

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2012

<b>OBSAH</b>	<b>2</b>
<b>I SHRnutí</b>	<b>3</b>
<b>II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ</b>	<b>4</b>
<b>II.1 HDP</b>	<b>4</b>
<b>II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>5</b>
<b>II.3 Inflace</b>	<b>6</b>
<b>II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>7</b>
<b>III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE</b>	<b>8</b>
<b>IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA</b>	<b>9</b>
<b>V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN</b>	<b>10</b>
<b>VI VÝHLED CEN KOMODIT</b>	<b>11</b>
<b>VI.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>VI.2 Ostatní komodity</b>	<b>11</b>
<b>VII ZAOSTŘENO NA...</b>	<b>12</b>
<b>Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012</b>	<b>12</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>16</b>
<b>SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V GEV<sub>U</sub></b>	<b>17</b>

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

Listopadové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V pravidelné podrobnější analýze (kap. VII „Zaostřeno na ...“) se tentokrát věnujeme podzimnímu zasedání Institutu pro mezinárodní finance (IIF), které se letos konalo 11. až 13. října v Tokiu. Je samozřejmé, že velké množství příspěvků se zabývalo stavem japonské ekonomiky. Další obsah byl zaměřen na rozvoj a integraci asijských finančních trhů, vyhodnocení implementace basilejských standardů či restrukturalizaci vládních dluhů. Diskutovalo se i o faktoru velikosti finančních institucí a představen byl mj. projekt denní inflační statistiky. Ekonomové IIF rovněž tradičně představili globální ekonomický a finanční výhled.

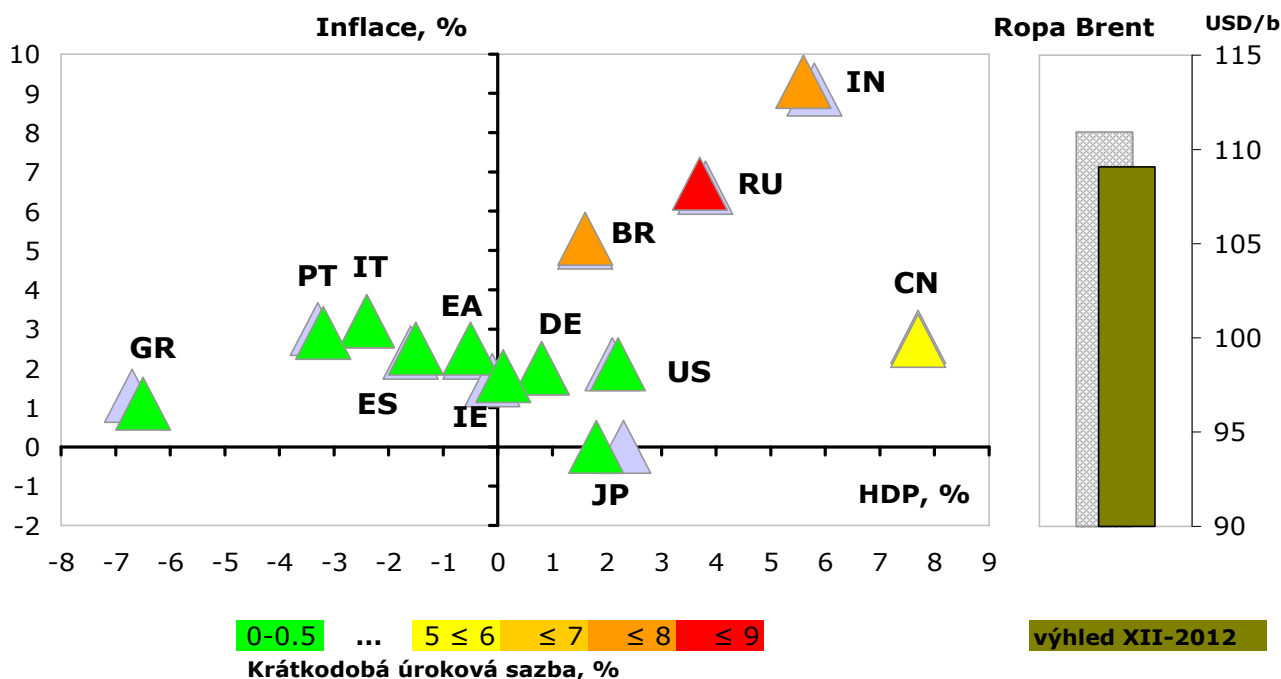
Ve Spojených státech sílí nejistoty v podobě tzv. fiskálního útesu (což je efekt řady zákonů, které, nebudou-li změněny, vyústí ve zvyšování daní, snižování vládních výdajů a redukci rozpočtového deficitu USA od roku 2013). V Evropě se vliv dluhové krize rozšiřuje dále z periferie do centra měnové unie. Dle listopadového CF se jen nepatrně zvýšil výhled růstu HDP v USA a výhled inflace v eurozóně pro letošní rok. Předstihové ukazatele rovněž signalizují mírné zlepšení ekonomického výhledu v USA a Číně a naopak pokračování útlumu ekonomiky eurozóny.

Zvýšená riziková averze na finančních trzích vedla k obnovení zájmu o bezpečná aktiva, což mělo za následek další posílení kurzu amerického dolaru a pokles výnosu vládních dluhopisů bezpečných zemí zpět do blízkosti historických minim z července 2012. Zatímco u německých a amerických dluhopisů CF očekává v horizontu jednoho roku korekci a postupný růst výnosů, kurz amerického dolaru by měl pokračovat v posilování jak vůči euru, tak japonskému jenu (a stagnovat vůči britské libře).

Na trhu s ropou slábnou cenové tlaky, když fundamenty v podobě nižšího růstu poptávky, rostoucí nabídky (zejména ze strany zemí mimo OPEC) a rostoucích komerčních zásob v zemích OECD odsouvají do pozadí geopolitická rizika na Blízkém Východě. Pro inflaci příznivý je i vývoj cen neenergetických surovin, když poklesly jak ceny potravinářských tak průmyslových surovin.

Snižování úrokových sazeb na peněžních trzích jak v USA, tak zvláště v eurozóně se v listopadu zastavilo, když zejména krátkodobé sazby již prakticky nemají prostor pro další pokles.

## Výhled ekonomického vývoje vybraných zemí v roce 2012



Poznámka: EA – eurozóna, DE – Německo, US – Spojené státy, JP – Japonsko, CN – Čína, IN – Indie, BR – Brazílie, RU – Rusko, GR – Řecko, IE – Irsko, IT – Itálie, PT – Portugalsko, ES – Španělsko. Barva bodů je přiřazena podle velikosti krátkodobé úrokové sazby v 2012. Šedá barva vyznačuje předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 16. listopadu 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Economics.

Česká národní banka / Globální ekonomický výhled – Listopad 2012

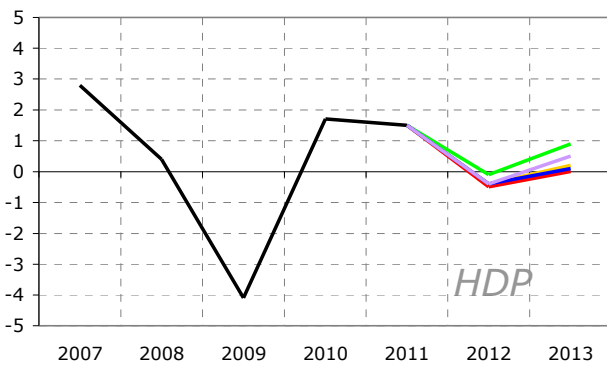
## II.1 HDP

Globální ekonomický vývoj je do značné míry zamlžen nejistotou vývoje ve vyspělých ekonomikách. Fiskální politika USA, zejména neshoda v otázce „fiskálního útesu“, i po prezidentských volbách, představuje významné riziko pro budoucí vývoj této země. Na ekonomický růst v celé eurozóně stále může mít nepříznivý dopad případné zhoršení situace v zemích jižního křídla, především v Řecku, a krátkodobě také riziko zpomalení ekonomického růstu Německa ve 2. polovině 2012. Dle nových výhledů CF a EK dosáhne **letos** pokles HDP eurozóny 0,4 % až 0,5 %. Slabý růst, nepřekračující 0,8 %, vykáže Německo. Spojené státy porostou 2,1% tempem a růst čínské ekonomiky dosáhne 7,7 %.

V **roce 2013** bude růst ekonomiky eurozóny nulový nebo mírně kladný. Růst Německa zůstane dle nových výhledů CF a EK na úrovni letošního roku. Růst HDP Spojených států zpomalí dle nového CF na 1,9 %, EK očekává naopak posílení růstu na 2,3 %. Ekonomika Číny bude růst 7,7% až 8,1% tempem.

## EUROZÓNA

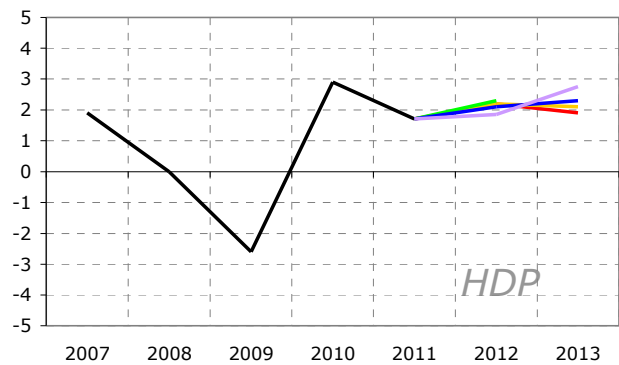
— HIST — CF, 11/12 — MMF, 10/12  
— OECD, 5/12 — EK, 11/12 — ECB, 9/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	1,5					
2012		-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4
2013		0,0	0,2	0,9	0,1	0,5

## USA

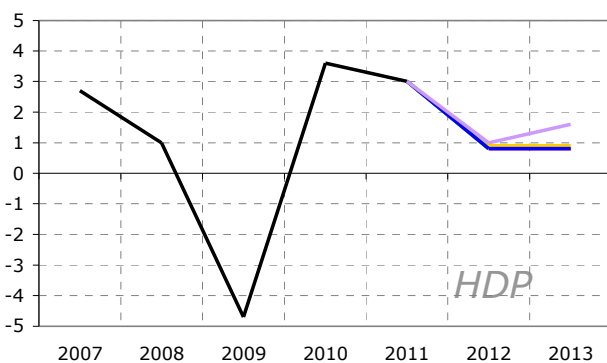
— HIST — CF, 11/12 — MMF, 10/12  
— OECD, 9/12 — EK, 11/12 — Fed, 9/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	1,7					
2012		2,2	2,2	2,3	2,1	1,9
2013		1,9	2,1		2,3	2,8

## NĚMECKO

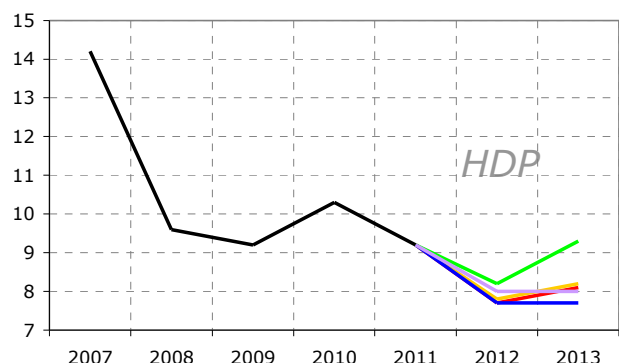
— HIST — CF, 11/12 — MMF, 10/12  
— OECD, 9/12 — EK, 11/12 — DBB, 6/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	3,0					
2012		0,8	0,9	0,8	0,8	1,0
2013		0,8	0,9		0,8	1,6

## ČÍNA

— HIST — CF, 11/12 — MMF, 10/12  
— OECD, 5/12 — EK, 11/12 — BOFIT, 9/12



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2011	9,2					
2012		7,7	7,8	8,2	7,7	8,0
2013		8,1	8,2	9,3	7,7	8,0

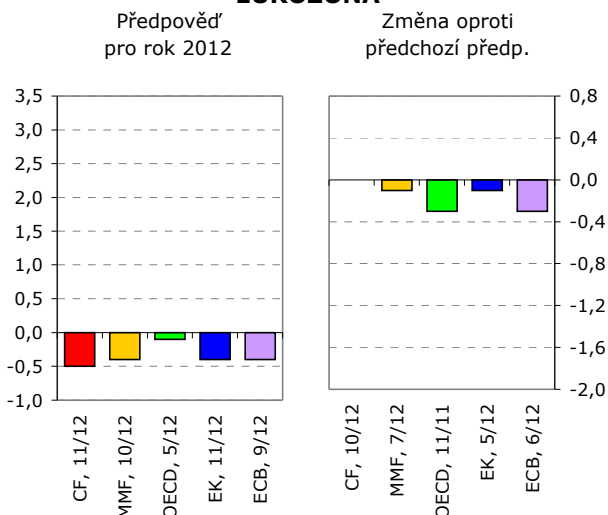
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 16. listopadu 2012]

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

### II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

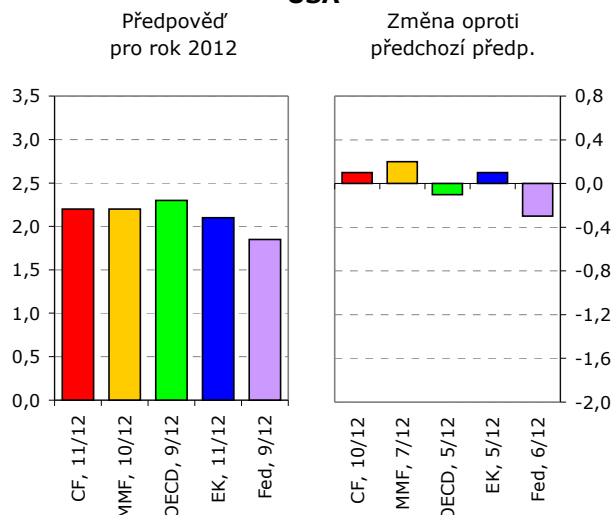
Listopadový CF zvýšil výhled HDP Spojených států na **letošní** rok o 0,1 p.b. Výhled CF pro ostatní sledované ekonomiky se oproti říjnu nezměnil. Oproti výhledu z května EK očekává o 0,1 p.b. vyšší růst v Německu a ve Spojených státech. Ze všech sledovaných ekonomik byl nejvíce snížen výhled pro Čínu, který je o 0,7 p.b. nižší ve srovnání s předchozím výhledem.

#### EUROZÓNA



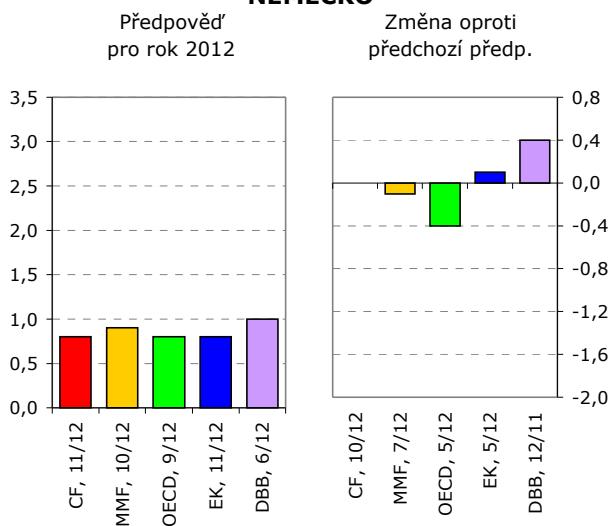
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,5	-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4
Změna		0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3

#### USA



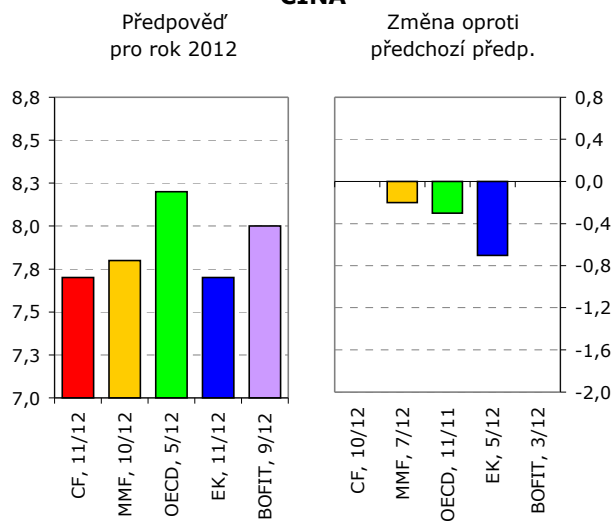
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,7	2,2	2,2	2,3	2,1	1,9
Změna		0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,3

#### NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	3,0	0,8	0,9	0,8	0,8	1,0
Změna		0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,4

#### ČÍNA



	2011	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	9,2	7,7	7,8	8,2	7,7	8,0
Změna		0,0	-0,2	-0,3	-0,7	0,0

Poznámka: Vodorovná 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: 16. listopadu 2012]

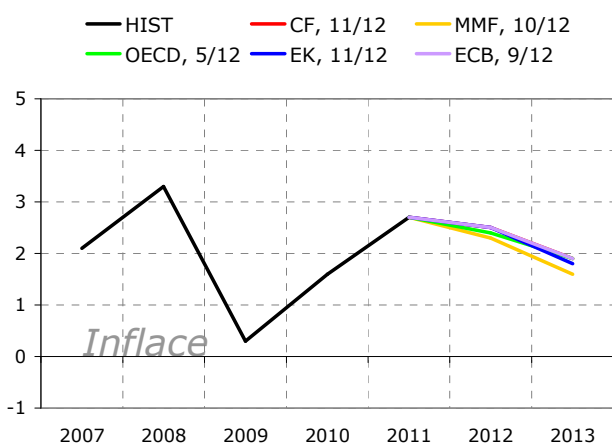
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

### II.3 Inflace

Vliv vysokých cen komodit a nepřímých daní na inflaci v eurozóně (a také v EU) bude v příštích dvou letech dle nového výhledu EK postupně klesat. Obnovení ekonomického růstu a růst mezd budou ovšem vytvářet mírné inflační tlaky. CF a EK očekávají inflaci v eurozóně v **roce 2012** na úrovni 2,5. Růst cen v Německu a ve Spojených státech dosáhne 2,0 % až 2,1 % (CF a EK). Inflace v Číně bude dle listopadového CF na úrovni 2,7 %.

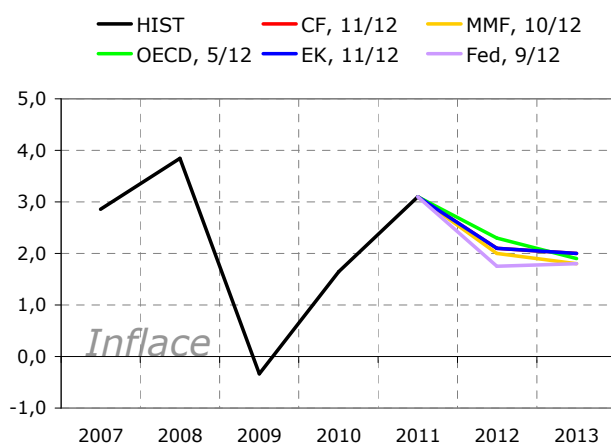
**Příští rok** je očekáváno oproti letošnímu roku mírné zpomalení tempa růstu cen ve vyspělých ekonomikách. Inflace v eurozóně poklesne na 1,8 % - 1,9 % (CF a EK). Spotřebitelské ceny v Německu porostou 1,9% tempem a v USA 2% tempem. Inflace v Číně se naopak v roce 2013 mírně zrychlí a dosáhne 3,3 %.

#### EUROZÓNA



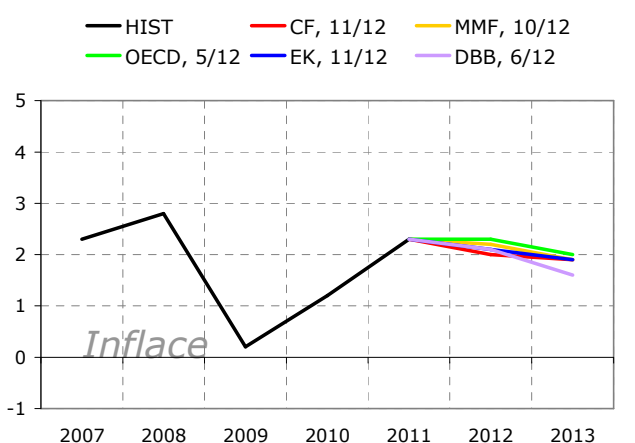
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
<b>2011</b>	2,7					
<b>2012</b>		2,5	2,3	2,4	2,5	2,5
<b>2013</b>		1,9	1,6	1,9	1,8	1,9

#### USA



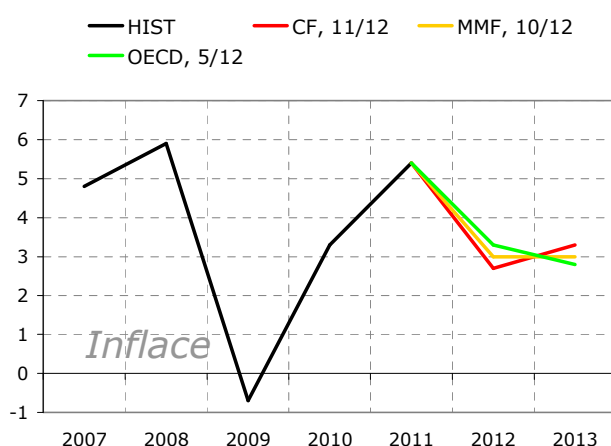
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
<b>2011</b>	3,1					
<b>2012</b>		2,1	2,0	2,3	2,1	1,8
<b>2013</b>		2,0	1,8	1,9	2,0	1,8

#### NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
<b>2011</b>	2,3					
<b>2012</b>		2,0	2,2	2,3	2,1	2,1
<b>2013</b>		1,9	1,9	2,0	1,9	1,6

#### ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD
<b>2011</b>	5,4			
<b>2012</b>		2,7	3,0	3,3
<b>2013</b>		3,3	3,0	2,8

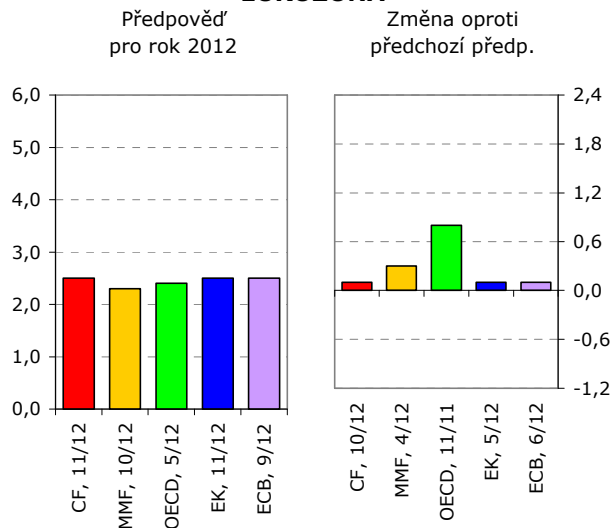
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 16. listopadu 2012]

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

## II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi

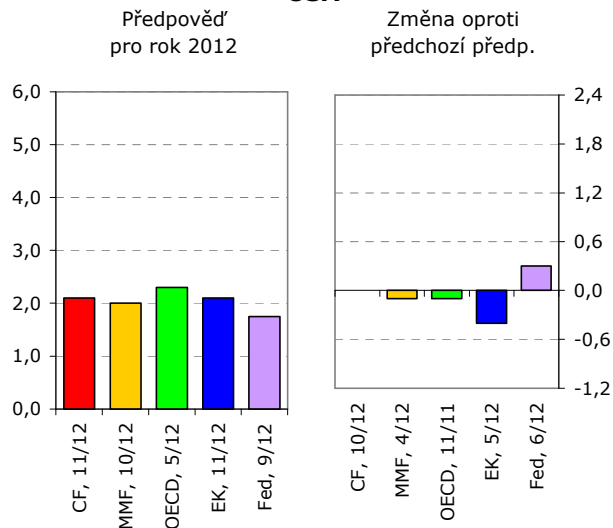
Nový CF a EK revidovaly o 0,1 p.b. směrem k vyšší inflaci svůj výhled pro eurozónu na **letošní** rok. Výhled CF se pro Německo a USA nezměnil. EK očekává pro Německo o 0,2 p.b. a pro USA o 0,4 p.b. slabší růst cen ve srovnání se svým květnovým výhledem. Tempo růstu cen v Číně bude dle CF ve srovnání s prognózou z minulého měsíce o 0,1 p.b. slabší.

## EUROZÓNA



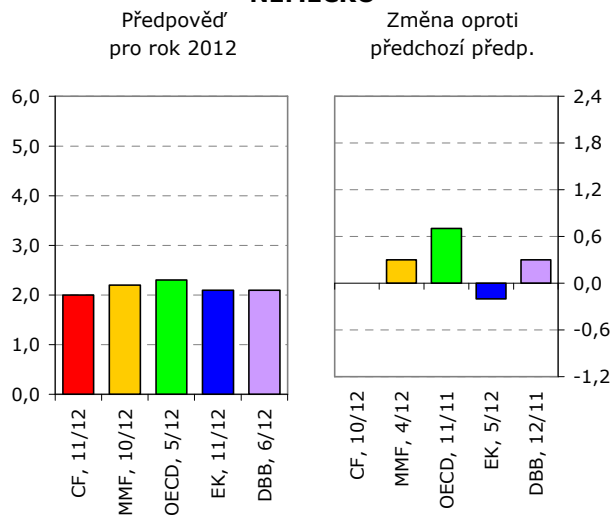
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	2,5	2,3	2,4	2,5	2,5
Změna		0,1	0,3	0,8	0,1	0,1

## USA



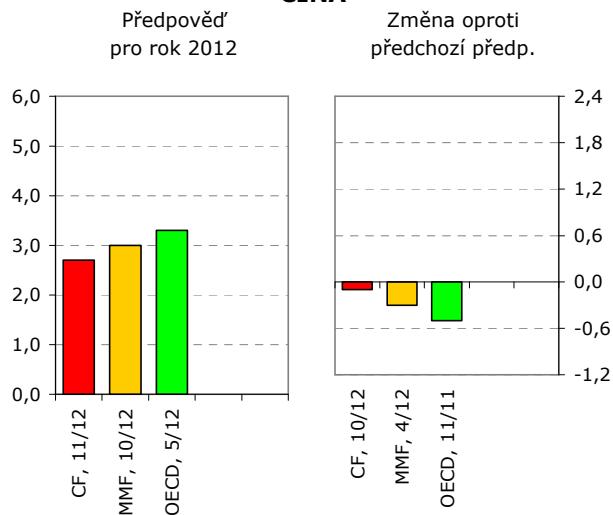
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,1	2,1	2,0	2,3	2,1	1,8
Změna		0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,3

## NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	2,3	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1
Změna		0,0	0,3	0,7	-0,2	0,3

## ČÍNA



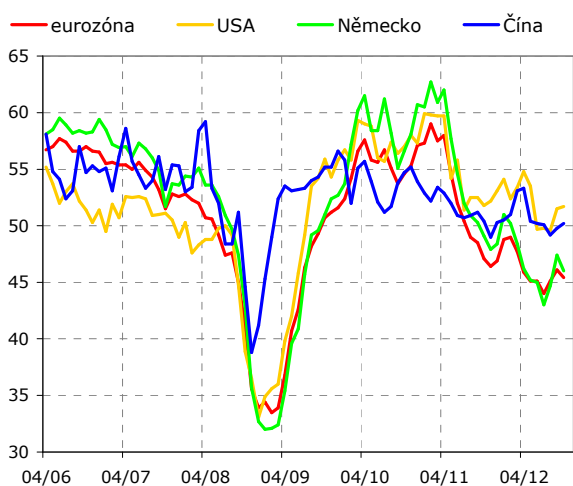
	2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	2,7	3,0	3,3
Změna		-0,1	-0,3	-0,5

Poznámka: Vodorovná 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: 16. listopadu 2012]

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

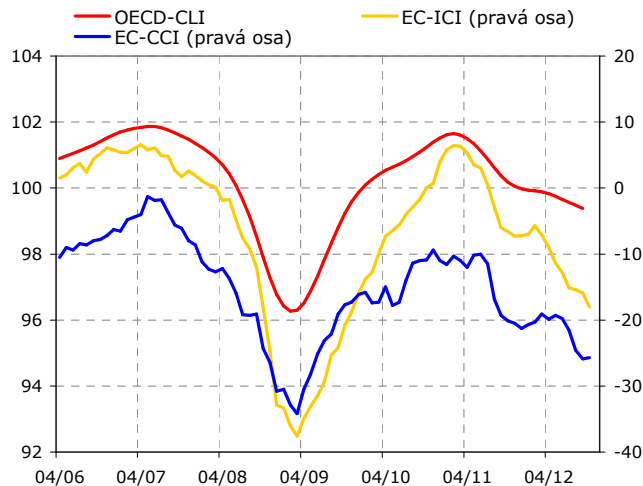
V říjnu pokračoval trend pozorovaný již v září: ekonomický výhled z pohledu PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se v USA a Číně dále zlepšil (index v obou zemích překročil 50% hranici). V eurozóně a Německu ale PMI po předchozím růstu opět poklesl (na 45,4 % resp. na 46 %) a zůstává tak nadále hluboko pod 50% úrovní. V USA se vedle PMI zvýšily i ostatní sledované předstihové ukazatele. Nejvýrazněji se zlepšila důvěra spotřebitelů, která tak pravděpodobně odráží příznivý vývoj na trhu práce (silný růst zaměstnanosti). V eurozóně se naproti tomu opět snížila důvěra v průmyslu a důvěra spotřebitelů stagnovala. Hospodářský výhled německé ekonomiky zůstává o poznání příznivější. Důvěra podnikatelů i souhrnný index předstihových ukazatelů sice klesly, ale oba sledované indexy spotřebitelské důvěry se zlepšily.

PMI V PRŮMYSLU



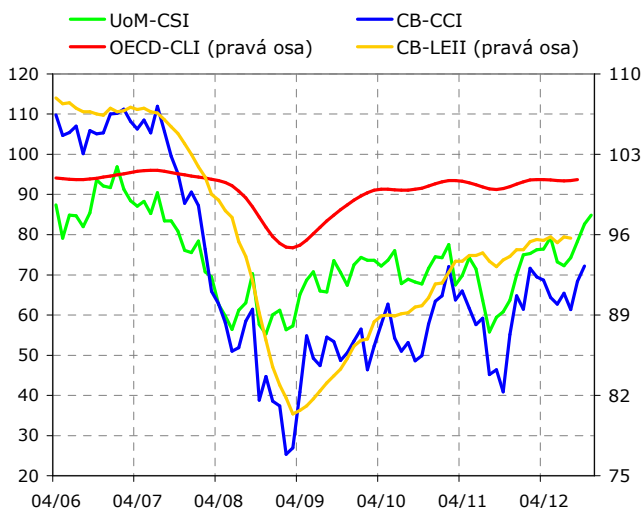
	EA	US	DE	CN
<b>8/12</b>	45,1	49,6	44,7	49,2
<b>9/12</b>	46,1	51,5	47,4	49,8
<b>10/12</b>	45,4	51,7	46,0	50,2

EUROZÓNA



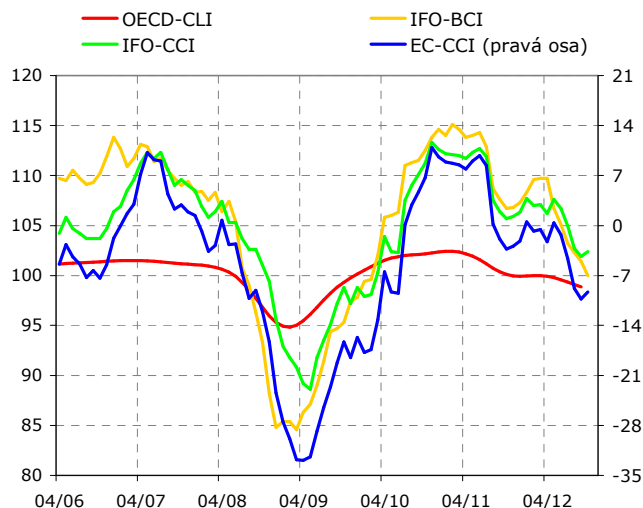
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
<b>8/12</b>	99,5	-15,4	-24,6
<b>9/12</b>	99,4	-15,9	-25,9
<b>10/12</b>		-18,0	-25,7

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
<b>8/12</b>	100,7	95,7	74,3	61,3
<b>9/12</b>	100,8		78,3	68,4
<b>10/12</b>			82,6	72,2

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
<b>8/12</b>	99,1	102,3	102,7	-8,8
<b>9/12</b>	98,9	101,4	101,9	-10,3
<b>10/12</b>		100,0	102,4	-9,3

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. listopadu 2012]

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



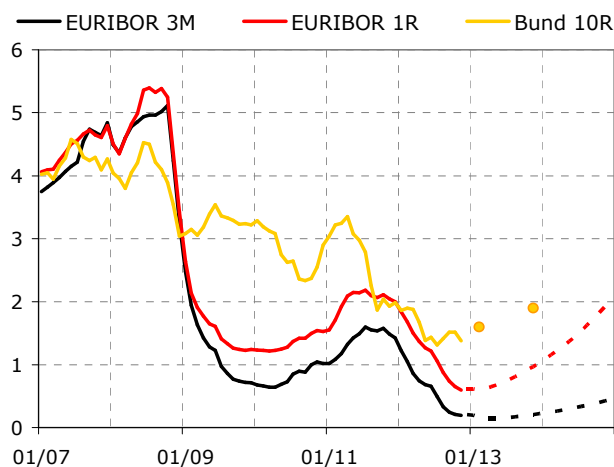
### IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

V říjnu se propad mezibankovních sazeb EURIBOR 3M i 1R výrazně zpomalil a v druhé listopadové dekádě se v podstatě zastavil na úrovni 0,2 % pro tříměsíční a 0,6 % pro jednoletou splatnost. Evropská centrální banka dle očekávání základní sazbu nezměnila, přičemž dle názoru banky převažuje riziko pomalejšího ekonomického růstu a inflační rizika jsou vyrovnaná. Také rizikové prémie pro obě splatnosti ke konci sledovaného období stagnovaly.

Předpověď na základě implikovaných sazeb se oproti minulému měsíci opět posunula směrem dolů, a to zejména pro jednoletou sazbu. Výhled Consensus Forecasts pro 3M sazbu se nezměnil a sazba by v ročním horizontu měla vzrůst na 0,4 %.

Nově zveřejněné údaje pro eurozónu potvrzují výrazné zpomalení a také situace ve Španělsku a Řecku přispěla k nárůstu rizikové averze. Z toho důvodu výnosy německého desetiletého vládního dluhopisu dále poklesly. Výhled CF se oproti minulému měsíci nezměnil a i nadále se očekává mírný nárůst sazeb v jednoletém horizontu.

#### EUROZÓNA



	10/12	11/12	06/13	12/13	06/14	12/14
<b>EURIBOR 3M</b>	0,21	0,19	0,15	0,22	0,32	0,45
<b>EURIBOR 1R</b>	0,65	0,60	0,72	1,03	1,45	2,03
	10/12	11/12	02/13	11/13		
<b>Bund 10R</b>	1,52	1,38	1,60	1,90		

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 převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 12. listopadu 2012]

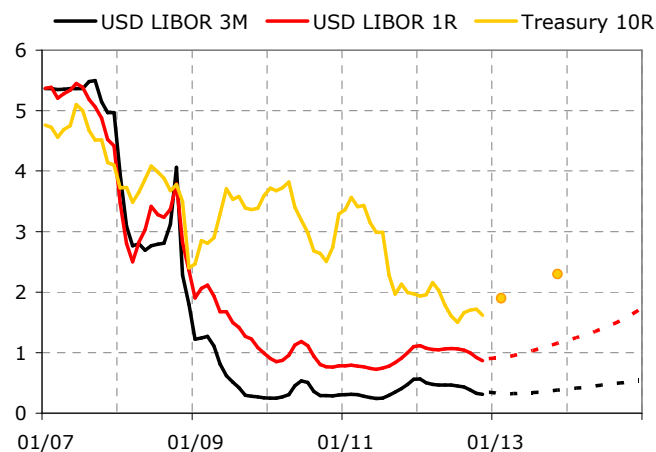
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

### IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Také dolarové sazby LIBOR 3M i 1R zaznamenaly v říjnu další pokles, který se v listopadu zastavil na úrovni 0,3 %, resp. 0,86 %. Výhled na základě implikovaných sazeb se oproti minulému měsíci posunul dolů, pro jednoletou sazbu výrazněji. Tříměsíční LIBOR se tak i nadále udržel pod hladinou 0,5 % do poloviny roku 2014.

Na vývoj amerických dluhopisových sazeb měly vliv zejména výsledky prezidentských voleb. Prodloužení Obamova mandátu totiž znamená pokračování současné politiky Fedu, a to zejména další nákupy aktiv. V polovině listopadu se tak výnos desetiletého vládního dluhopisu dostal k hodnotě 1,6 %. Nový CF ale posunul oproti minulému měsíci výhled sazeb o 0,1 p.b. vzhůru jak v tříměsíčním tak i ročním horizontu.

#### USA



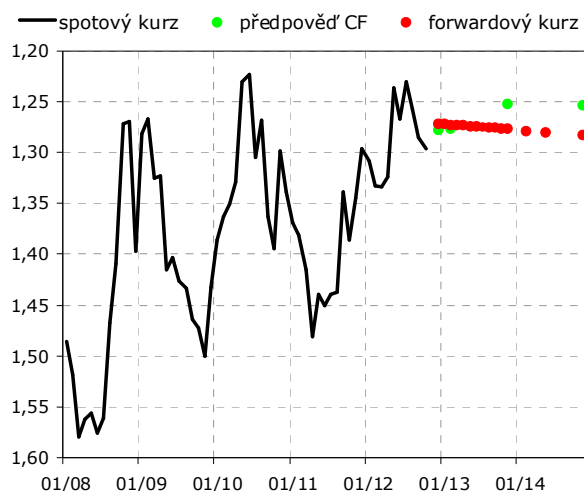
	10/12	11/12	06/13	12/13	06/14	12/14
<b>USD LIBOR 3M</b>	0,33	0,31	0,33	0,39	0,46	0,54
<b>USD LIBOR 1R</b>	0,92	0,87	1,00	1,18	1,39	1,70
	10/12	11/12	02/13	11/13		
<b>Treasury 10R</b>	1,72	1,62	1,90	2,30		

Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 12. listopadu 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

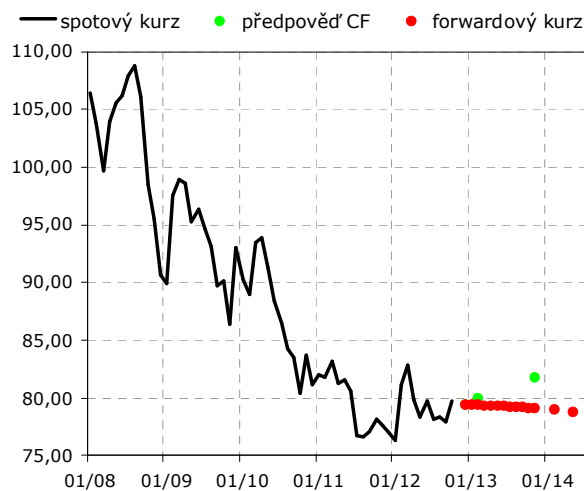
Od poloviny října americký dolar vůči euru navzdory rostoucím obavám z dopadů fiskálního útesu posiloval, když s nárůstem rizikové averze se obnovil zájem o bezpečné měny. Výhled pro eurozónu se nezlepšil a vliv dluhové krize se začíná projevovat v celé měnové unii. Proto nová předpověď i nadále očekává oslabení eura vůči dolaru v jednoletém horizontu o 1,5 %. Americký dolar také posiloval vůči japonskému jenu, když nová data z domácí ekonomiky vedla k zahájení dalších nákupů aktiv ze strany centrální banky a k oznámení nouzových fiskálních opatření. Podle listopadového vydání CF by měl i v následujících dvou letech dolar vůči jenu posilovat. Naopak stabilní zůstává výhled pro kurz dolaru vůči britské libře. Britská ekonomika vykazuje známky mírného oživení, což vedlo centrální banku k rozhodnutí dále nerozšiřovat program kvantitativního uvolňování. Kurz švýcarského franku vůči euru se opět vrátil v říjnu k oficiálnímu stropu a blízko této hranice se podle CF bude pohybovat i v roce 2013.

USD/EUR



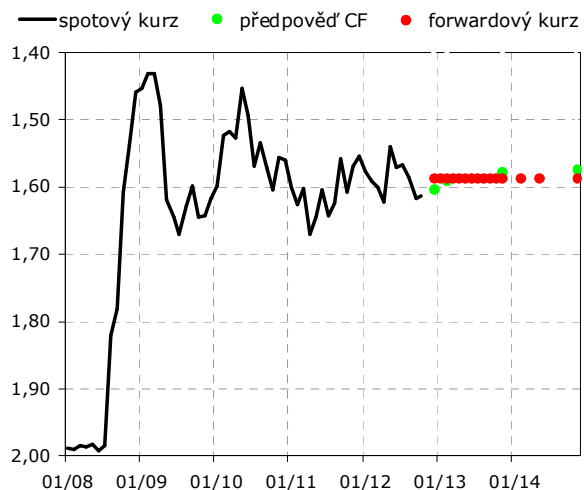
	12/11/12	12/12	02/13	11/13	11/14
spotový kurz	1,271				
předpověď CF		1,278	1,276	1,252	1,253
forwardový kurz		1,271	1,272	1,277	1,283

JPY/USD



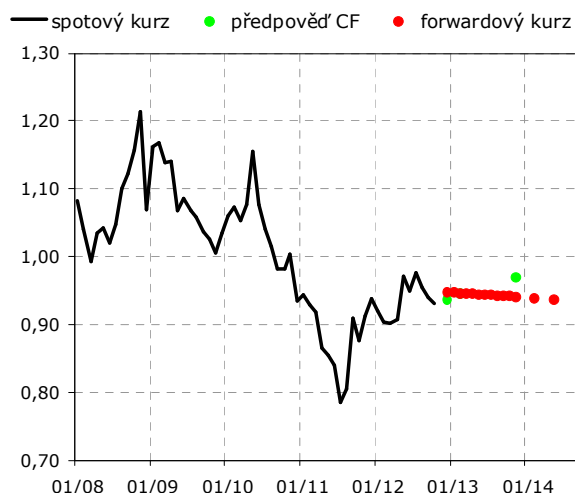
	12/11/12	12/12	02/13	11/13	11/14
spotový kurz	79,50				
předpověď CF		79,45	80,05	81,84	84,56
forwardový kurz		79,48	79,42	79,14	78,50

USD/GBP



	12/11/12	12/12	02/13	11/13	11/14
spotový kurz	1,588				
předpověď CF		1,603	1,591	1,578	1,575
forwardový kurz		1,588	1,587	1,587	1,587

CHF/USD



	12/11/12	12/12	02/13	11/13	11/14
spotový kurz	0,948				
předpověď CF		0,937	0,946	0,970	0,987
forwardový kurz		0,948	0,947	0,941	0,932

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: 12. listopadu 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

### VI.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent se od srpna pohybuje v intervalu cca 105-117 USD/b podél pozvolně klesajícího trendu. Na ten plynule navazuje zhruba stejným tempem klesající předpověď na základě futures kontraktů. Výhled se oproti předchozímu měsíci téměř nezměnil a nadále signalizuje pokles z aktuálních cca 109 USD/b těsně pod hranici 100 USD/b na konci roku 2014.

Poměrně poklidný vývoj je v souladu s aktuálními tržními fundamenty. IEA opět snížila výhled budoucí poptávky, hlavně kvůli špatnému ekonomickému vývoji v Evropě a krátkodobě rovněž kvůli následkům hurikánu Sandy v USA. Naopak očekávaná nabídka ropy roste, a to zejména v USA a Kanadě. To snižuje tlak na budoucí růst produkce zemí OPEC, jejichž aktuální těžba klesla na devítiměsíční minimum (i přes zastavení poklesu těžby v Íránu). Celkové komerční zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD v září nadále rostly (navzdory očekávanému sezonnímu poklesu) a růst podle předběžných čísel pokračoval i v říjnu. Vzhůru byla přehodnocena výše zásob ve dnech budoucí spotřeby, a to na 59,6 dnů.

### VI.2 Ostatní komodity

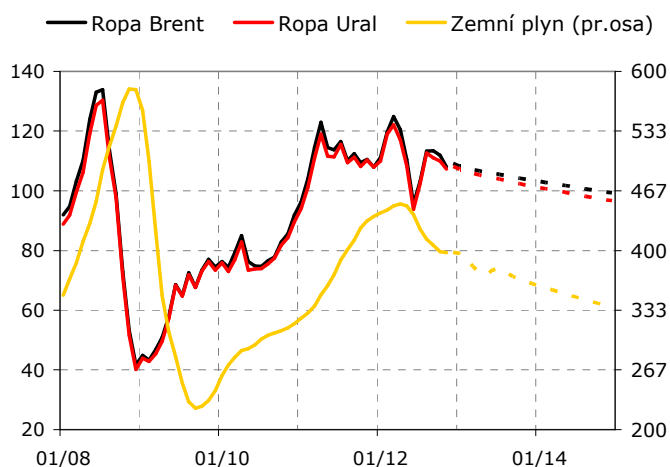
Zatímco výhled cen energetických surovin se prakticky nezměnil, předpověď celkového indexu cen neenergetických surovin se posunula celkem výrazně dolů.

Index cen potravinářských komodit klesal druhý měsíc v řadě zejména zásluhou sóji, kukuřice (jejichž ceny by měly klesat i nadále), kávy, kakaa a pomerančového koncentrátu. Cena pšenice se po prudkém růstu v červnu a červenci stabilizovala na vysokých hodnotách, kde by měla setrvat až do poloviny roku 2014. Proti tomuto vývoji šly ceny masa, přičemž cena hovězího se již opět pohybuje poblíž absolutních maxim a výhled míří vysoko nad ně.

K poklesu celkového indexu tentokrát přispěl i cenový index průmyslových kovů, když prakticky všechny jeho složky více méně korigovaly svůj zářijový růst.

Ceny uhlíkové oceli dále klesaly a jsou tak nejnižší od ledna 2010. Naopak pokles cen nerezové oceli se zastavil a ceny v říjnu nepatrně vzrostly. Mírně rostly i ceny elektřiny a zastavil se pokles cen uhlí.

### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

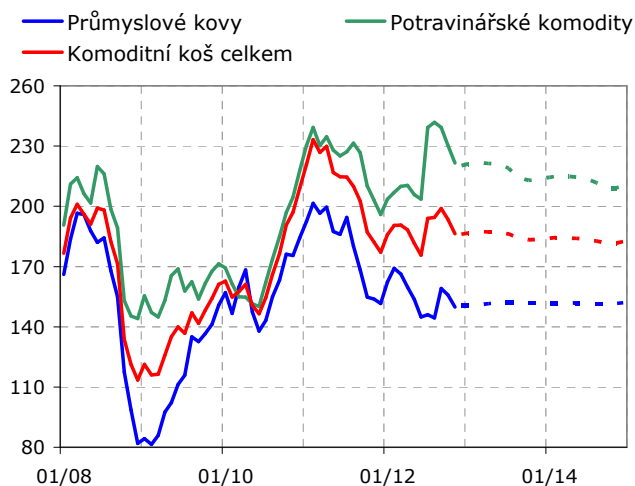


	11/12	06/13	12/13	06/14	12/14
<b>Ropa Brent</b>	108,0	105,9	103,5	101,4	99,3
<b>Ropa Ural</b>	107,3	104,4	101,5	99,0	96,7
<b>Zemní plyn</b>	397,6	378,3	362,7	349,2	336,6

Poznámka: Cena ropy Brent je v USD/barel (kotace ICE). Cena ruského zemního plynu na hranici s Německem je v USD/1000m<sup>3</sup> (databáze MMF). Budoucí ceny plynu jsou odvozeny od cen ropy. Přerušovaná čára znamená výhled. [Uzávěrka dat: 12. listopadu 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

### VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	11/12	06/13	12/13	06/14	12/14
<b>Průmyslové kovy</b>	149,8	152,0	151,9	151,7	152,0
<b>Potravinářské komodity</b>	221,6	220,4	213,7	213,9	210,1
<b>Komoditní koš celkem</b>	186,3	186,9	183,8	183,6	182,4

Poznámka: Graf zobrazuje cenové indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled na základě futures kontraktů.

[Uzávěrka dat: 12. listopadu 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## OHLÉDNUTÍ ZA VÝROČNÍM ZASEDÁNÍM INSTITUTU PRO MEZINÁRODNÍ FINANCE 2012<sup>1</sup>

*Pravidelné výroční zasedání Institutu pro mezinárodní finance (IIF)<sup>2</sup> se letos konalo 11. až 13. října 2012 v japonském Tokiu, tradičně spolu s výročním zasedáním Mezinárodního měnového fondu a Světové banky. První den jednání započal blokem zaměřeným na rozvoj a finanční integraci asijských finančních trhů, vyhodnocení implementace basilejských standardů a následně restrukturalizaci vládních dluhů. Poté byla pozornost zaměřena na japonskou ekonomiku, nejprve z pohledu rekonstrukčního úsilí po živelné katastrofě z března 2011, následně z pohledu současné a budoucí role Japonska ve světové ekonomice. Druhý den zasedání byl nejprve věnován prezentaci ekonomů IIF ke globálnímu ekonomickému a finančnímu výhledu vyspělých a rozvíjejících se ekonomik. Zde byla zařazena inspirativní prezentace o tvorbě ekonomických indikátorů z online dat, zejména pak inflace. Další program byl zaměřen na diskusi faktoru velikosti finanční instituce (tedy známého fenoménu „too big to fail“). Závěrečný den jednání tvořila diskusní fóra k výzvám pramenícím ze současné krize v eurozóně a příležitostem a výzvám pro asijské ekonomiky. Některé z výše uvedených témat přibližujeme dále v textu.*

### 1. Japonsko v globální ekonomice

Japonská ekonomika byla vzhledem k místu konání výročního zasedání Institutu pro mezinárodní finance (jakož i Mezinárodního měnového fondu a Světové banky) zmiňována často a v různých souvislostech. Bylo to jak z pohledu samotné ekonomické kondice této hospodářské velmoci (mimo jiné v kontextu stále živých vzpomínek na tsunami a následnou katastrofu ve Fukušimě), tak z pohledu hospodářsko-politických opatření v boji s fenoménem deflace.

Japonsko je v současnosti třetí nejsilnější ekonomikou světa (po Spojených státech a Číně), která vyprodukuje ročně zboží a služby téměř v hodnotě 5,9 biliónů dolarů. Japonsko je rovněž třetím největším producentem automobilů na světě, má jeden z nejvíce rozvinutých sektorů ekonomiky v oblasti spotřební elektroniky a je často řazeno mezi světově nejvíce inovativní země. S Japonskem jsou však spojeny i pojmy jako „ztracené dekády“, kvantitativní uvolňování nebo již zmíněná deflace. Právě na posledně jmenovaný fenomén se ve svém vystoupení zaměřil Paul Sheard (hlavní globální ekonom a vedoucí Sekce globální ekonomiky a výzkumu, Standard & Poor's Ratings Services). Sheard nejprve upozornil na stále, byť postupně se snižující tempo poklesu japonského deflátoru HDP, který se v tomto směru již vyvíjí od roku 1997. Následně specifikoval tři poznámky k deflačnímu prostředí v Japonsku a samotnému fenoménu deflace.

První je, že deflace je pro jakoukoli ekonomiku špatným jevem, kterému by měli tvůrci hospodářské politiky razantně předcházet. Sheard stručně vysvětlil tento známý fakt z ekonomických učebnic, kdy deflace de facto znemožňuje přizpůsobení reálných mezd v ekonomice, způsobuje problémy ve finančním sektoru při zprostředkování finančních zdrojů a rovněž výrazně komplikuje centrálním bankám provádění měnové politiky při

---

<sup>1</sup> Autorem je Luboš Komárek ([lubos.komarek@cnb.cz](mailto:lubos.komarek@cnb.cz)). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> IIF ([iif.com](http://iif.com)) je mezinárodní sdružení zejména velkých finančních institucí, které vzniklo v roce 1983 v reakci na mezinárodní dluhovou krizi. Mezi jeho členy patří většina hlavních komerčních a investičních bank, pojišťoven a investičních firem.

dosažení nulové hranice měnověpolitických sazeb. Vedle toho japonská zkušenost s deflací ukázala na vztah mezi poklesem všeobecné cenové hladiny a poklesem cen aktiv (akcií, nemovitostí), což ve svých důsledcích dle Shearda vede k obecně nižší ochotě ekonomických agentů přijímat riziko. To se následně přenáší i do chování japonských autorit (vlády, centrální banky).

Druhou poznámkou byla diskuse samotné nevyhnutelnosti deflace v japonském prostředí a boj Bank of Japan s ní v minulých dvou desetiletích. Sheard připomněl, že pro zvládnutí boje s deflací je nutné ovlivňovat inflační očekávání a být jako centrální banka dostatečně agresivní (a to jak v konvenční, tak posléze nekonvenční politice). Bank of Japan dle Shearda nikdy nepřijala opravdu agresivní nekonvenční politiku, což bylo demonstrováno relativně nízkou velikostí nárůstu bilance Bank of Japan (ve svých dvou vlnách kvantitativního uvolňování narostla o pouhých 32 %) oproti nekonvenčním nástrojům uplatňovaným americkým Fedem nebo Evropskou centrální bankou (ECB), kde za nepoměrně kratší období narostly bilance o 210 % (Fed), resp. o 110 % (ECB).<sup>3</sup>

Třetí poznámkou k fenoménu deflace bylo upozornění na vztah deflace k fiskálnímu vývoji, který má v japonských reáliích velmi čitelné kontury. Při deflačním vývoji a poklesu nominálního HDP dochází k nižšímu výběru daní (ať již přímých nebo nepřímých) a naopak vzrůstají tlaky na využívání fiskálních stimulů (expanzivní fiskální politiky), na jejichž provádění se však nedostává finančních zdrojů. Propojenost deflačního vývoje s fiskálními problémy je viditelná i z analýzy vztahu mezi úsporami a investicemi. Vládní deficit Japonska dosahuje zhruba 10 % HDP, což při 2% přebytku běžného účtu platební bilance vede k 12% přebytku privátních úspor. Generovaný vládní dluh je tak poptávaným aktivem japonských domácností, které jejich nákupem v době přetrvávající nejistoty zvyšují svoji míru úspor.

Na výše uvedené vystoupení navázala Janet L. Yellen, místopředsedkyně Rady guvernérů amerického Fedu. Yellen dále připomněla, že japonská ekonomika čelí podobné výzvě jako ostatní vyspělé země, tj. stárnutí obyvatelstva. Demografické efekty se tak přímo projevují do fiskální oblasti. Japonsko by mělo letos dosáhnout hranice svého veřejného dluhu ve výši téměř 240 % HDP. Tato výše dluhu je nejvyšší mezi rozvinutými ekonomikami (byť je primárně tvořena dluhem vnitřním), což implikuje otázku dlouhodobé udržitelnosti japonských veřejných financí. Avšak úspory japonských domácností a firem jsou schopny toto fiskální závaží stále dobře financovat. Japonská ekonomika v letošním roce dosáhne robustního ekonomického růstu oproti většině ostatních vyspělých ekonomik (byť v očekávání poměrně výrazného poklesu v následujících dvou létech), což je podporováno i silnou exportní schopností japonské ekonomiky. I proto je Yellen přesvědčena o přetrvání vůdčí role Japonska v asijské i světové ekonomice.

## 2. PriceStats – denní inflační statistiky na bázi online dat

Prezentace Roberta Rigobona z MIT (Massachusetts Institute of Technology) o alternativní tvorbě ekonomických indikátorů z online dat, zaměřená zejména na denní měření spotřebitelské inflace, velmi zaujala auditorium IIF. Rigobon nejprve představil genezi a následně hlavní části procesu sběru dat PriceStats<sup>4</sup>. Tento přístup byl vyvinut argentinským ekonomem Albertem Cavallem na Harvardské univerzitě a publikován v jeho disertační práci s názvem „*Scraped Data and Sticky Prices: Frequency, Hazards,*

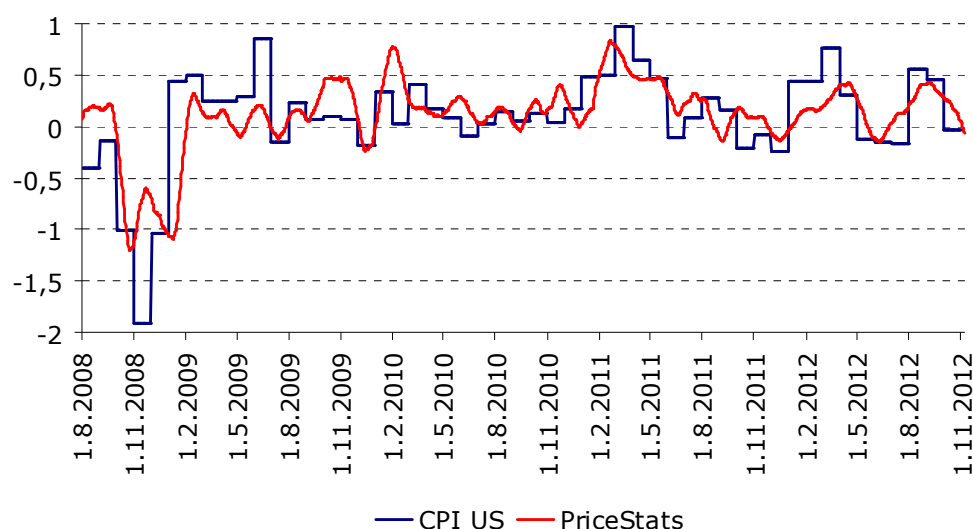
<sup>3</sup> V případě Bank of England došlo k nárůstu velikosti její bilance dokonce o 320 %.

<sup>4</sup> Viz <http://www.pricestats.com/>.

and Synchronization" z roku 2009.<sup>5</sup> Praktické získávání dat bylo započato prostřednictvím akademické iniciativy Alberta Cavalla a Roberta Rigobona na MIT pod názvem „Billion Prices Project“, který v současné době zahrnuje sběr online dat ze zhruba 50 zemí. Výhodou statistiky PriceStats oproti standardním cenovým indexům spotřebitelských cen je, že: (i) získává informace o nesrovnatelně větším množství cen produktů, které (ii) jsou monitorovány s větší frekvencí (denně oproti měsíčnímu monitoringu u CPI), a (iii) výsledky jsou k dispozici dříve (do 3 dnů oproti zhruba 10 dnům u standardně získávaného národního CPI)<sup>6</sup>. Nevýhodou PriceStats oproti standardním indexům spotřebitelských cen je, že nepokrývají vývoj cen typických služeb<sup>7</sup> (PriceStats pokrývá zhruba 60 % koše standardního CPI), nicméně klíčové části jako jsou potraviny, oděvy, elektronika, nábytek a energie v PriceStats zahrnuty jsou.

Rigobon dále vysvětlil, že cenový index zjišťovaný PriceStats je postaven na automatickém, tj. počítači prováděném denním monitoringu obrovského množství internetových cen v maloobchodě, který následně srovnal s tradiční metodou zjišťování cenových indexů aplikovanou statistickými úřady, tj. vymezením reprezentativního koše zboží a jejich měsíčním fyzicky prováděným monitoringem. PriceStats denně shromažďuje informace o cenách z téměř 900 maloobchodů (retailers) napříč více než 70 zeměmi. PriceStats publikuje indexy pro téměř 20 zemí zhruba od období 2007-2008, a to jak pro rozvinuté, tak i rozvíjející se země. Proces získání údajů PriceStats je rozdělen do čtyř částí: (i) automatické sbírání informací z internetu (scraping)<sup>8</sup>, (ii) určení nejvhodnějších on-line obchodníků pro měření inflace (snaha o pokrytí významných prodejců s patřičným pokrytím trhu v relevantních městech, kteří jsou jak online, tak offline prodejci), (iii) zpracování dat, tj. přeměnu získaných dat (v rozdílných datových formátech) od jednotlivých prodejců do standardizované podoby a (iv) výpočet finální inflační statistiky PriceStats.

**Obrázek VII-1:** PriceStats a CPI inflace pro USA (meziměsíční míra růstu v %)



Poznámka: CPI US – míra spotřebitelské inflace USA, PriceStats – míra inflace z on-line dat.

Zdroj: <http://statestreetglobalmarkets.com/research/pricestats/index.html>

<sup>5</sup> [http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic643207.files/09\\_0915\\_Cavallo.pdf](http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic643207.files/09_0915_Cavallo.pdf)

<sup>6</sup> U harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) publikovaného Eurostatem je toto zpoždění zhruba 45 dní.

<sup>7</sup> To však není velký problém, pokud je hlavním cílem odhadnout podstatné změny v inflačních trendech. Ceny služeb jsou obvykle poměrně stabilní, nejsou hlavním zdrojem volatility a mohou být nepřímo monitorovány skrze produkty s podobným cenovým chováním.

<sup>8</sup> Jde o shromažďování informací z webových stránek převedením nestrukturovaných dat (typicky ve formátu HTML) do strukturovaných datových souborů, které mohou být uloženy a analyzovány.

Porovnání vývoje meziměsíční míry inflace PriceStats a meziměsíční míry inflace vypočtené dle standardního indexu CPI pro Spojené státy ukazuje Obrázek VII-1. Z porovnání obou časových řad jsou patrná až půlroční období, kdy se inflace PriceStats poměrně výrazně odlišovala od statistickým úřadem vypočtené meziměsíční míry inflace CPI. Rigobon dále ukázal, že v dosavadním průběhu letošního roku byla meziroční PriceStats pro Spojené státy mnohem déle pod standardně sledovanou meziroční mírou inflace. Naopak tomu bylo v případě Japonska, kde PriceStats poměrně znatelně (s odchylkou mezi zhruba 1,5 až 0,5 procentních bodů) převyšovala míru standardně vykazované japonské spotřebitelské inflace.

### 3. Globální ekonomický výhled dle IIF

Výhled globální ekonomické aktivity a inflace byl tradičně představen hlavním ekonomem IIF Phillipem Suttlem, viz Tabulka VII-1. Dle aktuální prognózy IIF se světová ekonomika v příštím roce stane mírně výkonnější při nepatrně vyšší inflaci v porovnání s očekávanými výsledky pro letošní rok. Tři nejvyspělejší ekonomiky se však budou v následujícím období vyvíjet rozdílně. V příštím roce je očekávána nižší výkonnost japonské ekonomiky při již kladném tempu vývoje spotřebitelských cen. Výkonnost ekonomiky USA se v roce 2013 nepatrně sníží, avšak v následujícím roce dosáhne solidního 2,4% růstu. Ekonomika eurozóny po poklesu ekonomické aktivity v letošním roce již překmitne v příštím roce do pozitivního ekonomického růstu, který by měl dále zesílit v roce 2014 na 1,5 %. Míra inflace v nadcházejících dvou letech v USA velmi pozvolně vzroste k hodnotě lehce převyšující 2% úroveň, naopak v eurozóně poklesne k hodnotě 1,5 % v roce 2014.

**Tabulka VII-1:** Výhled globální ekonomické aktivity a inflace ve světě

Země	Reálný HDP (mzr. v %)			Inflace (mzr. v %)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
<b>Vyspělé ekonomiky</b>	1,1	1,3	--	1,8	1,7	--
USA	2,0	1,8	2,4	1,7	1,9	2,2
Eurozóna	-0,4	0,5	1,5	2,5	1,7	1,5
Japonsko	2,1	0,8	0,9	-0,1	0,2	--
<b>Rozvíjející se ekonomiky</b>	4,8	5,4	--	4,9	5,1	--
Latinská Amerika	2,7	4,0	--	7,4	8,8	--
Rozvíjející se Evropa	2,5	2,6	--	6,2	5,4	--
Rozvíjející se Asie	6,6	6,9	--	3,3	3,5	--
Afrika a Blízký východ	3,8	4,3	--	5,0	5,7	--
<b>Svět celkem</b>	2,4	2,8	--	2,9	3,0	--

Zdroj: Institut pro mezinárodní finance.

Rozvíjející se ekonomiky by měly v roce 2013 dosáhnout vyšší ekonomické dynamiky oproti letošním očekávaným výsledkům. Nejvýraznější zlepšení dosáhne latinskoamerický region, jehož ekonomiky současně vykáží nejvyšší míru růstu spotřebitelských cen. Nejrychleji rostoucím regionem zůstanou ekonomiky rozvíjející se Asie. Celkově lze tedy konstatovat, že rozvíjející se ekonomiky budou i v roce 2013 plnit roli tahouna globálního ekonomického růstu. Zbývající prezentace podrobněji zkoumaly minulý a očekávaný vývoj ekonomické situace v jednotlivých světadílech.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BR	Brazílie
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína
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
ES	Španělsko
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
GR	Řecko
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
ICE	Intercontinental Exchange
IE	Irsko
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IN	Indie
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
IT	Itálie
JP	Japonsko
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
PT	Portugalsko
RU	Rusko
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar



**2012**

	č. GEVU
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2012-7
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11

**2011**

	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 změnila globální nerovnováha? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7

	č. GEVU
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12