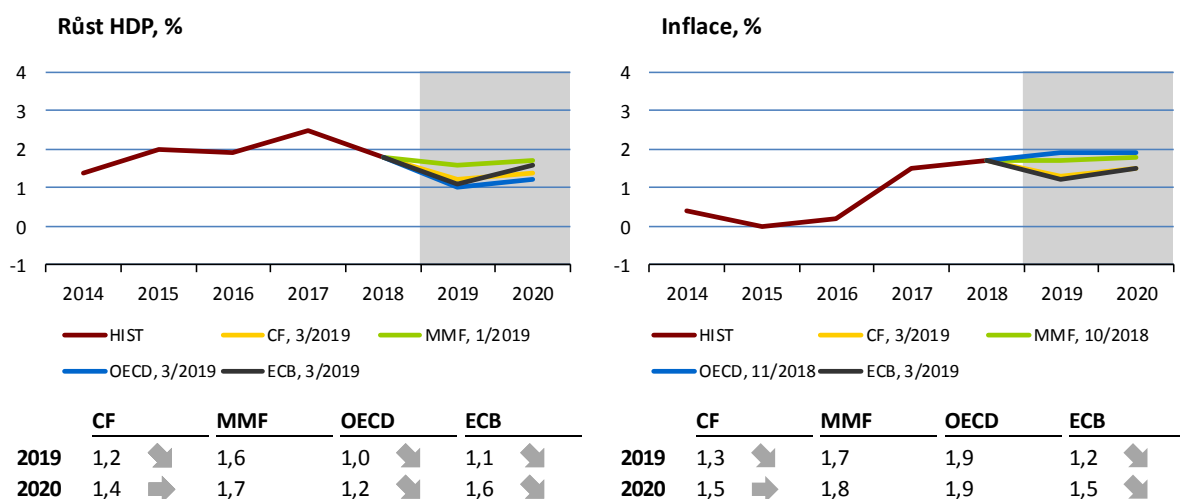
Pozn.: LTRO1, LTRO2 (Longer-Term Refinancing Operations), EAPP (Expanded Assets Purchase Programme), APP (Assets Purchase Programmes) obsahující CSPP (Corporate Sector Purchase Programme), PSPP (Public Sector Purchase Programme), ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme) a CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme).

Březnové číslo dále přináší související analýzu s názvem: „[S jak těžkou fiskální zátěží směřujeme do základního úrokového tábora? Velikost fiskálního a monetárního prostoru v zemích OECD](#)“. Zde čtenář nalezne zhodnocení současné velikosti měnového a fiskálního prostoru v zemích OECD v kontextu procesu normalizace úrokových sazeb. Článek dochází k poznání, že normalizace úrokových sazeb zatím nevytvořila pro řadu zemí OECD bezpečný reakční prostor měnové politiky, což umocňuje v řadě zemí i nelichotivý fiskální vývoj v polehmanovském období.

II.1 Eurozóna

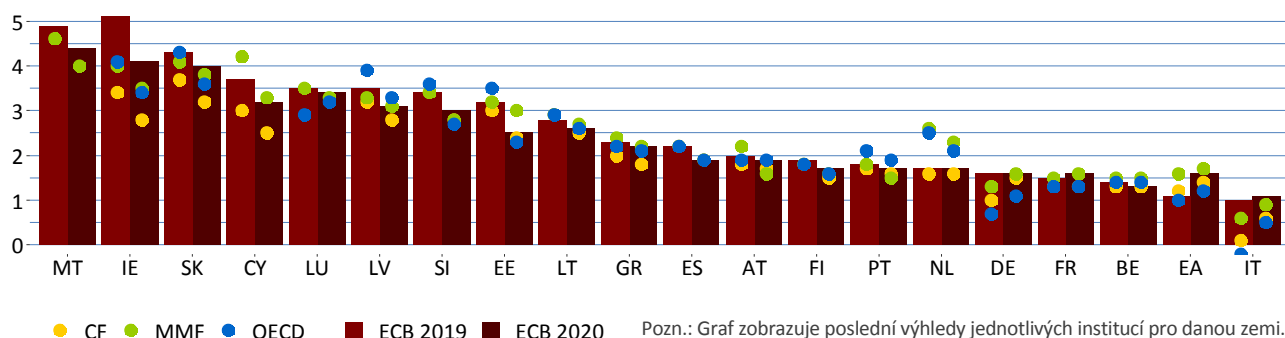
Většina sledovaných výhledů hospodářského růstu v eurozóně byla revidována směrem níže. Odrážejí tak poslední vývoj, který zvyšuje pravděpodobnost, že výrazné zpomalení pozorované ve druhé polovině loňského roku bude pokračovat. Na ekonomiku působí nadále vysoká nejistota spojená s protekcionistickými opatřeními v mezinárodním obchodě a vyjednáváním o podobě brexitu a také zpomalení čínské ekonomiky. Průmyslová produkce se sice v lednu po dvou měsících poklesu zotavila, nicméně v Německu zaznamenala další pokles. PMI ve zpracovatelském průmyslu opět poklesl a svojí hodnotou 49,3 se poprvé po pěti letech ocitl v pásmu poklesu. Není tak jisté, zda dočasné vlivy působící na výrobní sektor v posledních měsících odezněly. Naopak pozitivní vývoj zaznamenaly maloobchodní tržby, které v lednu vzrostly o 1,3 %. Pozitivní vývoj pokračuje i na trhu práce, kde se nezaměstnanost pohybuje na minimech od listopadu 2007 (8,1 %). Za celý letošní rok očekávají sledované výhledy zpomalení růstu HDP na úroveň 1–1,2 %; v příštím roce by pak růst měl mírně zrychlit.

Celková HICP inflace v únoru mírně vzrostla na 1,5 % vlivem vyššího příspěvku cen energií a potravin. Naopak jádrová inflace poklesla na 1 %. V letošním roce výhledy očekávají průměrnou inflaci na hladině pod 1,5 % a v příštím roce okolo 1,5 %. Výhled inflace ze strany ECB byl přitom revidován výrazně (o 0,4 p. b. pro letošní rok a 0,2 p. b. pro následující dva roky). Rada guvernérů tak na svém březnovém zasedání oznámila několik změn v nastavení měnové politiky. Prodloužila svůj závazek ponechat základní sazby na stávající úrovni alespoň do konce roku 2019 (původní závazek byl do léta); tím se odložilo i očekávané datum ukončení reinvestic jistín splatných cenných papírů, které ECB drží. Bylo také oznámeno spuštění dalšího kola cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III) od září 2019. Tržní výhled sazby 3M Euribor se tak posunul směrem níže a jeho hodnoty se pohybují v záporném teritoriu i na konci roku 2020.

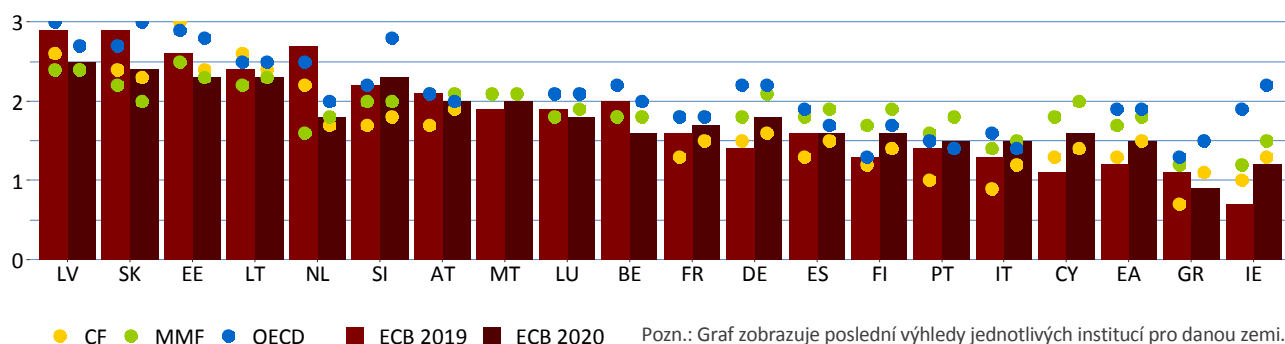


II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



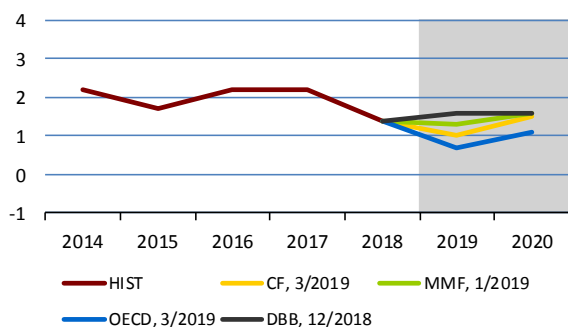
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %



II.2 Německo

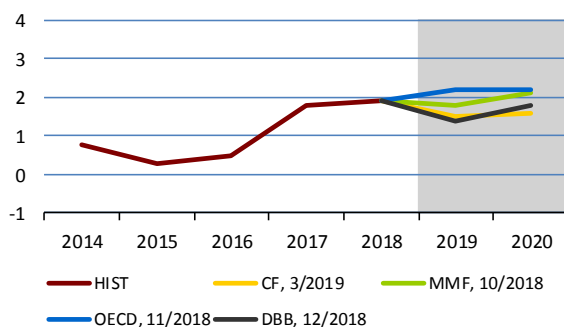
Výhledy růstu HDP a inflace v Německu byly přehodnoceny směrem dolů. OECD pro letošní rok dokonce očekává ekonomický růst pouze o 0,7 %. Někteří analytici v rámci CF přitom očekávají ještě nižší hodnoty. Ve čtvrtém čtvrtletí 2018 se německá ekonomika vyhnula technické recesi, když mezičtvrtletně stagnovala. Průmyslová produkce v lednu poklesla, zatímco maloobchodní tržby rostly. V únoru dále poklesl také předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu, který se již dva měsíce v řadě nachází v pásmu kontrakce. Opakovaně poklesly také předstihové ukazatele IFO a ZEW. Minimálně v první polovině roku 2019 lze proto očekávat utlumený ekonomický růst. HICP inflace v únoru již třetí měsíc v řadě dosáhla hodnoty 1,7 %. Nižší inflace oproti předchozímu období byla dána zejména poklesem příspěvku cen energií. CF pro letošní a příští rok výhled inflace snížil hluboko pod 2% úroveň. Podobně nízké hodnoty očekává také Bundesbanka.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,0	1,3	0,7	1,6
2020	1,5	1,6	1,1	1,6

Inflace, %



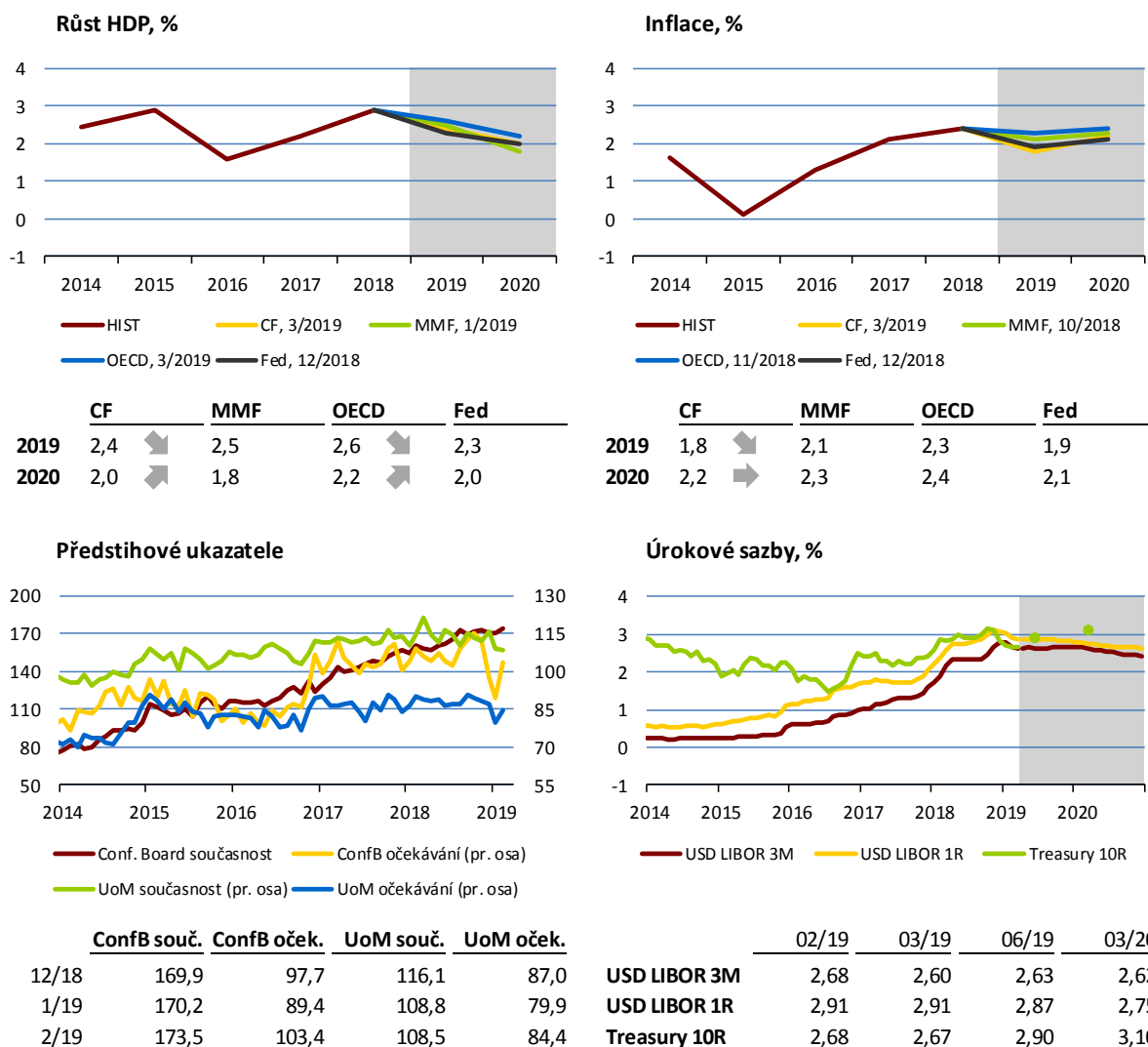
	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,5	1,8	2,2	1,4
2020	1,6	2,1	2,2	1,8

II.3 Spojené státy

Růst americké ekonomiky za čtvrté čtvrtletí 2018 dosáhl 2,6 % (mezičtvrtletně, anualizovaně) a pozitivně tak překvapil finanční trhy, které očekávaly horší výsledek. K růstu přispěl pozitivně vývoj zásob a investic podniků do vybavení; zvýšení zaměstnanosti či mezd podpořilo soukromou spotřebu. Opačným směrem působilo částečné uzavření vládních úřadů, které bylo zatím nejdelší v historii (35 dnů) a ze čtvrtletního růstu ubralo 0,1 p. b. Ekonomickou expanzi také brzdila volatilita na finančních trzích v závěru roku, vyprchání efektu Trumpovy daňové reformy a pokračující spory mezi USA a Čínou ohledně vzájemných obchodních vztahů. Vyjednávání podle vyjádření prezidenta Trumpa zaznamenalo zásadní posun, nedošlo tedy zatím ke zvýšení cel na dovoz čínského zboží, které bylo plánované na začátek března. Uzavření dohody vážne, zejména na požadavku americké strany zahrnout do ní ochranu duševního vlastnictví.

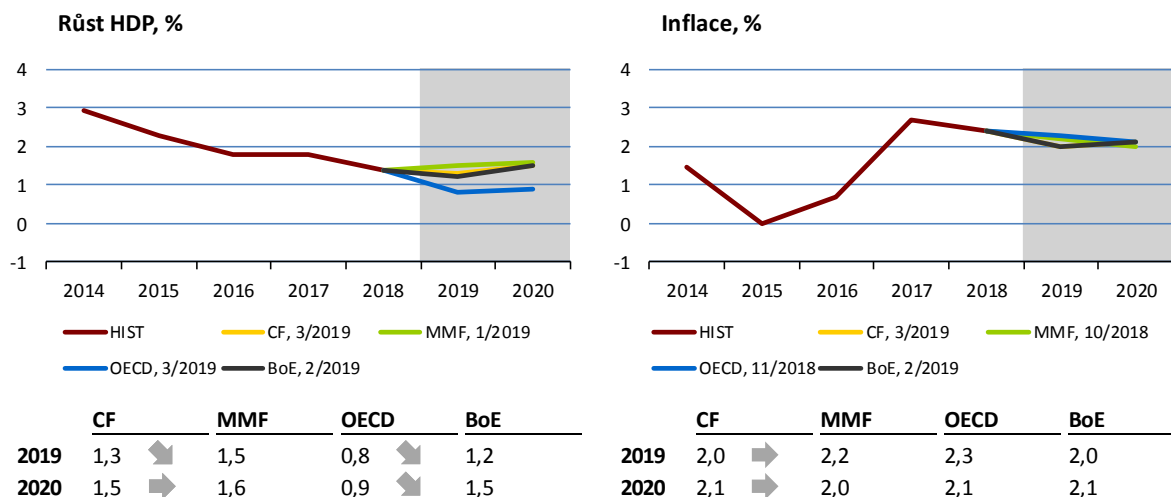
Řada indikátorů naznačuje další zvolnění ekonomického růstu v prvním čtvrtletí 2019. Dle aktuálního odhadu atlantského Fedu dosáhne růst HDP pouze 0,4 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Do očekávaného růstu se promítá vliv zpoždění ve zveřejňování dat a jednorázové vlivy (chladnější počasí, částečné uzavření vládních úřadů). Smíšené je vyznění v případě průmyslových odvětví. Další propad zaznamenal předstihový ukazatel pro zpracovatelský průmysl, ale objednávky v mnoha sektorech zůstávají silné. Tempo růstu průmyslové produkce v lednu zvolnilo na 3,8 % meziročně, přičemž kleslo využití kapacit. Maloobchodní prodeje sice v lednu meziročně vzrostly (o 2,3 %), ale spotřebitelská důvěra se výrazně propadla, zejména pak ve složce očekávání. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v únoru pouhých 20 tisíc, nezaměstnanost však mírně poklesla. Celkové inflační tlaky se mírně snížily, když se na celkové inflaci projevil pokles cen energií. V únoru spotřebitelské ceny vzrostly meziročně o 1,5 %, zatímco jádrová inflace mírně zvolnila na 2,1 %.

Březnový CF revidoval směrem dolů výhled růstu i inflace v letošním roce, zatímco předpověď růstu pro rok 2020 je mírně optimističtější. Stejným směrem se posunuly také výhledy OECD.



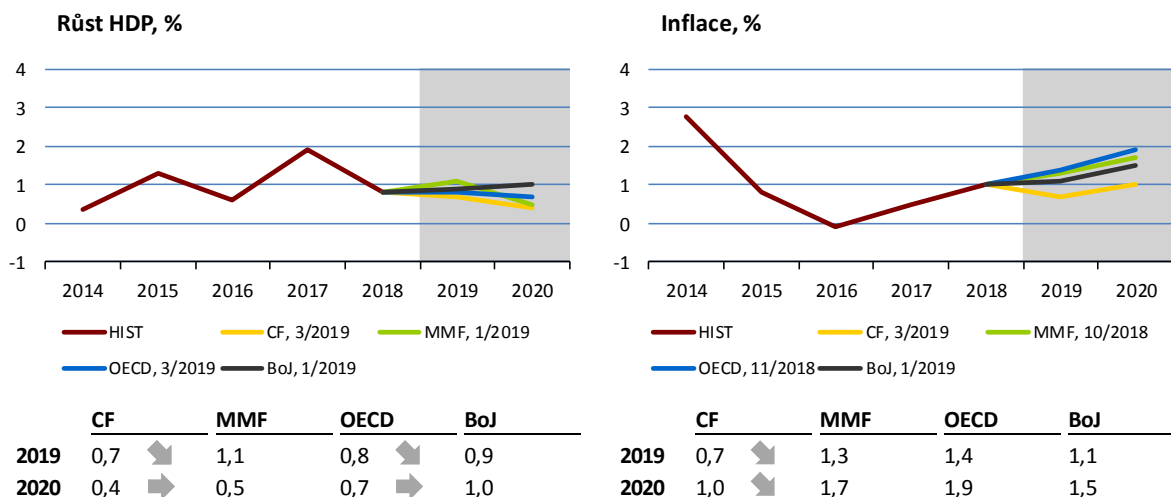
II.4 Spojené království

Turbulentní vývoj v britském parlamentu ohledně brexitu sice nemá okamžitý vliv na reálnou ekonomiku, dlouhotrvající nejistota se však v makroekonomické kondici země již viditelně projevuje. Tempo britského hospodářského růstu zůstává nevýrazné. HDP sice v lednu vzrostl meziměsíčně o 0,5 %, když došlo k oživení ve všech sektorech ekonomiky (a poprvé od loňského července se zvýšila i průmyslová produkce), ve své podstatě však pouze kompenzoval prosincový propad. Také předstihové indikátory naznačují pouze mírnou expanzi. PMI ve službách dosahoval v únoru 51,3 bodu, ve zpracovatelském průmyslu klesl na 52 bodů. Podle odhadu NIESR vzroste ekonomika v prvním čtvrtletí jen o 0,2 % (stejně jako v závěru loňského roku). Odhady pro celý letošní a příští rok byly revidovány směrem dolů. Nová prognóza OECD očekává letos jen 0,8% meziroční růst (za předpokladu hladkého brexitu), CF snížil výhled na 1,3 %. Kromě enormní nejistoty v souvislosti s brexitem dopadá na ekonomiku rovněž zpomalování růstu v eurozóně.



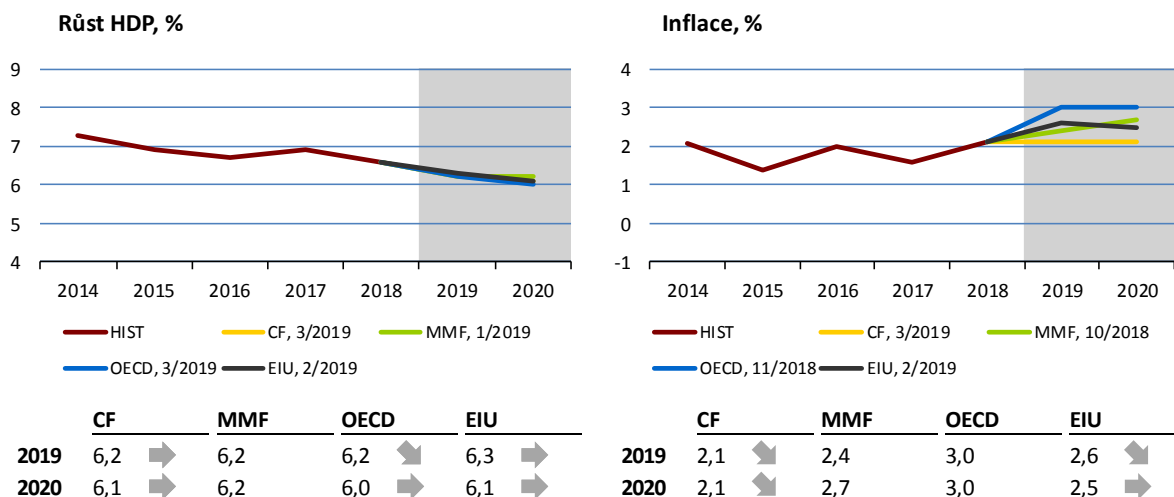
II.5 Japonsko

Průmyslová produkce Japonska v lednu meziměsíčně poklesla. Tento pokles byl sice mírnější v porovnání s tím, jaký zaznamenala v lednu předchozího roku, záporné hodnoty ovšem dominovaly vývoji průmyslové produkce v průběhu celého loňského roku. Ani předstihové ukazatele zatím nepředvídají zásadní změny. Nikkei PMI ve zpracovatelském průmyslu se již druhý měsíc prudce snižuje. V únoru jeho hodnota propadla na 48,5, což je nejhorší výsledek za posledních dva a půl roku. Naproti tomu služby přinášejí naději. PMI pro tento sektor již třetí měsíc v řadě stoupá a v únoru dosáhl hodnoty 52,3, přičemž nové zakázky rostly nejrychleji za posledních téměř šest let. Růst HDP se dle výhledů nejprve stabilizuje zhruba na loňské úrovni, následně ovšem může mírně zpomalovat. Inflace podle nového výhledu CF na sledovaném horizontu neudrží rostoucí trend, její průměrná hodnota klesne v letošním roce na 0,7 %.



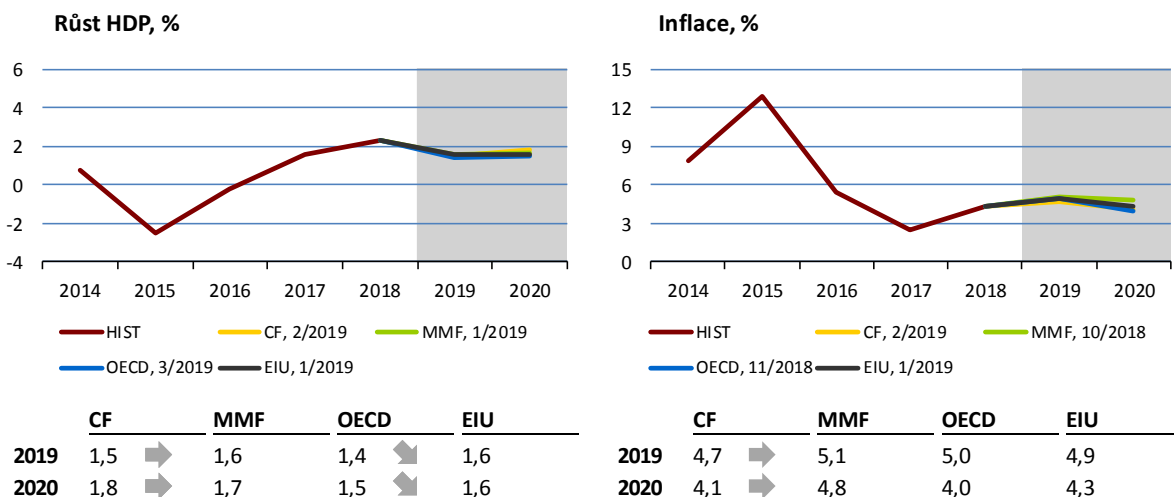
III.1 Čína

Náznaky zpomalování čínské ekonomiky jsou patrné zejména v průmyslu, zatímco dopad na spotřebitelskou poptávku a investice je zatím omezený. Meziroční růst průmyslové produkce zvolnil v lednu a únoru na nejnižší hodnotu za posledních 17 let (5,3 %) a předstihové ukazatele zatím nepotvrzují výrazný obrát v trendu. Zahraniční obchod se propadá; vývozy Číny poklesly v únoru meziročně o 20 %. Efekt předzásobení vyprchal a naplno se projevil efekt cel. Prodeje aut v Číně klesají již osm měsíců v řadě (v únoru o 13,8 % meziročně), ale růst maloobchodních prodejů zůstal stabilní (o 8,5 % meziročně). Čínské úřady již avizovaly celou řadu stimulačních opatření – od podpor na nákup auta přes daňové úlevy po velké infrastrukturní projekty. Očekávají se také další kroky centrální banky na podporu likvidity a financování. Březnový CF přinesl snížení předpovědi inflace pro oba roky. Mírně se posunul také výhled růstu HDP dle OECD.



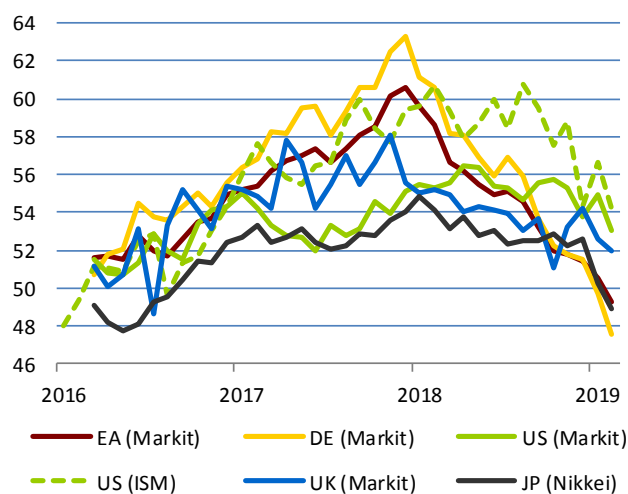
III.2 Rusko

Lednový vývoj průmyslové produkce a trhu práce byl výrazně ovlivněn obdobím svátků v první polovině měsíce. Vyznění předstihových ukazatelů je smíšené. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v únoru již potřetí v řadě snížil a přiblížil se až těsně k hranici mezi pásmy ekonomické expanze a kontrakce. Indikátor skončil s nejhorším výsledkem za posledních pět měsíců kvůli slabému růstu jak výstupu, tak nových zakázek, a nejrychlejšímu poklesu exportních zakázek od dubna 2017. Naproti tomu PMI ve službách se v únoru zvýšil na hodnotu 55,3, což představuje tříměsíční maximum. Inflace již osmý měsíc v řadě postupně zrychluje. Tempo růstu cen tak v únoru dosáhlo 5,2 %. Sledované výhledy se shodují na letošním tempu růstu HDP kolem 1,5–1,6 %; inflace by měla ke konci roku klesnout zpět pod 5% úroveň.

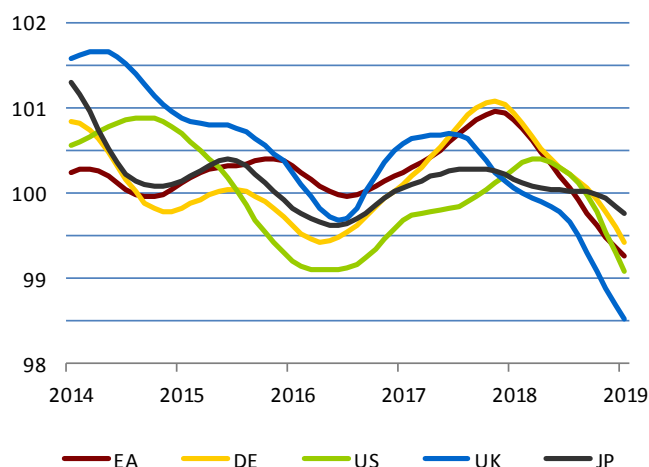


IV.1 Vyspělé země

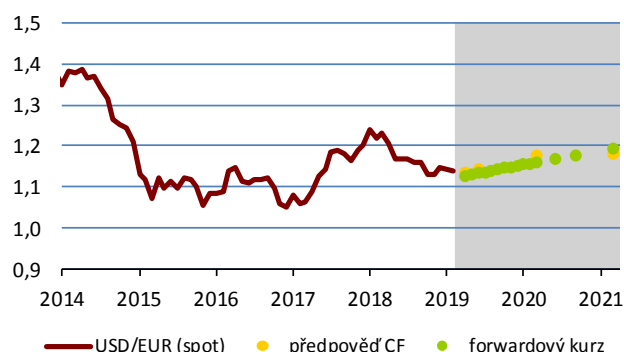
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

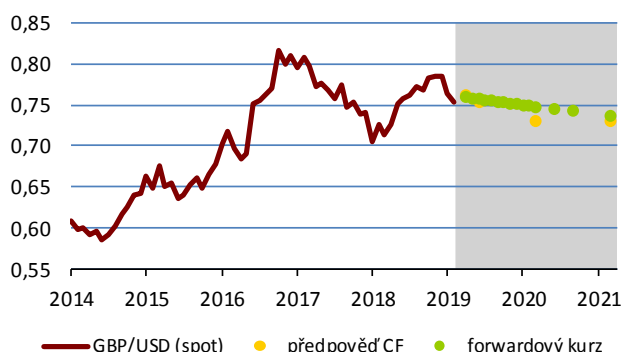


Americký dolar (USD/EUR)



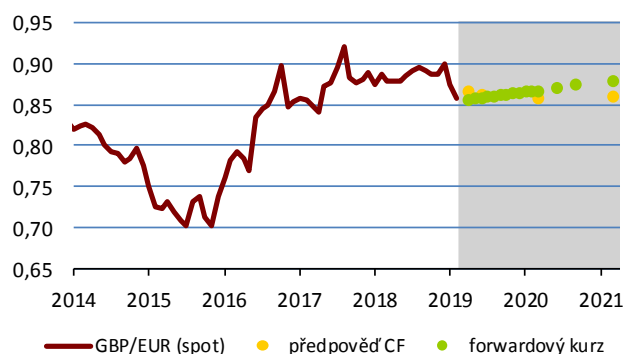
	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	1,122				
předpověď CF		1,136	1,143	1,176	1,179
forwardový kurz		1,128	1,133	1,160	1,194

Britská libra (GBP/USD)



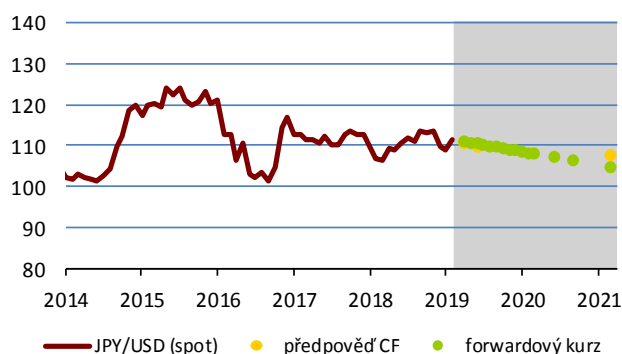
	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	0,763				
předpověď CF		0,762	0,754	0,729	0,729
forwardový kurz		0,759	0,757	0,747	0,737

Britská libra (GBP/EUR)



	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	0,856				
předpověď CF		0,865	0,861	0,858	0,860
forwardový kurz		0,856	0,858	0,867	0,879

Japonský jen (JPY/USD)

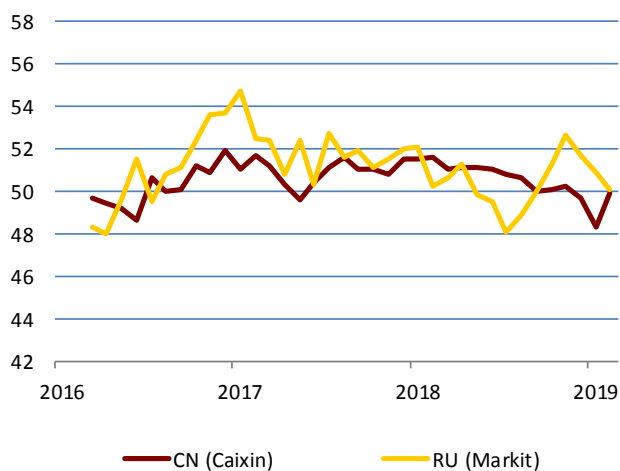


	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	111,2				
předpověď CF		110,4	109,9	108,1	107,8
forwardový kurz		110,9	110,4	108,0	104,7

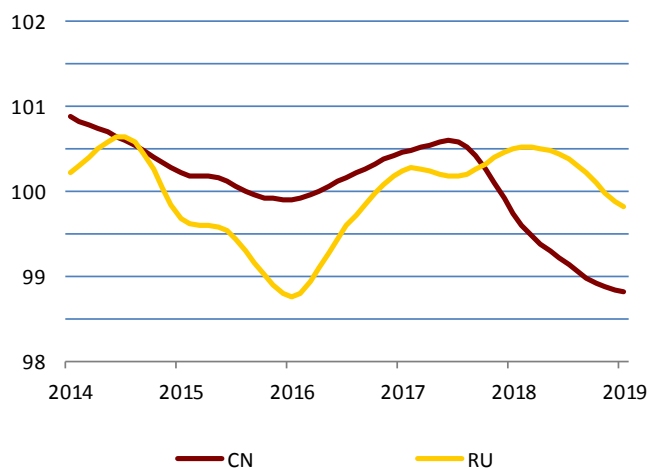
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Rozvíjející se země

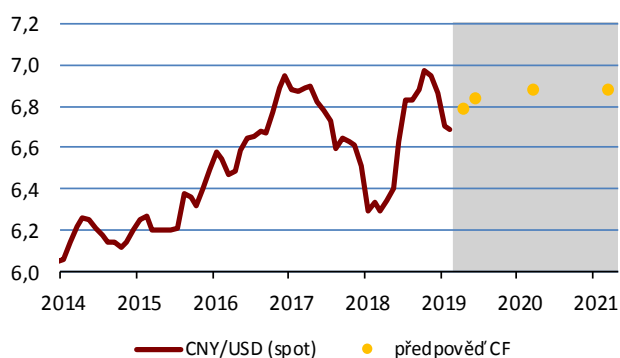
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

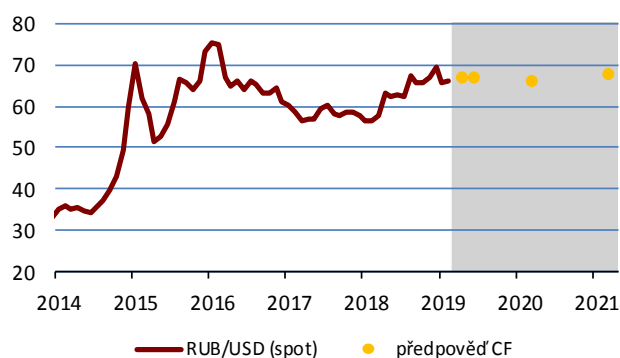


Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	6,726				
předpověď CF		6,785	6,835	6,879	6,877

Ruský rubl (RUB/USD)



	11/3/19	04/19	06/19	03/20	03/21
spotový kurz	66,02				
předpověď CF		67,00	66,82	66,14	67,58

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

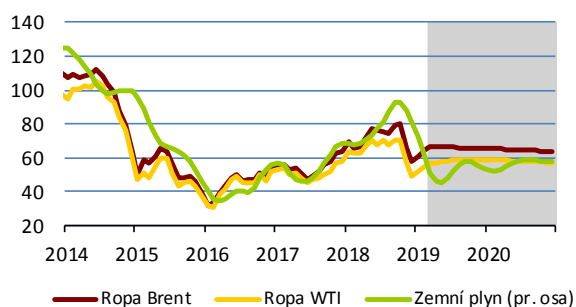
V.1 Ropa a zemní plyn

Po měsíci relativně klidného vývoje se cena ropy Brent na začátku druhé únorové dekády rychle přesunula o 5 USD/barel výše a od té doby kolísá bez viditelného trendu poblíž 66 USD/barel. Důvodem uvedeného růstu bylo prohlášení saúdskoarabského ministra energetiky, že země plánuje v březnu dále silně omezit těžbu. Navíc prezident Trump připustil, že by mohl prodloužit lhůtu pro uvalení vyšších cel na čínské zboží, pokud se bude jednání mezi USA a Čínou blížit k dohodě, k čemuž posléze skutečně došlo. Na vyšší úrovni je od té doby cena ropy podporována naplňováním dohody o snížení těžby, uzavřené v prosinci 2018 mezi kartelem OPEC a jeho spojenci, očekávaným dalším poklesem těžby v Íránu a Venezuele v důsledku amerických sankcí a silícím optimismem ohledně dosažení obchodní dohody mezi USA a Čínou. Nový impuls pro nasměrování cen ropy by mohl přijít v dubnu, kdy vyprší výjimky ze sankcí na nákup íránské ropy a kdy by mohl OPEC na svém zasedání rozhodnout o prodloužení dohody o omezení těžby.

Tržní křivka termínovaných kontraktů se oproti minulému měsíci posunula vzhůru a při mírně klesající trajektorii signalizuje pro letošní i příští rok ceny ropy Brent v blízkosti 65 USD/barel. Březnová předpověď CF je podobná a očekává v ročním horizontu cenu ropy Brent 66,5 USD/barel. Naopak EIA odhaduje pro letošní rok průměrnou cenu ropy Brent jen 63 a pro příští rok 62 USD/barel. Globální zásoby by dle EIA měly letos růst průměrným tempem 0,2 a v příštím roce 0,4 mil. barelů denně, což spolu s růstem rezervní těžební kapacity kartelu OPEC a růstem vývozu ropy z USA bude bránit výraznějšímu růstu cen ropy Brent.

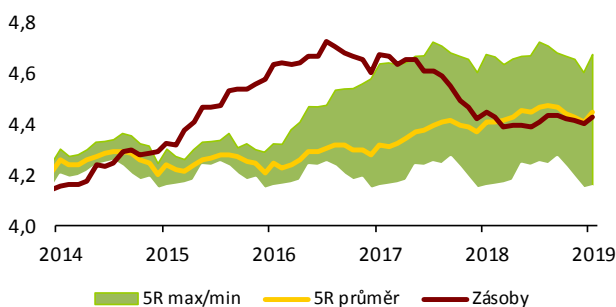
Průměrná cena zemního plynu v Evropě klesla v únoru o 17 % na 6 USD/MMBtu a od září 2018 je níže již o 37 %. Příčinou je přetrvávající mírné počasí v Evropě a Asii, které tlačí dolů i ceny LNG a uhlí.

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

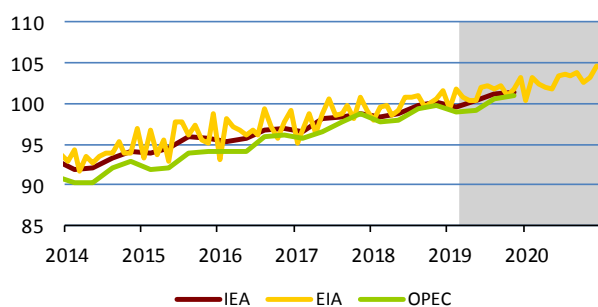


	Brent		WTI		Plyn	
2019	65,43	↗	57,34	↗	203,86	↘
2020	64,63	↗	57,88	↗	209,01	↘

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

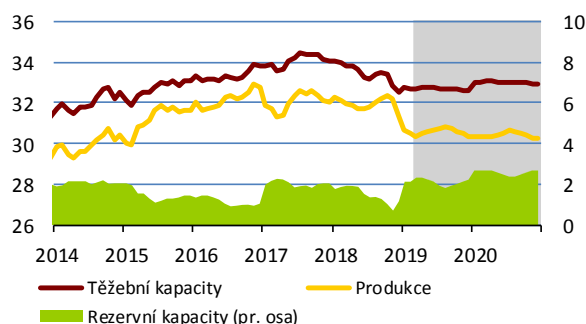


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2019	100,60	101,39	99,95
2020		102,85	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2019	30,59	32,70	2,11
2020	30,43	33,01	2,58

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

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

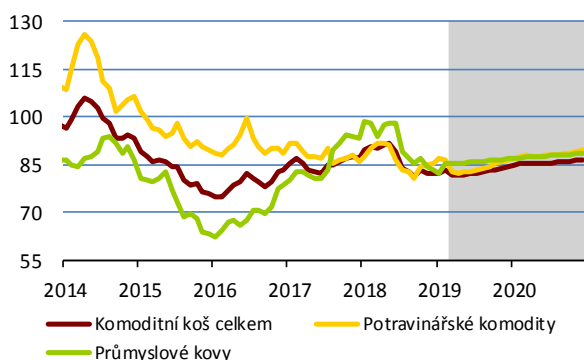
V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit nadále kolísá podél horizontálního trendu při protichůdném vývoji jeho složek, výhled je mírně rostoucí. Dílčí index cen základních kovů v únoru vzrostl o 4 % díky očekávání, že stimulační kroky čínské vlády a pokrok v obchodních jednáních mezi USA a Čínou podpoří růst globální ekonomiky, a zisky si udržel i v první polovině března. Naopak dílčí index cen potravinářských komodit klesl zejména zásluhou 20% propadu cen pšenice, který začal v polovině února. Výhled obou dílčích indexů je však rostoucí.

K růstu indexu cen základních kovů přispěla od poloviny února zejména cena mědi, jejíž zásoby na LME pokračovaly v poklesu a byly meziročně o 60 % nižší. Poptávka nadále převyšuje nabídku a trh tak zůstává napjatý. Kromě cen mědi pokračovala v růstu i cena niklu. Po silném růstu na začátku února se na zvýšené úrovni držela cena železné rudy kvůli problémům a snížené produkci dolů v Brazílii. Výraznější růst cen základních kovů však zatím nelze očekávat kvůli nadále se horšícímu výhledu globálního zpracovatelského průmyslu. JPMorgan PMI zpracovatelského průmyslu v únoru dále klesl z 50,8 na 50,6 a zhoršení zaznamenaly zejména složky nových objednávek a nových vývozů.

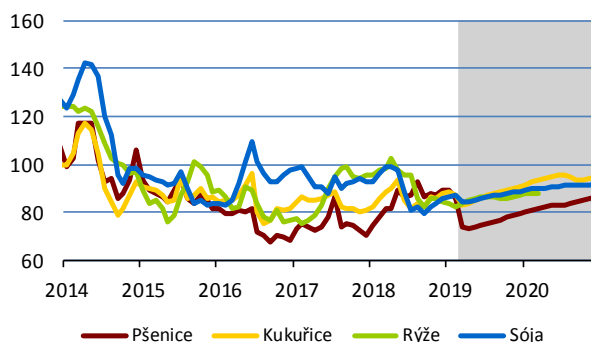
Cena pšenice čelí zejména negativnímu sentimentu spekulativních fondů a rovněž zvýšené mezinárodní konkurenci. Zásoby jsou při vstupu do nové sezóny vysoké a příznivý výhled nové úrody by měl bohatě pokrýt očekávanou poptávku. Z potravinářských komodit klesaly kromě již zmíněné ceny pšenice i ceny kávy a kakaa, naopak v růstu na sezonní maximum pokračovala cena hovězího masa, která by ale měla začít v nejbližších týdnech opět klesat.

Indexy cen neenergetických komodit



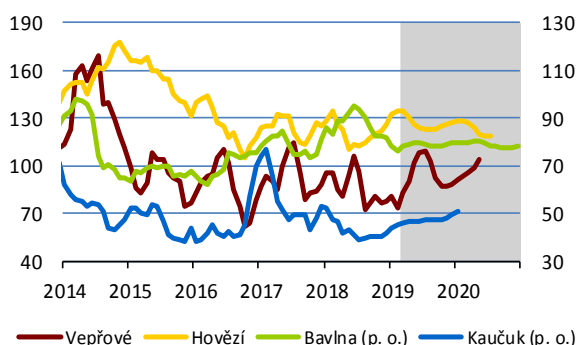
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	82,7	84,4	85,7
2020	85,7	88,2	87,7

Potravinářské komodity



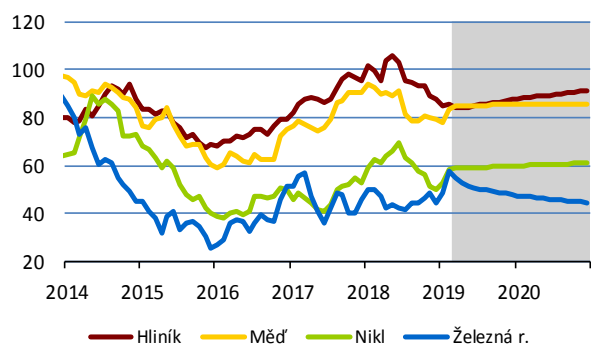
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	77,9	87,3	85,5	86,6
2020	83,3	94,0	87,6	90,8

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	92,0	127,3	78,6	46,8
2020	96,4	123,5	78,9	51,2

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	85,6	84,4	58,7	50,9
2020	89,6	85,7	60,5	46,0

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.

S jak těžkou fiskální zátěží směřujeme do základního úrokového tábora? Velikost fiskálního a monetárního prostoru v zemích OECD¹

Cílem článku je rámcově zhodnotit současnou velikost měnového a fiskálního prostoru v zemích OECD v kontextu procesu normalizace úrokových sazeb. Vytvoření tohoto prostoru je nezbytná pro případ potřeby makroekonomické (monetární a fiskální) reakce vyžadované cyklickým vývojem ekonomiky (včetně případné razantnější protikrizové reakce). Měnový prostor lze vyjádřit kladnou úrovní úrokových sazeb, velikost fiskálního prostoru pak kladným rozdílem mezi udržitelnou úrovní dluhu vztaženého k HDP a aktuální velikostí zadlužení. Článek dochází k závěru, že normalizace úrokových sazeb zatím nevytvořila pro řadu zemí OECD bezpečný reakční prostor měnové politiky. Útěchou nemůže být ani vývoj ve fiskální oblasti, kdy většina zemí v polehmanovském období svůj fiskální prostor spíše snížila.

Normalizace úrokových sazeb a současná velikost měnového prostoru

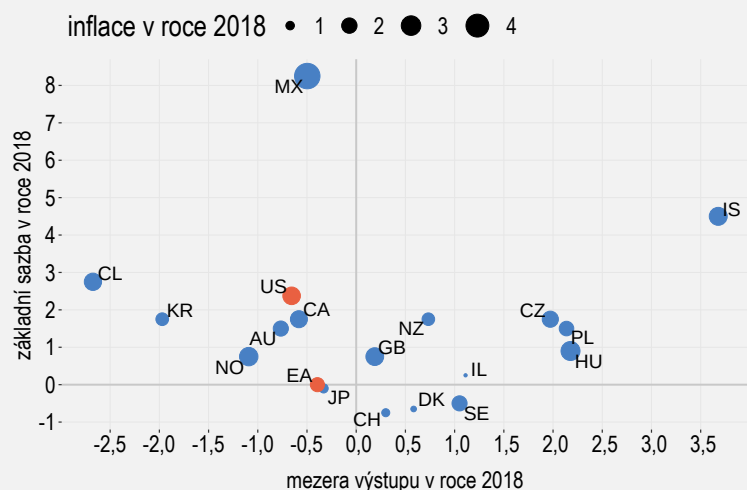
Více než deset let od eskalace globální finanční krize se světové hospodářství z pohledu dosahovaného hospodářského růstu a míry inflace postupně dostalo do solidní kondice, a to ať již pohlížíme spíše na země vyspělé nebo rozvíjející se. V zemích OECD, na které je v tomto článku přednostně zaměřena naše pozornost, lze mezeru výstupu hodnotit jako spíše přivřenou (Graf 1). Na druhou stranu ekonomiky některých zemí i nadále nedosahují svého potenciálního výstupu (zejména Chile, Jižní Korea

a Norsko, do určité míry i USA, eurozóna a Japonsko). Inflace se v řadě zemí OECD pohybuje poblíž 2 %, tj. hodnoty ekonomy obecně považované za určitý ideál dynamiky cenového vývoje (Graf 1).

Komplikujícím a poněkud zastřeným znakem kondice světového hospodářství, resp. vyspělých zemí (OECD), je však stále nízká hladina úrokových sazeb.² V řadě vyspělých zemí jsou nominální úrokové sazby viditelně nižší než inflace, tj. reálné úrokové sazby jsou zjevně záporné, což nemusí být z mnoha důvodů dlouhodobě udržitelná situace. Pokud velmi nízká cena peněz přetrvává po delší dobu, přispívá to k nadhodnocování cen aktiv, a to jak těch reálných (ceny nemovitostí), tak těch finančních (akcie a dluhopisy). Pokud na tuto situaci není autoritami reagováno (např. i makroobezřetnostními nástroji), nebo je tato reakce neadekvátně mírná, pak to může vyvolat proces předlužování ekonomických subjektů, včetně samotných vlád.³

Graf 1 – Makroekonomické “vysvědčení” za rok 2018: mezera výstupu, základní úroková sazba centrálních bank a míra inflace v zemích OECD

(v procentech)



Zdroj: BIS, OECD

Poznámka: červená barva: EA – eurozóna, US – Spojené státy; modrá barva: další země OECD s autonomní měnovou politikou (AU – Austrálie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DK – Dánsko, GB – Velká Británie, HU – Maďarsko, IL – Izrael, IS – Island, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, MX – Mexiko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, SE – Švédsko, SK – Slovensko). Velikost bodu vyjadřuje výši meziroční inflace v roce 2018. Výše základní úrokové sazby v Turecku je řádově vyšší (24 %), a tak byla z vizualizace vyřazena.

Prvním obecným předpokladem nárůstu úrokových sazeb je plnění cíle cenové stability a obecné zlepšování makroekonomických podmínek, a to nejen těch souvisejících s ekonomickým cyklem. Současné náznaky lehkého zpomalování globálního růstu, které započalo v roce 2018 a přetrvává zřejmě až do konce roku 2020, by mohly nahrávat zpomalení návratu úrokových sazeb k jejich neutrální úrovni, resp. odložení počátku jejich zamýšleného zvyšování. Za tímto zpomalujícím výhledem přitom stojí zejména efekty předchozího zvyšování úrokových sazeb (zejména americkým Fedem, viz dále) a přetrvávající nejistota (včetně té spojené s brexitem) vyvolaná zvyšujícími se bariérami ve světovém obchodu.

Druhým, ve své podstatě nutným předpokladem možného nárůstu úrokových sazeb, je pak upuštění centrální bank od zavedených nekonvenčních nástrojů měnové politiky. K těm jsou nejčastěji řazeny operace spojené s kvantitativním a kvalitativním uvolňováním ovlivňujícím strukturu

¹ Autorem je Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za cenné diskuse děkuji T. Adamovi, V. Bártovi, J. Brůhovi, P. Růžickové a J. Vlčkovi z České národní banky.

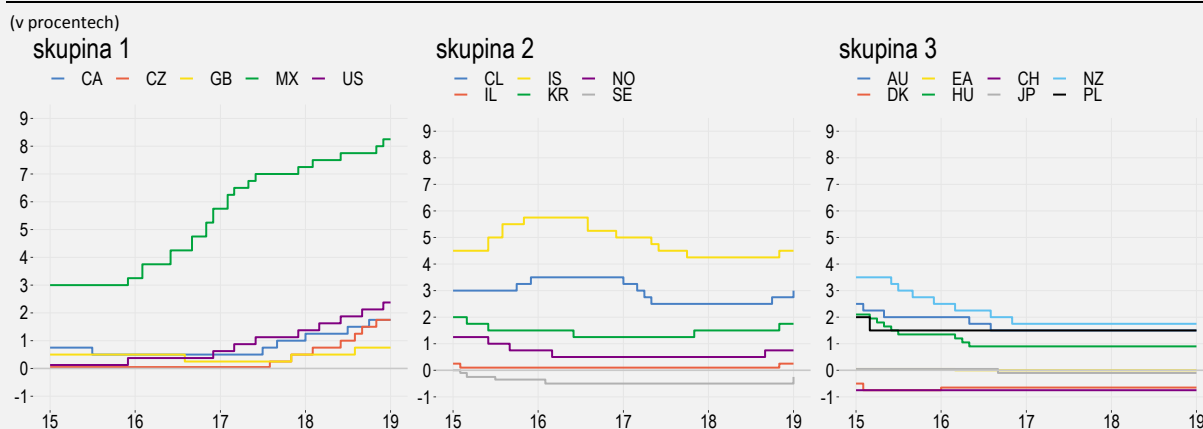
² Velmi nízká hladina úrokových sazeb v rozvinutých zemích působí na růst cen nemovitostí, což při nedostatečném zahrnování jejich cenového vývoje do spotřebitelských cen zřejmě zkresluje směr dolů „skutečný“ cenový vývoj.

³ Tento vývoj může být zejména u rozvíjejících se zemí negativně umocněn možnou depreciací jejich měn vůči měnám rezervním (zejména USD), což fiskální pozici země dále (a často velmi rychle) zhoršuje.

a velikost bilance centrální banky, stanovení explicitního závazku (forward guidance) pro vývoj určité ekonomické veličiny, devizové intervence, doposud v praxi nevyzkoušený tzv. helikoptérový efekt, ale i samotné spuštění základních (měnověpolitických) úrokových sazeb centrálních bank do záporných hodnot. Nekonenční nástroje nezavádějí centrální bankéři rádi, jsou ale jedinou cestou jak dočasně suplovat akutní nemožnost uvolnění měnových podmínek standardní cestou, tj. prostřednictvím snižování úrokových sazeb v jejich kladném teritoriu. Dosažením nulové hranice úrokových sazeb se tedy jejich standardní měnověpolitický potenciál vyčerpává. Ke konci loňského roku oficiálně ukončila kvantitativní uvolňování ECB (byť dozvuky této politiky vlivem reinvestování aktiv budou stále patrné), avšak stále operuje se zápornou depozitní sazbou. Vedle ECB tak ze zemí OECD nekonenční nástroje měnové politiky používá již jen Švýcarsko, Dánsko, Švédsko a Japonsko, a to shodně ve formě záporných měnověpolitických sazeb.

Nejen ve zjevném případě ECB nebo zemí OECD s negativními měnověpolitickými sazbami, ale i již delší dobu normalizujícího Fedu, jsou úrokové sazby stále pod jejich neutrální úrovní. Ta může být pro jednotlivé ekonomiky mírně odlišná, přičemž její výpočet je netriviální úlohou⁴. Výše neutrální měnověpolitické sazby není obvykle konstantní, odpovídá „normální“ úrovni využití kapacit a inflaci pohybující se blízko cíle. Její odhady mohou být za určitých okolností i negativní, viz např. odhady pro eurozónu. Výše neutrální sazby rovněž ovlivňuje trendová změna kurzu. Pokud totiž domácí měna vůči měně referenční (USD, EUR) posiluje (oslabuje), pak reálný růst přepočtený do referenční měny je vyšší a to snižuje (zvýšuje) neutrální sazbu. Za určitý ideální stav a „palcové pravidlo“ autor zjednodušeně považuje alespoň 3–4% úroveň nominálních úrokových sazeb, tj. 1–2% úroveň sazeb reálných, pokud předpokládáme bezproblémové plnění inflačních cílů. Ty jsou pro vyspělé země vesměs rovny hodnotě 2% inflace, resp. velmi lehce nad ní.

Graf 2 – Vývoj základních úrokových sazeb centrálních bank zemí OECD



Zdroj: BIS

Poznámka: AU – Austrálie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DK – Dánsko, GB – Velká Británie, HU – Maďarsko, EA – eurozóna, IL – Izrael, IS – Island, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, MX – Mexiko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, SE – Švédsko, SK – Slovensko, US – Spojené státy. Výše základní úrokové sazby v Turecku je řádově vyšší (24 %), a tak byla z vizualizace vyřazena.

Proces normalizace úrokových sazeb, tj. jejich návratu ve směru k rovnovážným hodnotám, započal na sklonku roku 2015 americký Fed, téměř souběžně následovaný centrální bankou Mexika. K těmto dvěma pomyslným vlastovkám se přidalo v létě 2017 duo centrálních bank Kanady a České republiky následované Bank of England na podzim téhož roku (Graf 2, skupina 1). Tyto sebevědomé centrální banky tvoří první skupinu zemí OECD, které již viditelně odpoutaly své úrokové sazby od pomyslného úrokového dna. S určitou mírou zjednodušení lze říci, že jestřábí charakter v nastavování jejich měnověpolitických úrokových sazeb byl motivován primárně domácí makroekonomickou situací⁵ a tlumením potenciálního přehřívání jejich ekonomik. To se odehrávalo v kontextu globálního ekonomického vývoje, včetně např. zohledňování fluktuací dolarových cen ropy a případně dalších komodit, které většina zemí světa přímo neovlivňuje, a tudíž pouze přijímá. Jistou výjimkou v tomto ohledu jsou Spojené státy, jejichž ekonomická síla se odráží v mnoha globálních ekonomických veličinách. Na konci minulého roku se k těmto „pionýrům“ normalizace úrokových sazeb přidala další pětice centrálních bank: Island, Jižní Korea, Norsko, Chile a Izrael, na počátku letošního roku pak ještě Švédsko (Graf 2, skupina 2). Ostatní centrální banky zemí OECD zatím mají své úrokové sazby zaparkovány na pokrizových minimech (Graf 2, skupina 3).

⁴ Viz např. Laubach a Williams (2015) nebo Hlédik a Vlček (2018).

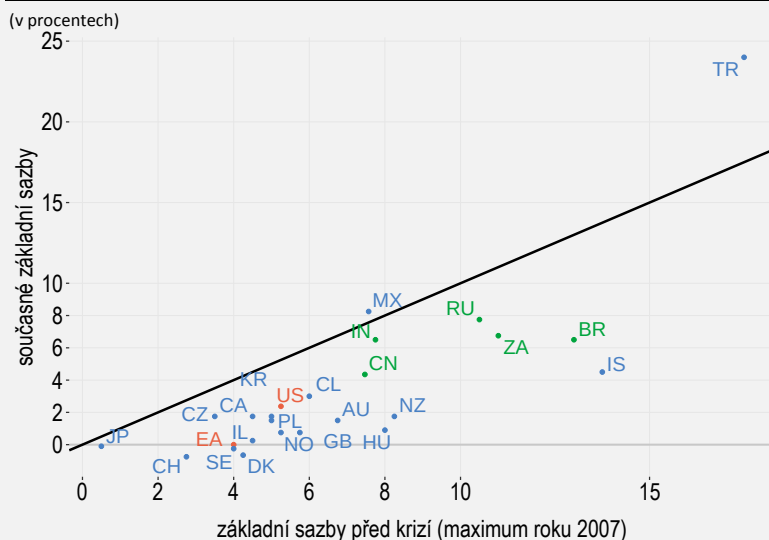
⁵ Zvyšování úrokových sazeb ve Spojeném Království odráželo jak reakci na negativně ovlivněný potenciál hospodářského růstu po referendu o brexitu (ekonomika tak vykazovala známky přehřívání navzdory tomu, že růst HDP dosahoval výrazně nižších temp než dříve), tak i stabilizační reakci Bank of England na inflační tlaky vyvolané depreciací libry. Zvyšování úrokových sazeb v Mexiku bylo ještě více motivováno stabilizací inflace vlivem oslabujícího mexického pesu a rovněž nárůstem uskutečněných i diskutovaných protekcionistických opatření prezidenta D. Trumpa mezi Mexikem a Spojenými státy.

Nastavování úrokových sazeb Fedem vytváří ve světové ekonomice nejvýraznější „externality“⁶, neboť s různou intenzitou nepřímo ovlivňuje i nastavení měnových podmínek mimo USA. To je dáno všeobecným postavením amerického dolaru⁷, který je pomyslnou světovou „jedničkou“ mezi rezervními měnami a nejčastěji používanou měnou mimo domácí území, tj. mimo území USA. Příkladem jsou rozvíjející se ekonomiky s vyšší mírou zadlužení v amerických dolarech, u kterých proces normalizace úrokových sazeb v USA zároveň vede přes kanál tzv. nekryté úrokové parity k oslabení jejich měn vůči dolaru a tedy zvýšení jejich zadlužení vyjádřeného v domácí měně. To následně vede k tlakům na tamní veřejné rozpočty, které musí snést vyšší splátky dluhu, což může vyvolat i sociální napětí, pokud fiskální restrikce významněji zasahuje do příjmů obyvatelstva.

Započaté zvyšování úrokových sazeb v drtivé většině zemí OECD nevedlo k dosažení předkrizových úrovní.

To ilustruje Graf 3, který srovnává maximální úrovně základních (měnověpolitických) úrokových sazeb centrálních bank zemí OECD před vypuknutím poslední finanční krize (rok 2007) se současnou úrovní úrokových sazeb. U všech zemí s výjimkou Turecka a Mexika platí, že se nachází pod pomyslnou diagonálou, tj. že zatím zdaleka nezvýšily úrokovou složku měnových podmínek na předkrizovou úroveň. Dosažený výsledek Turecka pochopitelně nemůže být hodnocen pozitivně, neboť tamní úroveň sazeb odráží hašení ekonomického požáru, který v této specifické zemi vypukl v srpnu loňského roku.

Graf 3 – Normalizace úrokových sazeb: předkrizové a současné hodnoty

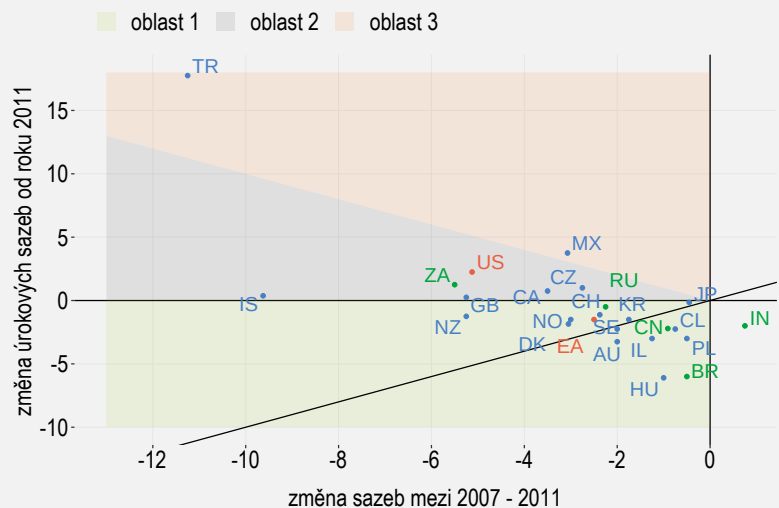


Zdroj: BIS, EIU

Poznámka: červená barva: EA – eurozóna, US – Spojené státy; modrá barva: další země OECD s autonomní měnovou politikou (AU – Austrálie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DK – Dánsko, GB – Velká Británie, HU – Maďarsko, IL – Izrael, IS – Island, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, MX – Mexiko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, SE – Švédsko, SK – Slovensko, TR – Turecko); zelená barva: vybrané rozvíjející se země (BR – Brazílie, CN – Čína, IN – Indie, ID – Indonésie, RU – Rusko, ZA – Jižní Afrika).

Graf 4 – Změny základních úrokových sazeb centrálních bank

(v procentních bodech)



Zdroj: BIS, EIU

Poznámka: červená barva: EA – eurozóna, US – Spojené státy; modrá barva: další země OECD s autonomní měnovou politikou (AU – Austrálie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DK – Dánsko, GB – Velká Británie, HU – Maďarsko, IL – Izrael, IS – Island, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, MX – Mexiko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, SE – Švédsko, SK – Slovensko, TR – Turecko); zelená barva: vybrané rozvíjející se země (BR – Brazílie, CN – Čína, IN – Indie, ID – Indonésie, RU – Rusko, ZA – Jižní Afrika).

Míra pomyslného měnového prostoru pro případné uvolnění měnových podmínek úrokovými sazbami je tak stále dosti nízká.

To se pokouší ilustrovat Graf 4, který srovnává kumulativní hodnotu celkového uvolnění úrokové složky měnových podmínek (tedy o kolik procentních bodů daná země snížila úrokové sazby) mezi léty 2007 a 2011 s kumulativní hodnotou následného utahování měnových podmínek, tedy o kolik procentních bodů se zvýšily úrokové sazby oproti jejich minimu z roku 2011 do současnosti. Z grafu krystalizují tři oblasti. První opět ukazuje, že většina sledovaných zemí nezačala úrokové sazby zvyšovat vůbec (všechny země ležící pod vodorovnou osou). V druhé oblasti se nacházejí ty země, které již se zvyšováním úrokových sazeb

⁶ Jde o zavedený termín ekonomické teorie, který označuje takovou aktivitu či činnost, skrze kterou subjekt (zde centrální banka) způsobuje nedobrovolné náklady nebo zisky jiným subjektům (zde jiným centrálním bankám) bez jiné kompenzace prostřednictvím fungování trhu.

⁷ Viz např. Komárek (2015).

započaly, ale nedosáhly ještě předkrizové úrovně (modrá plocha). Předkrizovou úroveň úrokových sazeb dosáhlo a překročilo pouze Mexiko a Turecko, ty se nacházejí v pomyslné třetí oblasti (červená plocha). Jak již však bylo řečeno, nelze toto zvýšení sazeb zejména u Turecka interpretovat pozitivně.

Fiskální prostor a nutnost konsolidace veřejných financí

Pokud daná země disponuje dostatečným fiskálním prostorem pro potenciální stimulaci ekonomiky, má mnohem větší šanci ekonomiku stabilizovat. To platí jak pro případ „běžné“ recese vyvolané přirozeným cyklem tržního mechanismu, tak zejména nenadálé krize globálního charakteru postihnoucí řadu dalších ekonomik. Akademická literatura přináší v této souvislosti nejedno zajímavé poznání. Reinhart a Rogoff (2009) např. ukázali, že vládní dluh vztahovaný k HDP velmi často roste po eskalaci krize, což odráží pokles příjmů a pokud současně fiskální autorita není pasivní, tak i nárůst jejich výdajů. Toto dokládá ve svém výzkumu např. Mendoza a Ostry (2008), kteří ukazují, že postoj k aktivistické (expanzivní) fiskální politice se zvyšuje tím více, čím nižší je poměr dluhu k HDP. Romer a Romer (2017) docházejí k závěru, že pokud dosáhne ukazatel dluhu k HDP zhruba 130 %, pak již neexistuje prostor pro hospodářský stimul fiskální politikou.

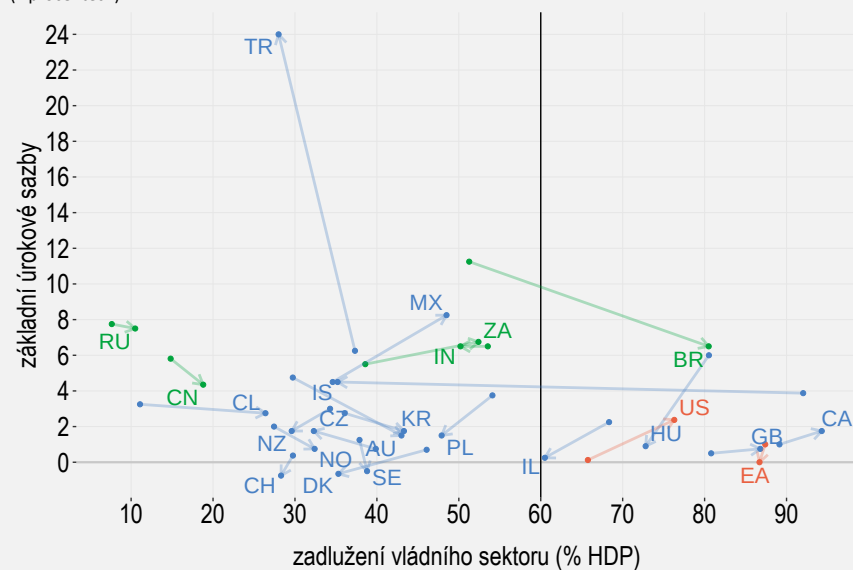
Současný fiskální prostor je v početné skupině zemí OECD rovněž velmi omezený, podobně jako v případě prostoru monetárního. To ukazuje Graf 5, který ilustruje, jak se oproti roku 2011 změnil využitelný fiskální a monetární prostor pro potenciální hospodářskopolitickou reakci. Na svislé ose je uvedena výše úrokové sazby, která ve své kladném teritoriu tvoří pomyslný měnový prostor. Pohyb zdola nahoru tedy vyjadřuje zvyšování měnového prostoru. Na vodorovné ose je pak vynesena výše dluhu v poměru k HDP. Pohyb zleva doprava představuje zvýšení poměru dluhu k HDP, tj. snížení případného fiskálního prostoru. Z grafu je patrné, že řada zemí v dobách konjunktury své zadlužení zvýšila, místo aby si

vytvořila fiskální „polštář“ pro řešení případných budoucích problémů. Fiskální prostor se tak v dobrých časech spíše zmenšil, a to není dobrá zpráva. Případ eurozóny ilustruje, že zvýšení fiskálního prostoru je velmi obtížné. I přes řadu opatření na snížení dluhu, která vedla ke zpomalení růstu ekonomik (zejména v zemích jižního křídla) došlo u eurozóny jako celku pouze k nepatrnému poklesu zadlužení.

Pokud by zasáhla světové hospodářství nenadálá recese nebo snad hluboká krize, bude pro řadu zemí těžké nalézt lék jak v monetární, tak fiskální oblasti. Lze tedy učinit závěr, že pro řadu zemí jsou hospodářskopolitické možnosti reakce na případnou nutnost stimulace ekonomiky velmi omezené. V oblasti měnové politiky je v nouzi teoreticky možné využít výše zmiňované nekonvenční nástroje. V případě fiskální politiky však

Graf 5 – Změna velikosti relativního prostoru ve fiskální a monetární oblasti

(v procentech)



Zdroj: BIS, EIU

Poznámka: červená barva = EA – eurozóna, US – Spojené státy; modrá barva = další země OECD s autonomní měnovou politikou (AU – Austrálie, CA – Kanada, CH – Švýcarsko, CZ – Česká republika, CL – Chile, DK – Dánsko, GB – Velká Británie, HU – Maďarsko, IL – Izrael, IS – Island, JP – Japonsko, KR – Jižní Korea, MX – Mexiko, NO – Norsko, NZ – Nový Zéland, PL – Polsko, SE – Švédsko, SK – Slovensko, TR – Turecko); zelené písmo = vybrané rozvíjející se země (BR – Brazílie, IN – Indie, ID – Indonésie, RU – Rusko, ZA – Jižní Afrika); zelená barva: vybrané rozvíjející se země (BR – Brazílie, CN – Čína, IN – Indie, ID – Indonésie, RU – Rusko, ZA – Jižní Afrika). Z vizualizace bylo vyňato – vzhledem k vyšší svého dluhu (cca 250 % HDP) – Japonsko.

nekonvenční nástroje de facto neexistují, pokud za ně nepovažujeme nerealistické sliby související s volebním cyklem. Poslední vývoj v mezinárodních vztazích navíc naznačuje, že potenciál pro dohodu ohledně koordinovaných kroků⁸ pro stimulaci globální ekonomiky se snižuje. Je tedy možné, že v případě poklesu ekonomik tak jednotlivé země nebudou moci těžit z externalit spojených z koordinovaných odpovědí na ekonomické šoky tak jako během poslední hospodářské krize.

Závěr

Článek se poohlédl za posledními trendy ve vývoji normalizace měnové politiky (s důrazem na země OECD) v kontextu míry udržitelnosti veřejných financí. Stále omezené možnosti měnové politiky zřejmě nenahradí politika fiskální, neboť řada zemí OECD již vyčerpala „bezpečný“ dluhový prostor

⁸ Příkladem mohou být diskutovaná omezení v poskytování swapových linek Fedu v Kongresu USA.

pro možnou fiskální expanzi. Oba prostory jsou tedy velmi vzácné a je nutné se zasadit o kroky, které povedou k jejich zvýšení. Není nutné asi připomínat, k čemu např. v 30. létech minulého století výrazně přispěl kolaps monetární a fiskální politiky. Nicméně, budoucí horší časy, které dříve či později nastanou, budou mít spíše charakter klasické recese, která je přirozeným znakem fungování tržního mechanismu skrze princip multiplikátoru a akcelérátoru. Finanční krize podobná té minulé by nyní hrozit neměla, neboť v oblasti zvýšení finanční stability se mnohé vykonalo. Banky jsou oproti předkrizovému období lépe kapitálově vybavené, řada nepokrytých minulých rizik je ošetřena novou regulací, a tak by i případné likviditní a solventní problémy mohly spíše týkat jednotlivých institucí, než finančního sektoru jako celku.

Zdroje

- Hlédik, T., Vlček, J. (2018): „Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy – The Czech Case“. CNB Working Paper Series.
- Komárek, L. (2016): „Uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí“. Globální ekonomický výhled. ČNB. 9/2016.
- Komárek, L. (2015): „Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému“. ČNB. Globální ekonomický výhled. ČNB. 3/2015.
- Laubach, T., Williams J. C. (2015): „Measuring the Natural Rate of Interest Redux.“ Working Paper Series 2015-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Mendoza, E. G., Ostry, J. D. (2008): „International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy ‘Responsible’?“ Journal of Monetary Economics 55 (6): 1081–1093.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009): „This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly“. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Romer, Ch. D., Romer, D. H. (2017): „New Evidence on the Aftermath of Financial Crises in Advanced Economies“. American Economic Review 107 (10): 3072–3118.

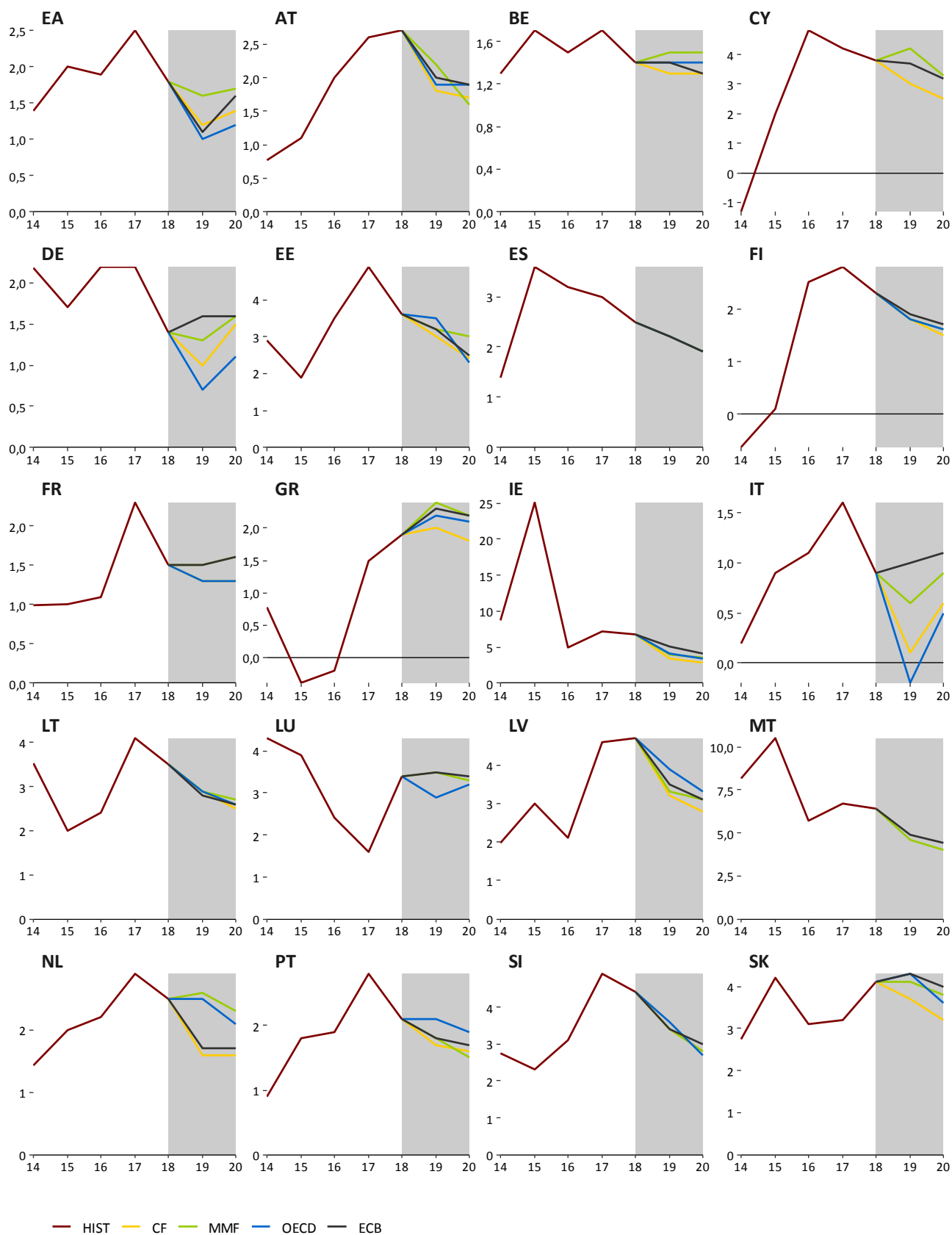
A1. Změna predikcí pro rok 2019

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

A2. Změna predikcí pro rok 2020

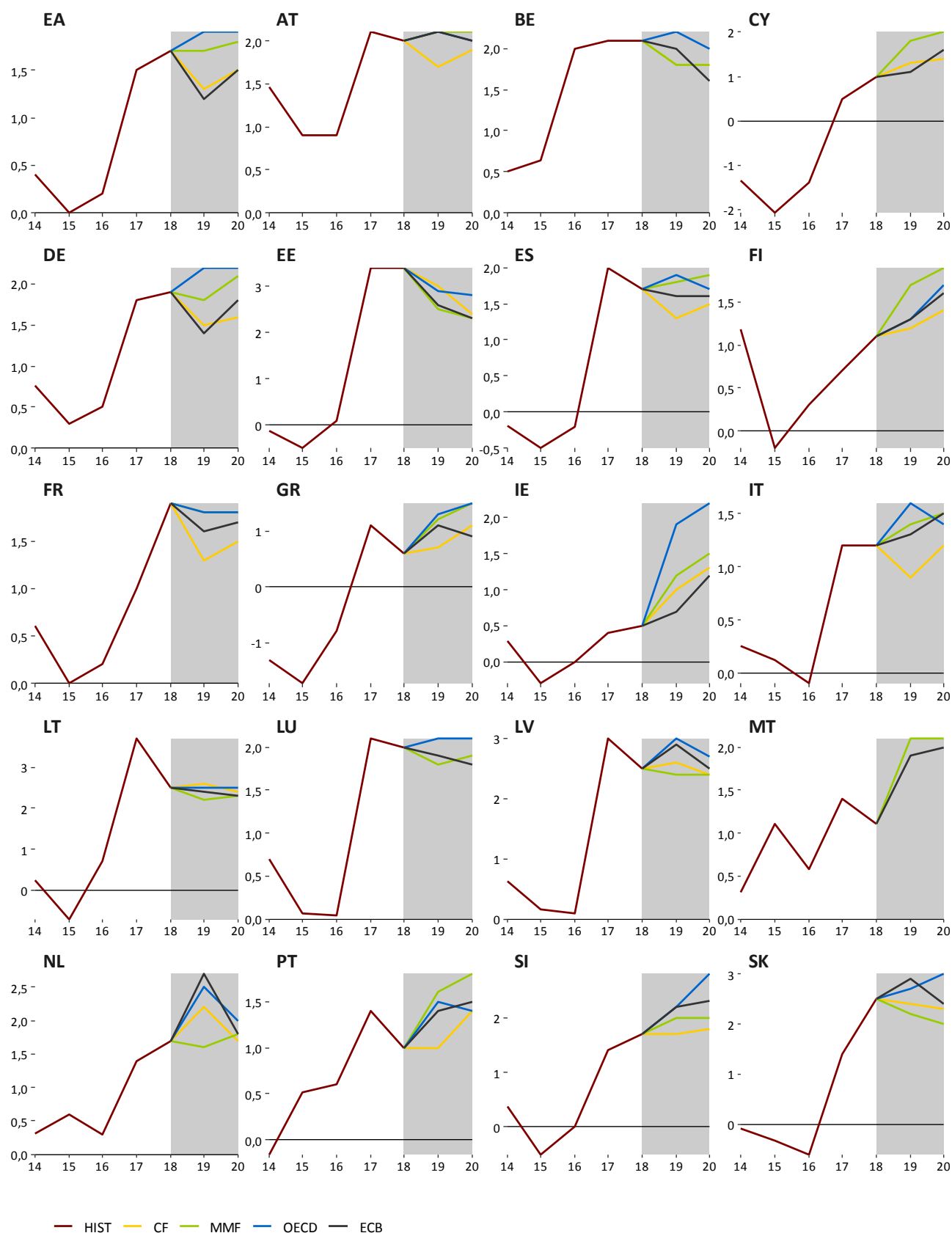
		Růst HDP, %				Inflace, %			
		CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	2019/3	0	2019/1	-0,4	2019/3	0	2018/10	---	2018/11
	2019/2		2018/10		2018/11		2018/4		---
DE	2019/3	0	2019/1	-0,3	2019/3	-0,1	2018/10	---	2018/11
	2019/2		2018/10		2018/11		2018/4		---
US	2019/3	+0,1	2019/1	+0,1	2019/3	0	2018/10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

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	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		

