

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ČERVEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Jak se v průběhu krize změnila globální nerovnováha?	12
POUŽITÉ ZKRATKY	16
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V ROCE 2011	17

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV., VI.
	Soňa Benecká	V.
	Vladimír Žďárský	Zaostřeno na...
Editoři:	Oxana Babecká	
	Martin Motl	
Garant:	Luboš Komárek	Shrnutí

Červnové číslo Globálního ekonomického výhledu přináší vedle standardních výhledů HDP, inflace, předstihových ukazatelů, úrokových sazeb, měnových kurzů a cen komodit i ad hoc analýzu na téma: „JAK SE V PRŮBĚHU KRIZE ZMĚNILY GLOBÁLNÍ NEROVNOVÁHY?“. Jejím obsahem je diagnóza vývoje nerovnováh ve čtyřech ekonomicky nejdůležitějších zemích (teritoriích), které představují více než polovinu světové ekonomiky, tj. Spojených států, eurozóny, Číny a Japonska.

Aktuální údaje z námi sledovaných teritorií stále vykazují – optikou nedávno překonané finanční krize – solidní hodnoty. Údaje za eurozónu a zejména Německo se sice v červnu zlepšily, opačné korekce byly provedeny pro Spojené státy a Čínu. Námi sledované předstihové ukazatele a další informace ze světové ekonomiky naznačují na mírné zhoršení výhledů do budoucna. Navíc agregované makroekonomické údaje maskují podstatné nerovnováhy uvnitř měnové unie; jejich dopad na výkonnost a zejména reputaci eurozóny jako celku může být zásadní. Probíhající jednání evropských autorit a MMF prozatím nenalezly uspokojivé řešení financování řeckého vládního dluhu. Vedlo toho se očekává, že „premiant“ eurozóny (Německo) vykáže výraznější zpomalení ekonomické aktivity, než se ještě před pár měsíci předpokládalo. Výkonnost Spojených států by měla setrvat na současných robustních hodnotách. Rizikem je odkládání navození rozpočtové střídmosti ve Spojených státech. Tahounem světového ekonomického růstu zůstávají rozvíjející se ekonomiky, zejména Čína a Indie.

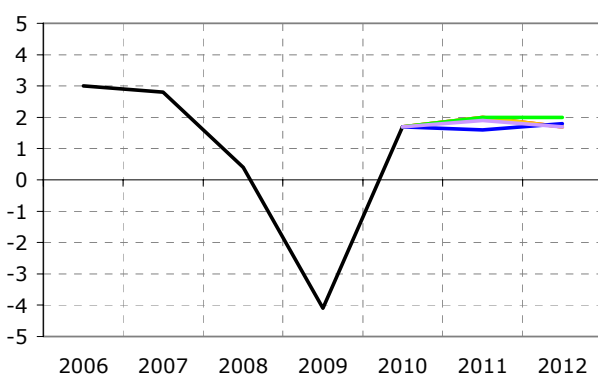
Ceny ropy, ale i některých dalších komodit a energií stále působí proinflačně ve všech sledovaných zemích a regionech. Jejich vliv na spotřebitelské ceny se však postupně snižuje, neboť cenový nárůst ropy na hodnoty kolem 115 USD za barel a jejich následné setrvání kolem této úrovně by měly vést k jejich postupnému odeznívání z budoucí inflace. Samozřejmě zde existuje reálné riziko, že ceny ropy mohou růst nad hodnotu 120 USD za barel, což by inflační tlaky ještě zesílilo. V oblasti změn úrokových sazeb lze očekávat, že cyklus zpřísnování měnové politiky Fedu se odkládá na poslední čtvrtletí letošního roku, zvýšení úrokových sazeb ECB se předpokládá na jednom z jejich nejbližších zasedání.

II.1 HDP

Hospodářské výhledy eurozóny jsou prozatím stabilní; do konce roku 2012 by měla eurozóna růst zhruba 2% tempem. Zdrojem růstu eurozóny by měla být domácí poptávka, čistý export by měl naopak klesat. Rizikem unijního růstu jsou přetrvávající nerovnováhy uvnitř měnové unie a rovněž vývoj německé ekonomiky. HDP Německa letos dosáhne 3,1 % až 3,4 %, a to díky růstu zahraničního obchodu, investicím a soukromé spotřebě. Nicméně výhledy německé výkonnosti jsou klesající; na konci roku 2012 by se měla pohybovat kolem 2% hranice. Ekonomika Spojených států by měla přes mírné zpomalení v roce 2011 vykazovat robustní ekonomický růst cca o 1 procentní bod vyšší, než je růst eurozóny. K důvodům zpomalení v roce 2011 lze řadit přetrvávající vysoké ceny komodit, snížení obchodní intenzity s Japonskem, vyšší nezaměstnanosti a dalším oslabování trhu s bydlením. Nejvíce optimistický je v tomto směru Fed, který předpokládá na konci roku 2012 téměř 4% růst amerického HDP. Ekonomický růst v Číně se letos očekává mezi 9,0 % až 9,6 %, jeho výhled je však rovněž klesající.

EUROZÓNA

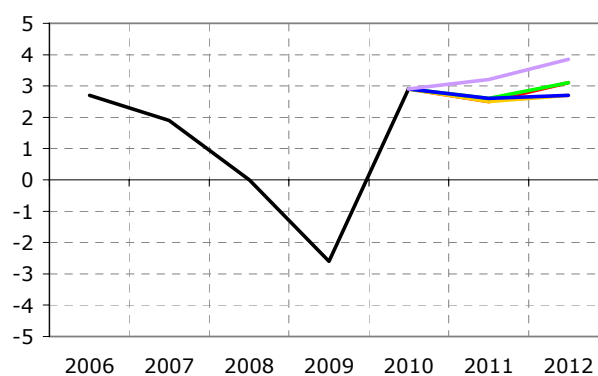
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 6/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — ECB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		2,0	2,0	2,0	1,6	1,9
2012		1,7	1,7	2,0	1,8	1,7

USA

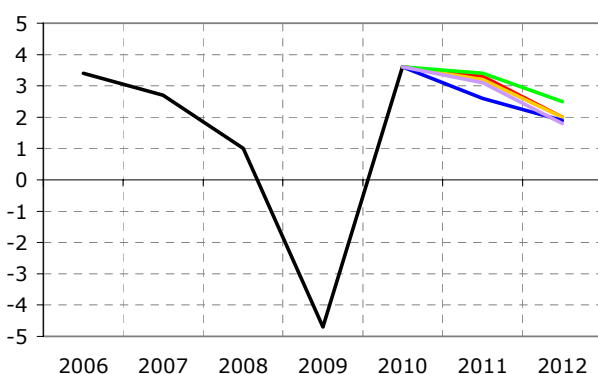
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 6/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — Fed, 4/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		2,5	2,5	2,6	2,6	3,2
2012		3,1	2,7	3,1	2,7	3,9

NĚMECKO

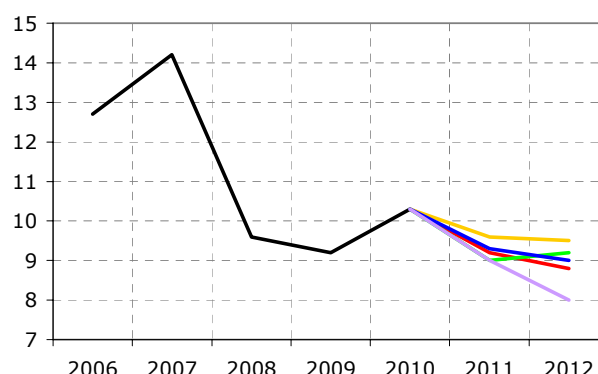
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 6/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — DBB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	3,6					
2011		3,3	3,2	3,4	2,6	3,1
2012		2,0	2,0	2,5	1,9	1,8

ČÍNA

— HIST — CF, 6/11 — MMF, 6/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — BOFIT, 3/11



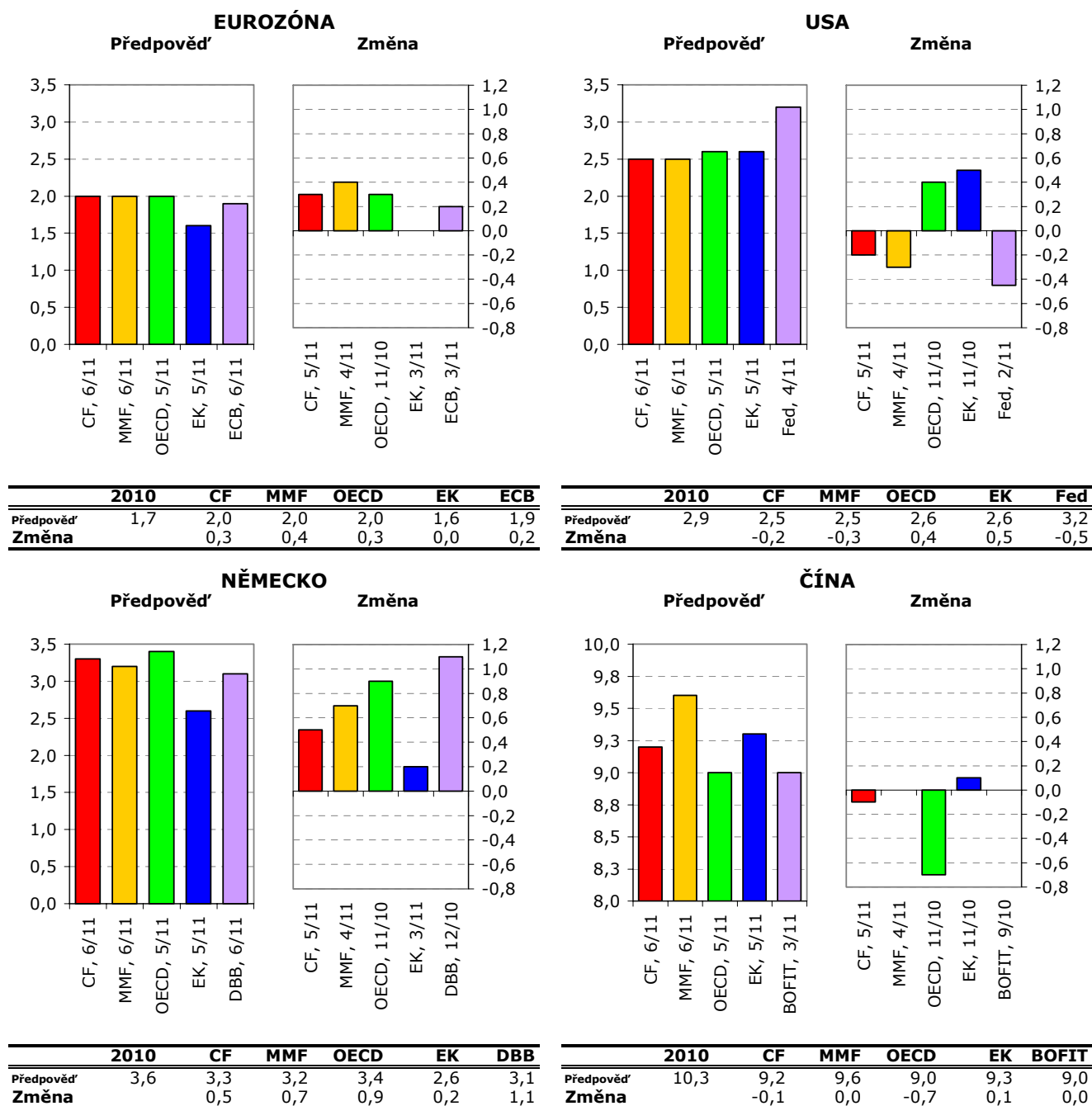
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,2	9,6	9,0	9,3	9,0
2012		8,8	9,5	9,2	9,0	8,0

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. června 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi

V průběhu května a první poloviny června došlo k výrazné revizi směrem k vyššímu ekonomickému růstu eurozóny a Německa v prognózách všech sledovaných institucí. Pro rok 2011 růst HDP eurozóny je očekáván o 0,2-0,4 % vyšší, přitom Německo poroste o 0,5 % až 1,1 % více, než se očekávalo v předchozích výhledech CF, MMF, OECD, ECB a DBB. Červnové CF a *World Economic Outlook* předpokládají mírnější (oproti minule prognóze) ekonomické oživení v USA a Číně. Zpomalení tempa růstu čínského HDP rovněž naznačuje OECD. Změny pro USA jdou oběma směry, červnový CF posunul odhad o 0,2 procentního bodu níže, obdobně jako dubnový odhad MMF. Obdobné korekce pro Čínu (CF, MMF) jsou spíše kosmetického rázu.



Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. června 2011]

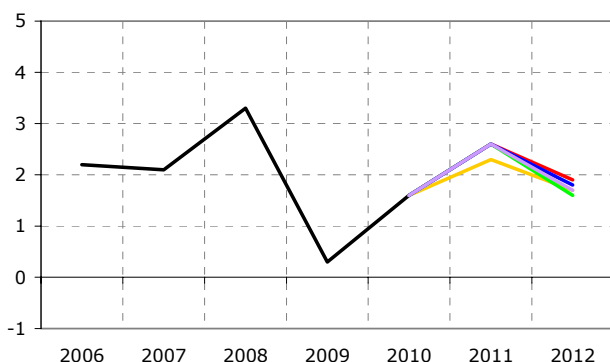
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.3 Inflace

Ve všech sledovaných teritoriích dosáhne inflace v roce 2011 nejvyšších hodnot, a to zejména díky proinflačnímu působení cen ropy a některých dalších komodit. Inflaci může dále podpořit vyšší využití kapacit, zejména v eurozóně a Německu, kde se letos očekává růst cen mezi 2,2% až 2,6 %. Očekávané zpříšňování měnové politiky bude působit protiinflačně. Ceny v USA se letos zvýší na 2,2 % až 3,0 %. Příští rok se tempo inflace ve sledovaných vyspělých ekonomikách vrátí na úroveň 2 % a níže. Inflace v Číně se sníží z téměř 5 % v roce 2011 na 2,5 % až 3,8 % v roce 2012, a to především pod vlivem zpříšňování měnové politiky, a zároveň v důsledku očekávaného poklesu poptávky a zastavení růstu cen dovozu.

EUROZÓNA

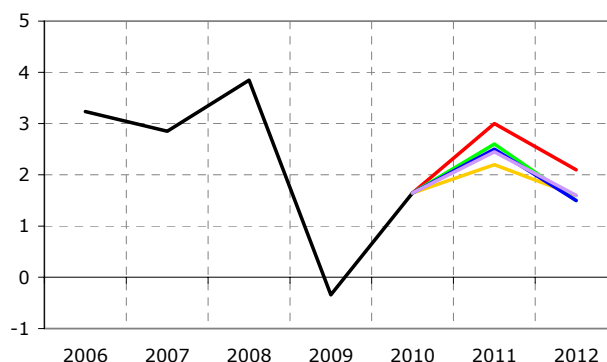
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 4/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — ECB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,6	2,3	2,6	2,6	2,6
2012		1,9	1,7	1,6	1,8	1,7

USA

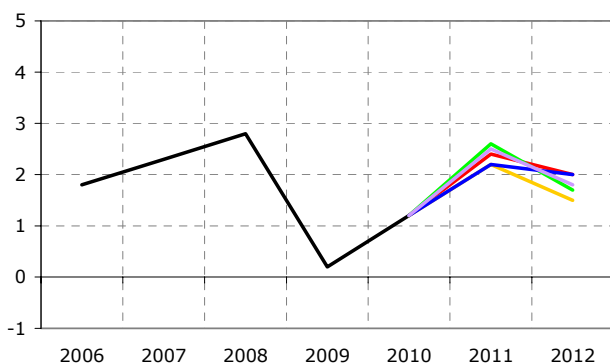
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 4/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — Fed, 4/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		3,0	2,2	2,6	2,5	2,5
2012		2,1	1,6	1,5	1,5	1,6

NĚMECKO

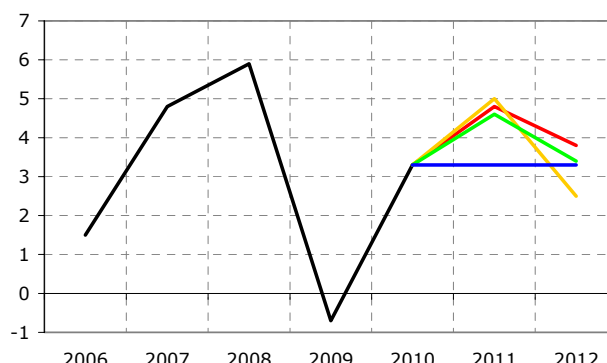
— HIST — CF, 6/11 — MMF, 4/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — DBB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,4	2,2	2,6	2,2	2,5
2012		2,0	1,5	1,7	2,0	1,8

ČÍNA

— HIST — CF, 6/11 — MMF, 4/11
— OECD, 5/11 — EK, 11/10



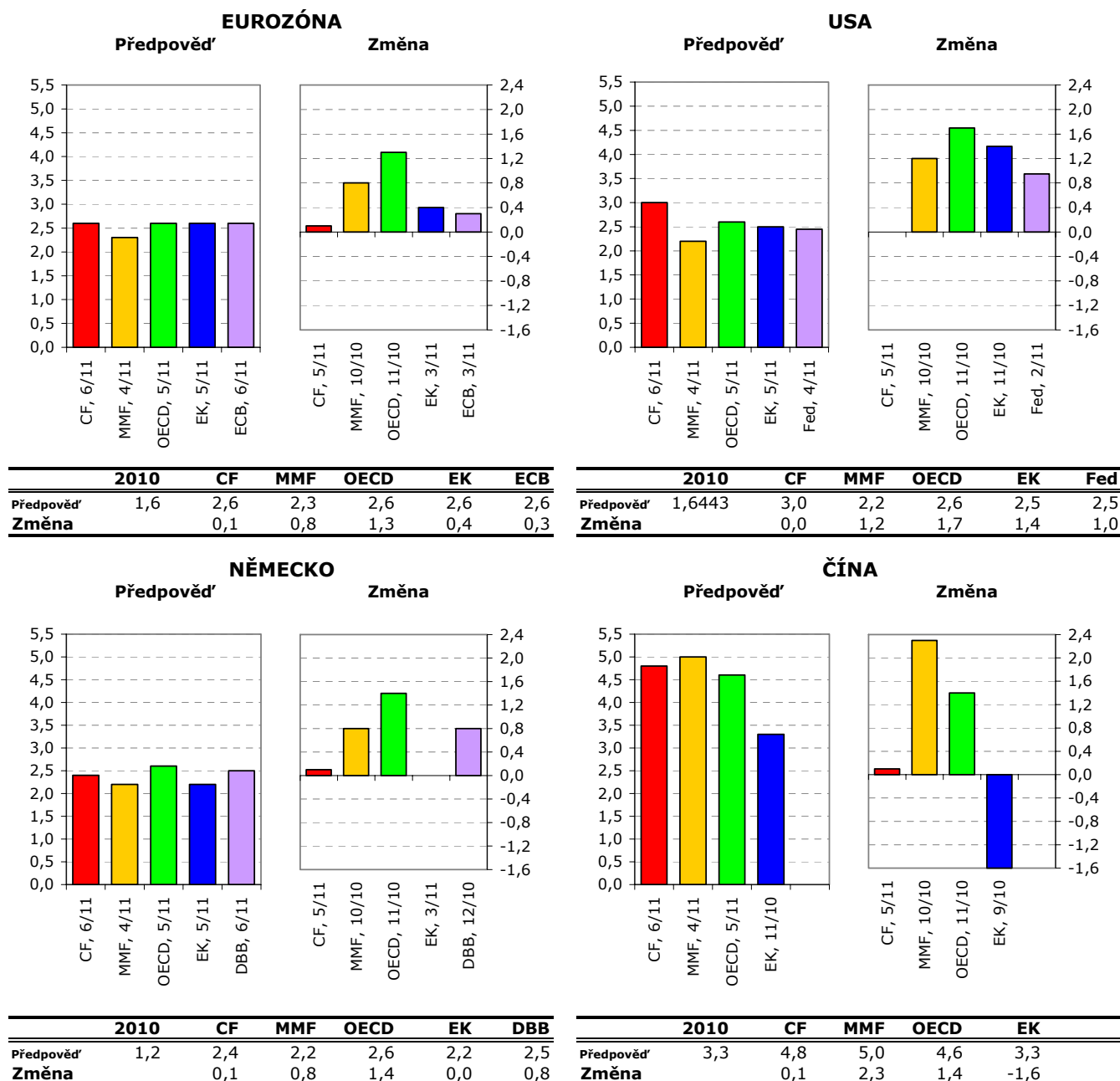
	HIST	CF	MMF	OECD	EK
2010	3,3				
2011		4,8	5,0	4,6	3,3
2012		3,8	2,5	3,4	3,3

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. června 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi

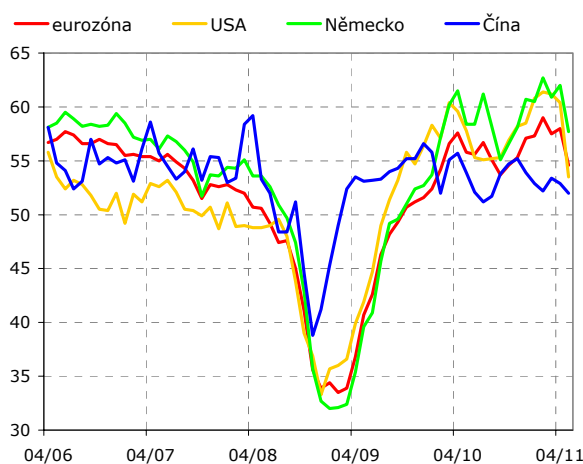
Nové prognózy (CF, DBB, ECB, MMF a OECD) očekávají oproti minulé prognóze vyšší růst cen ve všech sledovaných zemích a regionech. Vzhledem k tomu, že předpověď inflace je stále revidována směrem k vyšším hodnotám, změna je převážně větší u výhledů s nižší frekvencí publikování.



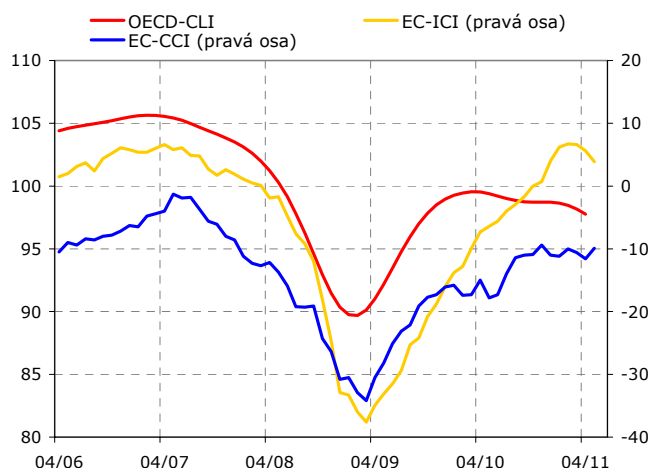
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. června 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

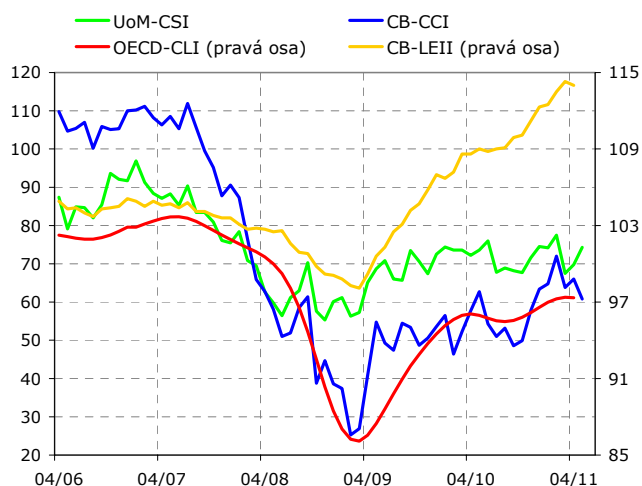
Výhled pro světovou ekonomiku se v červnu zhoršil. Hodnoty indexů PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu za všechny sledované země a regiony se snížily a ukazují tak na pokles globálního hospodářského růstu v příštím období. V USA se snížily i další předstihové ukazatele s výjimkou indexu spotřebitelské důvěry Michiganské univerzity. Tento výsledek rovněž naznačuje zpomalení tempa růstu HDP. V eurozóně se vedle PMI snížily i ostatní předstihové ukazatele s výjimkou spotřebitelské důvěry. Nejpříznivější ekonomický výhled lze pozorovat u Německa, kde kromě PMI další předstihové ukazatele téměř neklesly a ukazatele spotřebitelské důvěry se zvýšily.

PMI V PRŮMYSLU


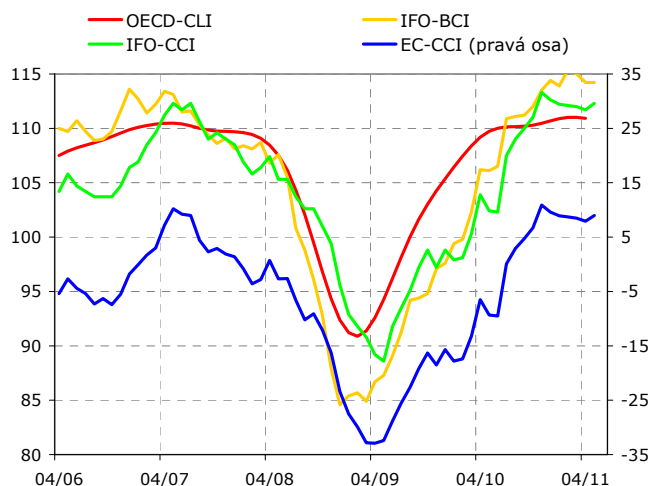
	EA	US	DE	CN
3/11	57,5	61,2	60,9	53,4
4/11	58,0	60,4	62,0	52,9
5/11	54,6	53,5	57,7	52,0

EUROZÓNA


	OECD-CLI	EC-ICI (pravá osa)	EC-CCI (pravá osa)
3/11	98,2	6,6	-10,6
4/11	97,8	5,6	-11,6
5/11		3,9	-9,9

USA


	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
3/11	97,4	114,3	67,5	63,8
4/11	97,3	114,0	69,8	66,0
5/11			74,3	60,8

NĚMECKO


	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
3/11	111,0	115,0	112,0	8,5
4/11	110,9	114,2	111,7	7,9
5/11		114,2	112,3	9,0

Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 16. června 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

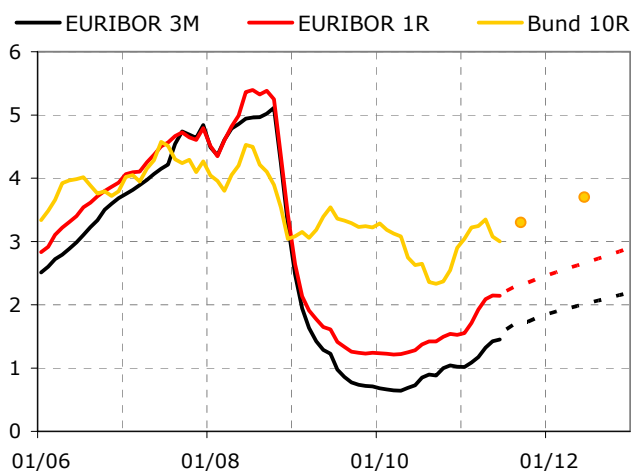
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Květnové zasedání Rady guvernérů ECB a následná komunikace vedly k zastavení trendového růstu sazeb EURIBOR 3M a 1R. Jednoletá sazba od té doby stagnuje na hodnotě cca 2,15 %. Tříměsíční sazba se v květnu pohybovala poblíž úrovně 1,43 %, ale v současnosti přešla opět do mírného růstu. Výhled na základě implikovaných sazeb byl v červnu (stejně jako v květnu) přehodnocen směrem k pomalejšímu růstu. Pro konec roku 2012 se očekávaná tříměsíční sazba snížila o dalších 0,4 p.b. na 2,2 %; o stejnou hodnotu poklesla předpověď i u jednoleté sazby na 2,9 %. Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu od dubna klesá, směrem dolů tak byl přehodnocen i výhled na základě červnového Consensus Forecasts. Očekávaná hodnota v horizontu 3 měsíců byla snížena z 3,4 % na 3,3 %; v horizontu 12 měsíců byla předpověď ponechána na hodnotě 3,7 %.

Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 13. června 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

EUROZÓNA

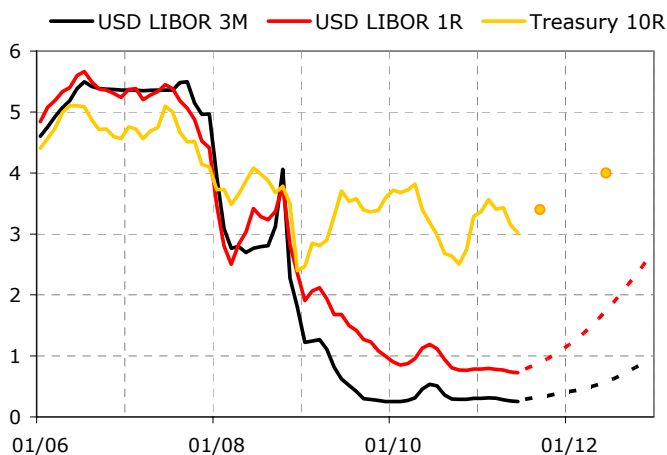


	05/11	06/11	12/11	06/12	12/12
EURIBOR 3M	1,43	1,45	1,82	2,01	2,18
EURIBOR 1R	2,15	2,14	2,44	2,66	2,88
	05/11	06/11	09/11	06/12	
Bund 10R	3,08	3,00	3,30	3,70	

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Po dlouhé fázi stagnace a navzdory tomu, že trhy již delší dobu očekávají růst, dolarové sazby LIBOR od dubna nepatrně klesají. Předpověď sice zůstala i v červnu rostoucí, ale očekávané tempo růstu se značně snížilo. Pro konec roku 2012 se výhled tříměsíční sazby posunul o cca 0,4 p.b. dolů na 1,0 %. K ještě mnohem výraznější změně došlo u jednoleté sazby, kde se očekává pro konec příštího roku pokles z 3,7 % na 2,6 %. Stejně jako v eurozóně, i v USA nadále klesal výnos desetiletého vládního bondu. To vedlo ke snížení předpovědi na základě červnového CF o 0,2 p.b. jak v tříměsíčním, tak v jednoletém horizontu na 3,4 % resp. 4,0 %.

USA



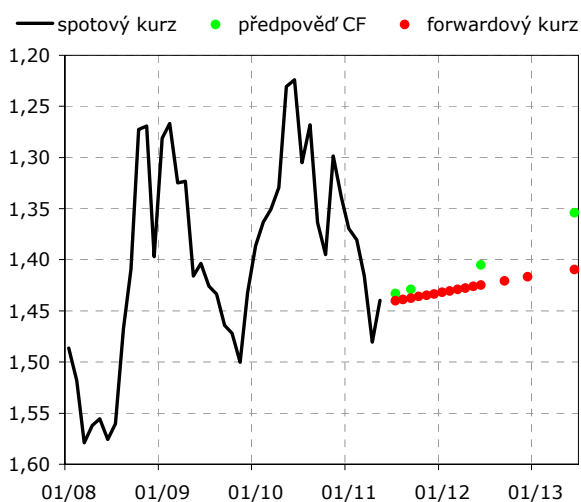
	05/11	06/11	12/11	06/12	12/12
USD LIBOR 3M	0,26	0,25	0,40	0,57	0,95
USD LIBOR 1R	0,74	0,72	1,10	1,74	2,63
	05/11	06/11	09/11	06/12	
Treasury 10R	3,15	3,02	3,40	4,00	

Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 13. června 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

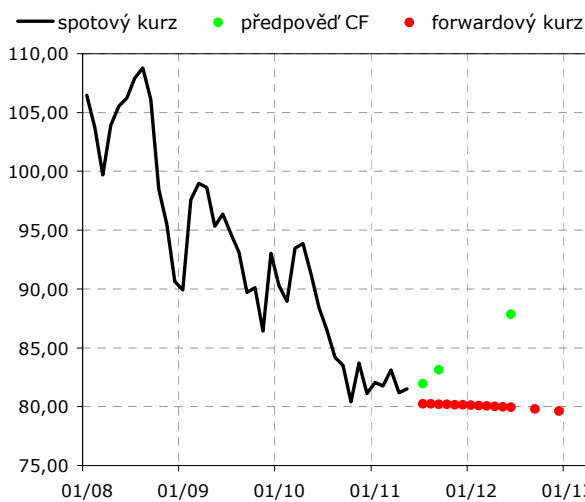
Od začátku letošního roku pozorované oslabování kurzu amerického dolaru vůči euru nakonec dosáhlo 1,49 USD/EUR. Následně po rozhodnutí ECB o výši úrokových sazeb a s prohloubením řecké dluhové krize v první dekádě května dolar výrazně posílil. Dalšímu růstu dolaru vůči euru však brání záměr ECB zvýšit v červenci klíčovou úrokovou sazbu. Navíc eurozóna i Německo vykazuje oproti minulým prognózám vyšší růst HDP. Nové výhledy pro USA (CF, Fed) se naopak zhoršily, a očekávaný růst cen v eurozóně ve srovnání s USA by měl působit na kurz spíše neutrálně. Jelikož rizika jsou patrná i v USA (nejen ve spotřebě a zaměstnanosti, ale i v politice Fedu), nový výhled kurzu se oproti minulému měsíci nezměnil. I nadále se očekává pomalé posílení dolaru až na 1,35 USD/EUR. Z nejistoty profituje švýcarský frank, který vůči dolaru v květnu a červnu posiloval až na 0,83 CHF/USD a jehož krátkodobý výhled se posunul nahoru. U dalších měn nedošlo ke změnám v předpovědi. V horizontu dvou let by kurz dolaru vůči libře měl zůstat stabilní okolo 1,65 USD/GBP, a vůči japonskému jenu by měl dolar posílit o více než 10 %.

USD/EUR



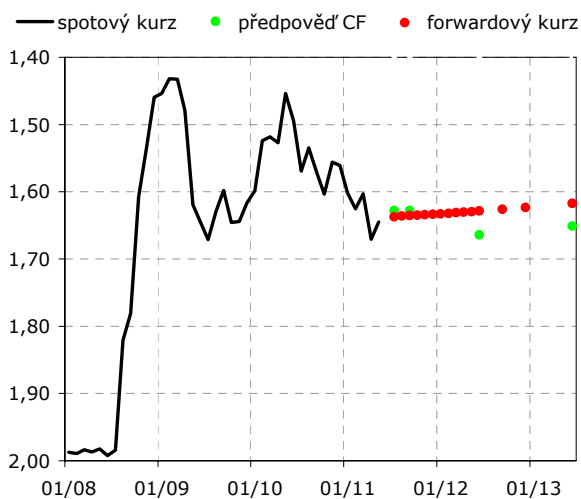
	13/6/11	07/11	09/11	06/12	06/13
spotový kurz	1,441				
předpověď CF		1,433	1,429	1,405	1,354
forwardový kurz		1,440	1,438	1,425	1,410

JPY/USD



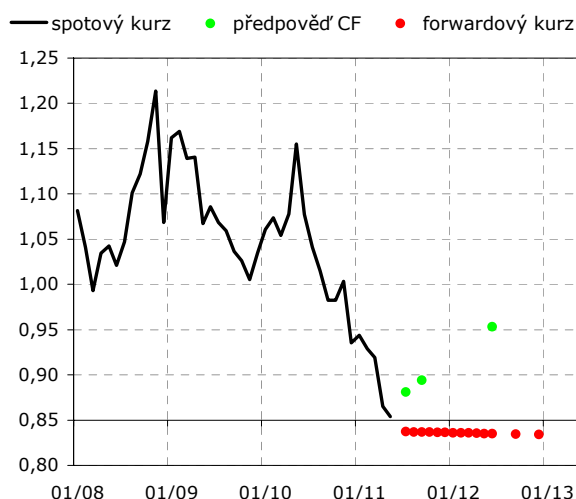
	13/6/11	07/11	09/11	06/12	06/13
spotový kurz	80,24				
předpověď CF		81,93	83,14	87,85	90,75
forwardový kurz		80,23	80,20	79,94	79,14

USD/GBP



	13/6/11	07/11	09/11	06/12	06/13
spotový kurz	1,638				
předpověď CF		1,628	1,628	1,664	1,651
forwardový kurz		1,637	1,636	1,629	1,618

CHF/USD



	13/6/11	07/11	09/11	06/12	06/13
spotový kurz	0,837				
předpověď CF		0,881	0,894	0,953	1,025
forwardový kurz		0,837	0,837	0,835	0,832

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data 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) možnosti zajištění budoucího kurzu. [Uzávěrka dat: 17. června 2011] Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

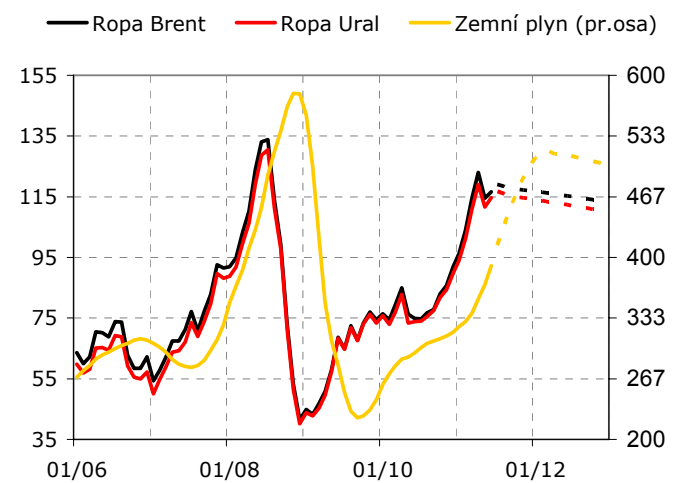
VI.1 Ropa a zemní plyn

Po výrazném propadu na začátku května způsobeným prudkým posílením dolaru cena ropy Brent tři týdny kolísala kolem horizontálního trendu a poté se vydala opět směrem k vyšším hodnotám. Více než ekonomické fundamenty ovlivňuje v současnosti cenu ropy měnící se sentiment. Zástupci OPECu se na svém jednání nedohodli na změně těžebních kvót, i když někteří z nich již předem avizovali jejich zvýšení. Vzhledem k tomu, že minulá předpověď cen byla vytvořena bezprostředně po květnovém propadu, posunula se červnová trajektorie zhruba o 4 USD/barel směrem vzhůru, nadále však zůstává klesající. Naproti tomu, předpovědi většiny významných agentur sledujících trh s ropou očekávají další nárůst cen ropy Brent. Cena plynu odráží vývoj na trhu s ropou s cca půlročním zpožděním.

Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotáci londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m³ jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 13. června 2011].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



	06/11	12/11	06/12	12/12
Ropa Brent	116,7	116,9	115,3	113,4
Ropa Ural	114,6	114,3	112,3	110,2
Zemní plyn	390,9	499,3	512,8	502,1

VI.2 Ostatní komodity

Na rozdíl od ceny ropy u celkového indexu cen neenergetických surovin nedošlo po květnovém propadu k obnovení růstu. Předpověď se oproti květnu jen nepatrně zvýšila v důsledku očekávaných mírně vyšších cen potravinářských surovin a nižších cen průmyslových kovů.

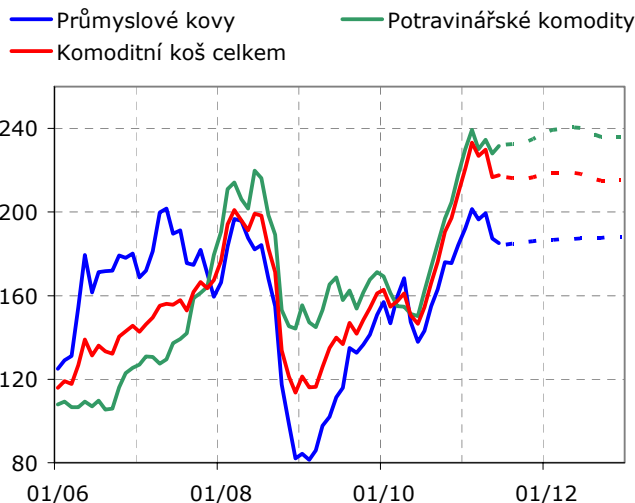
Co se týče jednotlivých komodit, očekává se u potravin další růst ceny pšenice (pod vlivem extrémně suchého počasí a klesajících zásob) a rýže, a naopak pokles ceny kukuřice (ze současných rekordních hodnot) a cukru. Kukuřice je však důležitou surovinou pro výrobu bioetanolu, a její cena tak bude záviset i na vývoji cen ropy. Z průmyslových surovin by měla pokračovat v poklesu cena bavlny a růst cena hliníku. Ceny průmyslových surovin však budou do značné míry záviset na ekonomické situaci v Číně, která je největším spotřebitelem těchto komodit.

Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled.

[Uzávěrka dat: 13. června 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	06/11	12/11	06/12	12/12
Průmyslové kovy	185,2	186,2	187,4	187,9
Potravinářské komodity	231,7	236,7	240,3	235,8
Komoditní koš celkem	217,6	217,4	218,2	215,4

JAK SE V PRŮBĚHU KRIZE ZMĚNILY GLOBÁLNÍ NEROVNOVÁHY?¹

Světová hospodářská a finanční krize, která vypukla v roce 2007 v USA a v následujícím roce postihla zbytek světa, byla jen vyvrcholením předcházejícího nerovnovážného vývoje řady zemí. V důsledku demografického vývoje v rozvinutých zemích a postupného přesunu ekonomických aktivit z rozvinutých zemí především do východní, jižní a jihovýchodní Asie se řadě zemí začal snižovat ekonomický potenciál, nebo alespoň nerostl tempem odpovídajícím vývoji jejich spotřeby. Vlivem nedostatečné exportní kapacity a relativně vysoké domácí spotřeby se v některých zemích prohlubovaly nerovnováhy na běžném účtu platební bilance za udržitelné hranice. Také pracovní síla se postupně začala přeorientovávat z průmyslu a „obchodovatelných“ služeb na odvětví, kde není, nebo je jen velmi omezená mezinárodní konkurence, včetně veřejného sektoru. Rostoucí úloha státu při zachování životní úrovně obyvatelstva, demografický vývoj a výpadek části firemních příjmů vlivem jejich přesunu do nákladově a daňově příznivějších destinací se v některých zemích projevil růstem deficitu veřejných financí. Hospodářský růst byl mnohdy uměle udržován², resp. urychlován úvěry taženým růstem soukromé spotřeby. Nerovnoměrný vývoj byl v některých rozvinutých zemích ještě umocňován nadměrným růstem developerských aktivit financovaných ve značné míře pomocí bankovních úvěrů. Právě prasknutí realitní bubliny bylo spolu s neúspěchem extrémně riskantních operací amerických investičních bank příčinou vypuknutí krize v USA v roce 2007. Nerovnováhy, které byly příčinou krizí minulých a pochopitelně i té poslední, jsou indikátorem i krizí budoucích. Cílem článku je proto zmapovat, k jakým změnám došlo od počátku krize, a zda procesy, které nastartovala, vedly k odstranění, resp. zmírnění nerovnováh, nebo zda přetrvávají a s rizikem jejich bolestivého odstraňování je nutno počítat v brzké či vzdálenější budoucnosti.

Pro zjednodušení pohledu na vývoj globálních nerovnováh jsou v textu sledovány pouze vývoje nerovnováh ve čtyřech ekonomicky nejdůležitějších zemích (teritoriích), které představují více než polovinu světové ekonomiky (tj. v USA, eurozóně, Číně a Japonsku). Vzhledem k tomu, že nerovnováhy velkého rozsahu koncentrované u obyvatelstva nebo podnikatelského sektoru se obvykle odrazí v nerovnovážném vývoji bankovního sektoru, který následně zachraňuje stát jako poslední instance, a že dílčí nerovnováhy se zpravidla promítají do nerovnováhy vnější³, daný článek zaměřuje pozornost především na vývoj vnější nerovnováhy a nerovnováhy veřejných financí. Při posuzování nerovnováh eurozóny je nutno brát v úvahu její specifickou pozici jako sdružení zemí se společnou měnou, ale velmi omezenou společnou rozpočtovou politikou. V oblasti vnější nerovnováhy je vzhledem k existenci společné měny situace stejná jako u ostatních sledovaných zemí, zatímco v oblasti fiskální nerovnováhy je celkový pohled na eurozónu poněkud ošidný, neboť velmi omezený společný rozpočet (mírně nad 1 % HDP) neumožňuje takové přerozdělení zdrojů mezi jednotlivými zeměmi, které je možné v USA, resp. u obou asijských zemí.

K určitým projevům dlouhodobě nerovnovážného vývoje docházelo již v závěru minulého století. Na počátku nového milénia však nebyly globální nerovnováhy příliš velké, resp. nedosahovaly

¹ Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Přesto se podíl rozvinutých zemí na světovém hrubém domácím produktu za posledních deset let snížil o cca 10 p.b.

³ Toto neplatí vždy. Například velkou fiskální nerovnováhu Japonska (největší veřejný dluh na světě přesahující aktuálně dva roční hrubé domácí produkty země) z velké části vyvažuje vysoký sklon k úsporám ze strany obyvatelstva a nijak se nepromítá do vnější nerovnováhy.

rizikových hodnot⁴. Projevovaly se především růstem deficitů veřejných rozpočtů a veřejného dluhu Japonska (v rozhodující míře se jednalo o vnitřní dluh) a postupným narůstáním vnější nerovnováhy USA. Relativně vysoký dluh zemí eurozóny nevykazoval růstovou tendenci. Také čínské přebytky běžného účtu nebyly nijak extrémní.

Tabulka 1: Základní charakteristiky veřejných financí a vnější rovnováhy nejvýznamnějších světových ekonomik v 90 letech minulého století

v % HDP

	1990	1995	2000
	Saldo veřejných rozpočtů		
USA	-3,8	-2,2	2,4
Eurozóna	-3,0	-7,5	0,0
Japonsko	2,0	-4,7	-7,6
Čína	-	-0,9	-2,5
	Veřejný dluh		
USA*	42,1	49,1	34,7
Eurozóna	-	70,9	69,5
Japonsko	63,9	86,2	135,4
Čína	6,2	7,1	12,3
	Saldo běžného účtu		
USA	-1,4	-1,5	-4,2
Eurozóna	0,5	0,6	-0,6
Japonsko	1,4	2,1	2,6
Čína	3,0	0,2	1,7
	Saldo výkonové bilance		
USA	-1,4	-1,3	-3,8
Eurozóna	1,0	1,7	0,6
Japonsko	0,9	1,4	1,5
Čína	2,6	1,6	2,4

Poznámka: * státní dluh

Zdroj: Economist Intelligence Unit

Na počátku nového tisíciletí se však nerovnovážený vývoj rozhodujících světových ekonomik výrazně urychlil. Zatímco veřejné rozpočty nevykazovaly s výjimkou Japonska nijak dramatický vývoj, z pohledu vnější rovnováhy bylo patrné zhoršování pozice USA. Vnější nerovnováha USA měřená deficitem BÚ postupně dosáhla 6 % HDP a překročila tak obecnou „bezpečnou“ úroveň⁵. Těžištěm hospodářského růstu USA byla soukromá spotřeba extrémně využívající úvěry. Naopak přebytek běžného účtu Číny přes 9 % HDP signalizoval jednostrannou, dlouhodobě neudržitelnou, exportně orientovanou ekonomiku⁶. Eurozóna i Japonsko zůstávaly (z pohledu vnější rovnováhy) rovnovážnými ekonomikami.

Celkově lze říci, že hlavním problémem vývoje v poslední dekádě byla kumulace nerovnováh v USA spočívající v nadměrném zadlužení obyvatelstva a lokálních autorit v kombinaci s relativně nízkou vnější konkurenceschopností a průměrně zadluženou federální vládou. Celkový hrubý dluh USA⁷ přesáhl trojnásobek HDP. Depozita v amerických bankách pokrývala jen zhruba ¾ úvěrových aktivit. Vysoké zadlužení všech subjektů tak činilo americkou ekonomiku silně závislou na vnějších zdrojích. „Normální“ fungování USA vyžadovalo dovoz kapitálu v rozsahu cca 800

⁴ Za rizikové jsou obvykle považovány deficit běžného účtu převyšující 5 % HDP a veřejný dluh převyšující 80 % HDP. Tyto hodnoty lze nicméně považovat jen za orientační, neboť hodně záleží na kredibilitě země a existenci specifických faktorů, které mohou tyto orientační hodnoty modifikovat.

⁵ V případě USA je však nutno vzít v úvahu, že dolar nadále sehrává roli hlavní světové rezervní měny a tak deficit mírně nad běžně uváděnou bezpečnou hranicí není sám o sobě, ani ze střednědobého pohledu, extrémně nebezpečný.

⁶ Ovšem nerovnováha ve formě přebytku nečiní ekonomiku zdaleka tak zranitelnou jako v případě deficitu.

⁷ Obyvatelstva, podnikatelského, bankovního a veřejného sektoru

mld. USD ročně. V bankovním sektoru měly příliš velký podíl na straně aktiv hypotéky jištěné nemovitostmi (potenciální problém jak s likviditou, tak cenami)⁸. Zároveň se však USA v období před vypuknutím krize podařilo prodat velkou část těchto málo likvidních a cenově nadhodnocených aktiv do zahraničí, v rozhodující míře do Evropy (v hodnotě až 500 mld. USD).

Krize vypukla v USA v roce 2007 a měla podobu finanční krize, zbytek zejména vyspělého světa postihla spíše až v roce 2008 v podobě poklesu poptávky. Evropa byla navíc silně zasažena finanční krizí vlivem angažování evropských bank především ve finančních operacích s americkými CDO a CDS spojenými do značné míry s podřadnými hypotékami.

V důsledku finanční a hospodářské krize došlo ke zmírnění nerovnováh především v USA u obyvatelstva (míra úspor vzrostla z 1,4 % v roce 2005 na 5,8 % v roce 2010) a bankovního sektoru (především vlivem státních intervencí), poměrně výrazně se snížila i vnější nerovnováha. Na druhé straně ale prudce vzrostla nerovnováha veřejných financí a v důsledku toho se veřejný dluh v poměru k HDP zvýšil o cca 30 p.b. a blížil se hodnotě ročního HDP. Fiskální vývoj eurozóny byl také spojen s růstem deficitů veřejných financí a v důsledku toho se veřejný dluh v průběhu krize zvýšil o téměř 20 p.b. především vlivem pomoci bankovnímu sektoru a snah udržet výdajové strany rozpočtů vysoké při poměrně výrazných výpadech příjmů. Relativně výrazné zhoršení veřejných financí je patrné i u Japonska (dluh stoupl o cca 25 p.b.) a Číny (cca o 10 p.b.). Přebytek běžného účtu Číny poklesl téměř o polovinu.

Tabulka 2: Změna fiskálního deficitu a výše veřejného dluhu oproti předkrizové úrovni

v % HDP

	2006		2010	
USA	-1,9	36,5*	-8,9	62,3*
Eurozóna	-1,4	68,5	-6,2	86,0
Japonsko	-1,6	172,1	-7,7	197,5
Čína	-0,7	12,4	-1,6	22,9**

Poznámka: * státní dluh. V současnosti je veřejný dluh o cca 30 p.b. vyšší. ** údaj za rok 2009.

Zdroj: Economist Intelligence Unit

Tabulka 3: Změna vnější (ne)rovnováhy během krize

	2006		2010	
	BU/HDP	Výk. B./HDP	BU/HDP	Výk.b./HDP
USA	-6,0	-5,7	-3,2	-3,4
Eurozóna	0,4	1,3	0,3	1,7
Japonsko	3,9	1,4	3,6	1,4
Čína	9,1	7,5	5,2	3,9

Zdroj: Economist Intelligence Unit

Souhrnně lze tedy konstatovat, že v průběhu krize došlo ke zmírnění vnějších nerovnováh (výraznému snížení přebytku běžného účtu Číny i deficitu USA, při zachování mírného přebytku Japonska a přibližné rovnováhy eurozóny)⁹. Dále je patrné, že došlo k určitému zmírnění nerovnováh u obyvatelstva a bankovního sektoru v USA, ovšem na úkor růstu veřejného dluhu v USA a Evropě. Veřejné dluhy a fiskální deficity sledovaných subjektů se výrazně prohloubily a v současnosti představují největší riziko krizové „recidivy“ (s výjimkou Číny). Lze říci, že bolestivá restrukturalizace ekonomik většinou neproběhla (kromě několika menších evropských ekonomik), k obnovení rovnováh došlo jen v omezené míře, nerovnováhy se spíše jen přesunuly na veřejný sektor. Jestliže je za kritickou hodnotu považován veřejný dluh ve výši 80 % HDP,

⁸ Po poklesu cen nemovitostí v USA byla téměř ¼ všech zůstatků dluhu na hypotékách vyšší než hodnota nemovitosti.

⁹ Struktura hospodářského růstu USA je však dosud silně vychýlena ve prospěch veřejné spotřeby na úkor soukromé, což může mít vliv na celkovou dovozní náročnost HDP. Není tedy jasné, jak se bude vyvíjet deficit běžného účtu (výkonová bilance) až dojde k obnovení růstu soukromé spotřeby.

pak Japonsko tuto hodnotu převyšuje cca 2,5 krát, USA o čtvrtinu a eurozóna ji překračuje o cca 10 %, zatímco čínský deficit dosahuje cca čtvrtiny kritické úrovně. Z tohoto velmi jednoduchého statistického pohledu je Japonsko velmi ohroženou zemí, také USA jsou na tom velmi špatně a eurozóna je na pomyslné kritické hraně. Reálné hodnocení je však mnohem složitější.

Vývoj veřejných financí USA je sice dlouhodobě neudržitelný, ale vláda má zřejmě k dispozici ještě několik let na zastavení nepříznivého vývoje a ve srovnání se zeměmi EU i prostor na zvýšení daňových příjmů. Riziko sice zvyšuje vysoký podíl zahraničního financování, které lze považovat za mnohem méně stabilní než domácí, Amerika však stále ještě může těžit ze své pozice ekonomické velmoci číslo 1 a úlohy dolaru jako nejdůležitější světové měny. Navíc jí „pomáhají“ mnohem větší problémy některých zemí eurozóny, odvádějící částečně pozornost trhů od problémů USA.

Na obrovský japonský deficit je nutno nahlížet také jako na formu určitého penzijního zajištění obyvatelstva při omezené úloze veřejných financí při zajišťování obyvatelstva na stáří. Při velmi omezeném rozsahu financování fiskálního deficitu ze zahraničí a dlouhodobě velmi nízkých úrokových sazbách spojených s jeho financováním je možné předpokládat, že deficit je střednědobě udržitelný. Největší riziko pro Japonsko představuje zřejmě stárnutí obyvatelstva, protože Japonsko zatím jen ve velmi omezené míře využívá imigraci k zajištění stability populace. Určitý optimismus vyvolává nadále velmi dobrá vnější konkurenceschopnost země.

Hodnocení eurozóny je mnohem složitější, neboť s výjimkou vnější nerovnováhy, kde souhrnná pozice nepředstavuje v současnosti žádný problém, u ostatních nerovnováh jsou klíčové národní charakteristiky. Celková fiskální pozice eurozóny je příznivější než USA i Japonska (deficit veřejných financí i celkový veřejný dluh jsou menší), ale jednotlivé země eurozóny se nacházejí ve zcela odlišné situaci. V eurozóně je několik zemí, které nejsou schopny se financovat na finančních trzích (relativní výše deficitu veřejných financí u Řecka a Irsku je přitom nad úrovní USA, Portugalsko ho má nižší). Problém je v tom, že nízká vnější konkurenceschopnost Řecka a Portugalska (deficity běžného účtu kolem 10 % HDP) nedává předpoklady budoucího splácení veřejných dluhů. Defaulty některých zemí mohou ještě umocnit problémy bankovního sektoru, především v tzv. „starých“ zemích EU. Objem dluhopisů zemí PIGS¹⁰ v držbě bank zemí EU přesahuje 1000 mld. EUR (zejména v Německu, Francii a Velké Británii, ovšem relativně nebezpečná může být i objemově podstatně menší držba dluhopisů problematických zemí pro bankovní sektor Španělska a Kypru). V některých zemích (Irsko, Španělsko, Velká Británie) nejsou dořešeny problémy bankovního sektoru především s hypotékami.

Na základě v současné době dostupných informací se jeví jako pravděpodobné, že bolestivá opatření směřující k odstranění nerovnováh jsou stále ještě před námi, neboť problémy byly spíše odloženy¹¹. Velká většina zemí se do „bolestivých“ strukturálních reforem nepouštěla a pouze (do značné míry) se snažila udržet dosaženou životní úroveň za cenu prudkého růstu veřejného dluhu. USA a Japonsko budou mít na řešení svých problémů pravděpodobně více času než eurozóna, kde proces vynuceného obnovování rovnováhy začal u nejslabších zemí mnohem dříve (alternativou je nějaká forma dlouhodobé, v podstatě nevratné pomoci, ze strany ostatních zemí eurozóny nebo EU). Situace bude o to obtížnější, že rozsah problémů bankovního sektoru může být vyšší než v roce 2008 a veřejné dluhy eurozóny se od té doby dosti zvýšily. To znamená, že schopnost většiny zemí převzít bankovní dluhy bez ohrožení své kredibility se snížila.

¹⁰ Portugalsko, Irsko, Řecko a Španělsko

¹¹ S výjimkou několika evropských zemí mimo eurozónu, kde došlo ke skutečnému omezení žití na dluh snížením spotřeby (např. Lotyšsko, Maďarsko).

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

	č. GEVu
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6