

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2013

Obsah	1
I. Shrnutí	2
II. Předpovědi HDP a inflace	3
II.1 Výhled HDP vyspělých zemí	3
II.2 Výhled HDP zemí skupiny BRIC	4
II.3 Výhled inflace ve vyspělých zemích	5
II.4 Výhled inflace zemí skupiny BRIC	6
IV. Výhled úrokových sazeb a kurzů	8
IV.1 Výhled úrokových sazeb v eurozóně a v USA	8
IV.2 Výhled kurzů vybraných měn	8
V. Vývoj na komoditních trzích	10
V.1 Ropa a zemní plyn	10
V.2 Ostatní komodity	11
VI. Zaostřeno na...	12
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách	12
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013	21
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013	21
A3. Použité zkratky	21
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU	22

TÝM ZPRACOVATELŮ



Luboš Komárek
Garant
Lubos.Komarek@
cnb.cz



Oxana Babecká
Editorka
Kap. II.1 a II.3
Předpovědi HDP a
inflace
Oxana.Babecka-
Kucharcukova@
cnb.cz



Tomáš Adam
Editor
Kap. V.1 a V.2 Vývoj
na komoditních
trzích
Tomas.Adam@
cnb.cz



Viktor Zeisel
Kap. II.2 a II.4
Předpovědi HDP a
inflace
III. Předstihové
ukazatele
Viktor.Zeisel@
cnb.cz



Soňa Benecká
Kap. IV.1 a IV.2
Výhled úrokových
sazeb a měnových
kurzů
Sona.Benecka@
cnb.cz



**Vladimír
Žďárský**
Zaostřeno na...
Vladimir.Zdarsky@
cnb.cz



Jan Hošek
Shrnutí
Jan2461.Hosek@
cnb.cz

Srpnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných rozvinutých a rozvíjejících se ekonomikách se zaměřením na hlavní hospodářské veličiny, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Kromě toho se tentokrát v kapitole „Zaostřeno na ...“ detailněji věnujeme rozdílnému vývoji agregátů HDP a HNP, ke kterému dochází v důsledku liberalizace kapitálových toků zejména v menších ekonomikách (viz rovněž graf níže) a který pro ně do budoucna může znamenat ekonomický i politický problém.

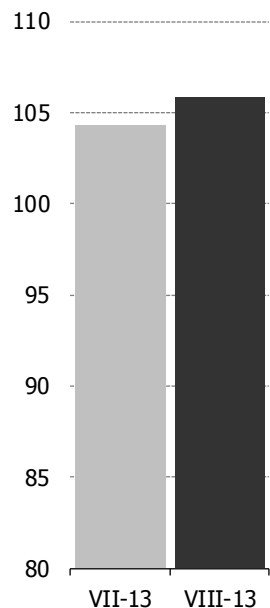
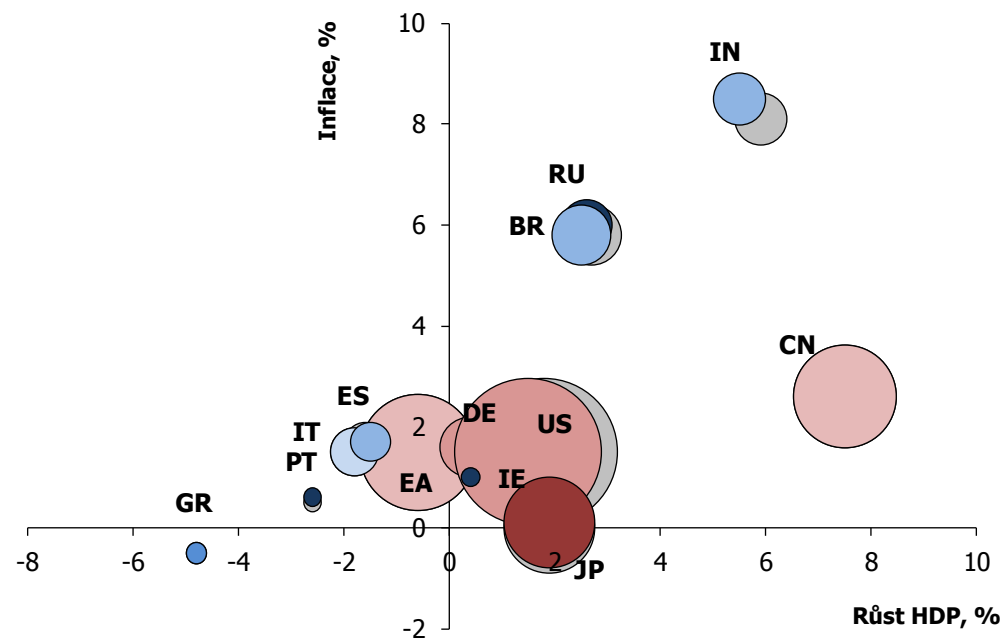
Výhled ekonomického růstu pro letošní rok se ve většině sledovaných zemí stabilizoval, zhoršenou předpověď jsme zaznamenali v srpnu pouze pro USA, Indii a Brazílii. Ve většině vyspělých zemí došlo k dalšímu zlepšení předstihových ukazatelů, což podporuje očekávání, že by se v roce 2014 měl růst HDP ve vyspělých ekonomikách urychlit. V zemích skupiny BRIC se naopak výhled růstu pro příští rok zhoršil. Výhled inflace zůstává u většiny zemí stabilní, když pomalé a nejisté globální oživení ekonomické aktivity a vývoj na komoditních trzích aktuálně nesignalizují inflační rizika.

Představitelé amerického Fedu se snaží objasnit své záměry ohledně postupného ukončování měnových stimulů (ke kterému by mohlo dojít do konce letošního roku), což přineslo zklidnění rozkolísaných měnových kurzů (nejen hlavních světových měn). I když nadále panuje nejistota ohledně oživení americké ekonomiky, dolar by měl vůči hlavním světovým měnám v horizontu jednoho roku posilovat. Krátké dolarové sazby LIBOR v červenci stagnovaly a na roční splatnosti dokonce obnovily klesající trend. Výhled je však pro ně výrazně více rostoucí, než pro sazby v eurozóně, které na tříměsíční i jednoleté splatnosti stagnovaly díky závazku ECB ohledně budoucího vývoje její měnověpolitické sazby.

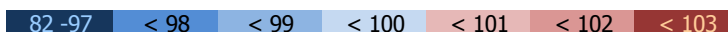
Světové ceny ropy v červenci rostly, když cenu ropy Brent podporovalo zejména napětí na Blízkém východě a výpadky produkce kartelu OPEC. Cena ropy WTI rostla výrazněji v důsledku poklesu zásob v americkém vnitrozemí a zvýšené aktivitě tamních rafinérií. Tím došlo ke snížení rozpětí cen obou benchmarků na téměř tříleté minimum. Na trhu ropy je rovněž možné pozorovat obnovený zájem finančních investorů. Díky uspokojivé nabídce ropy zůstává tržní výhled cen ropy klesající. Z neenergetických surovin v červenci klesaly hlavně ceny zemědělských produktů, ceny průmyslových kovů se obrátily k mírnému růstu.

Výhled globálního ekonomického vývoje v roce 2013

Výhled cen ropy Brent v prosinci 2013



HNP/HDP, %



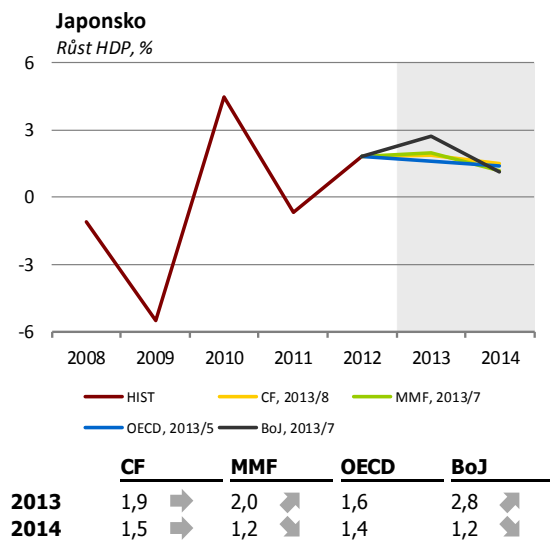
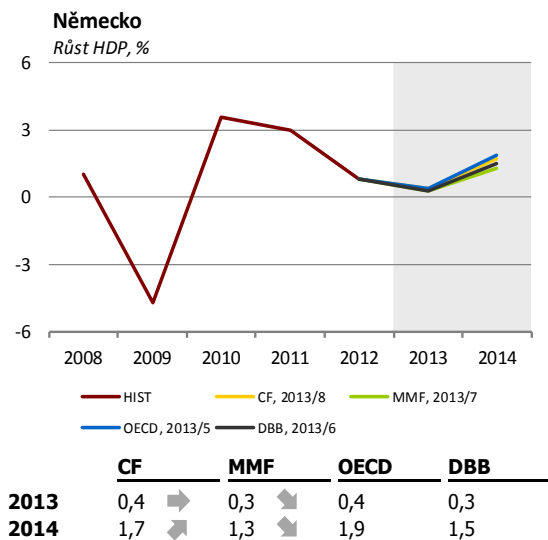
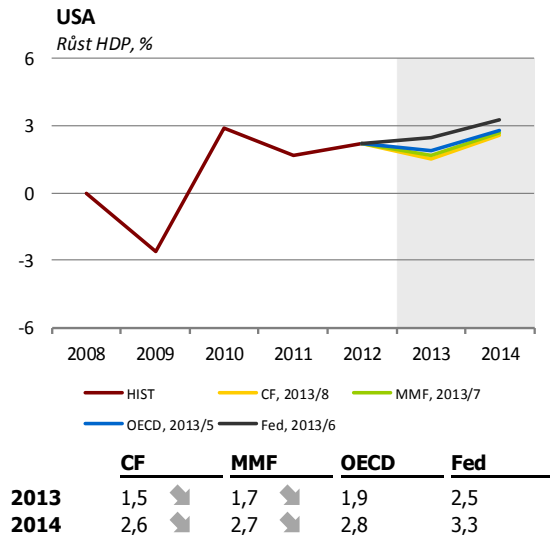
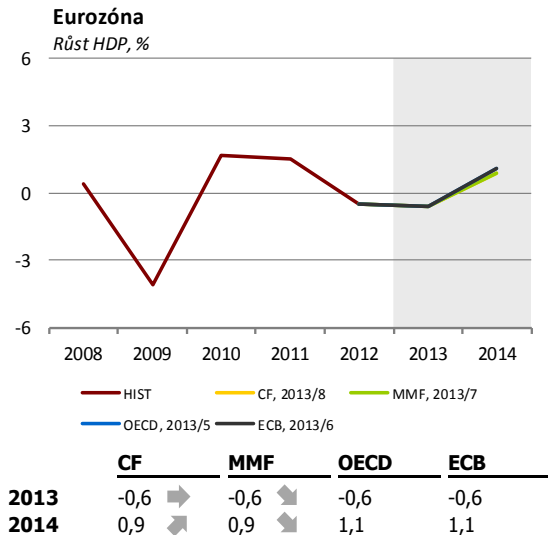
Velikost jednotlivých bodů znázorňuje velikost země / regionu podle nominálního HDP v amerických dolarech v roce 2011. Barvou je označen podíl HNP na HDP v roce 2010, %. Sedlá barva je předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce.

[Uzávěrka dat: 15. srpna 2013]

Zdroj: Bloomberg, Consensus Economics, World Bank, výpočty ČNB.

II.1 Výhled HDP vyspělých zemí

Nová data ukazují na mírné oživení růstu v eurozóně ve 2. polovině letošního roku, zejména díky očekávanému zlepšení situace v Německu. Přesto ponechal srpnový CF výhled na letošní rok pro eurozónu a Německo beze změny na úrovni -0,6 %, respektive 0,4 %. CF naopak v tomto měsíci významně revidoval výhled na letošní rok pro Spojené státy, který snížil o 0,3 p.b. na 1,5 %. Výhled byl pravděpodobně ovlivněn jak revizí dat za rok 2012, tak poklesem mezičtvrtletní dynamiky. Z makroekonomického hlediska brzdí ekonomický růst v USA zvýšení daní, zpomalení růstu domácí spotřeby a rovněž útlum globální ekonomické aktivity. O 0,1 p.b. nižší růst HDP Spojených států (tj. 2,6 %) se očekává pro příští rok. Výhled pro Japonsko zůstal na předchozí úrovni: 1,9% růst v roce 2013 a zpomalení na 1,5 % v roce 2014.



Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. ECB a Fed: střed intervalu. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

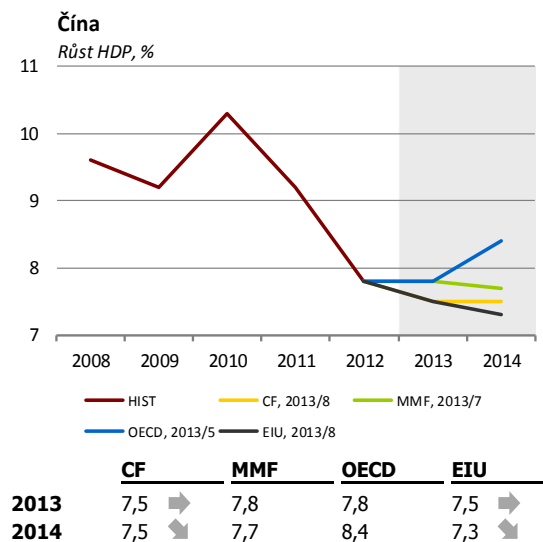
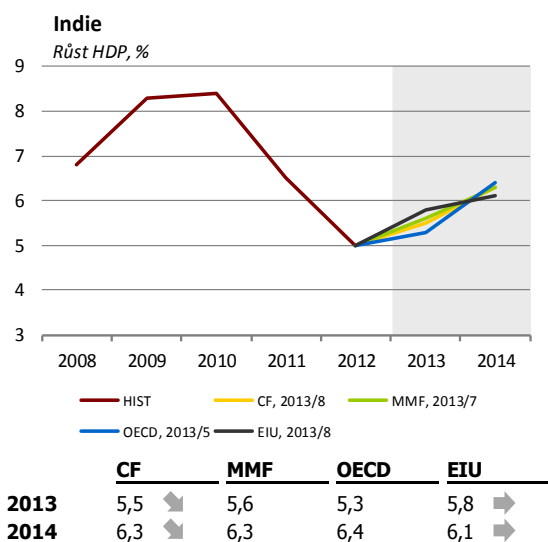
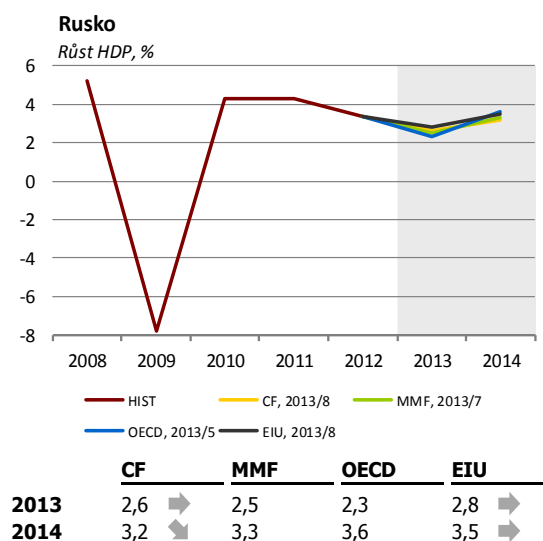
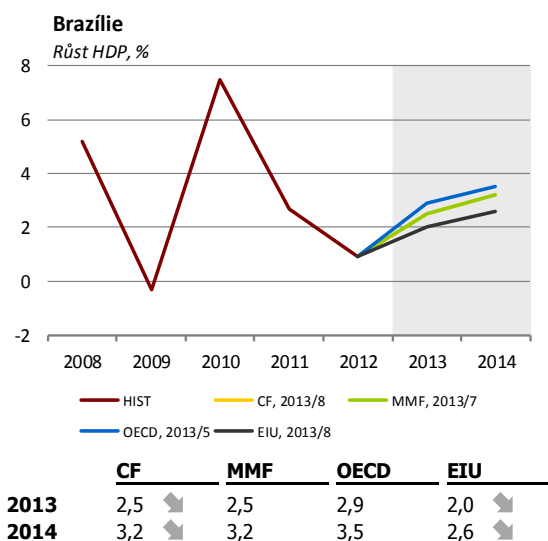
[Uzávěrka dat: 16. srpna 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, ECB, Fed, DBB, BoJ, výpočty ČNB

II.2 Výhled HDP zemí skupiny BRIC

Výhled růstu HDP zemí skupiny BRIC zaznamenal, stejně jako v minulých měsících, pokles. Podle srpnového CF se nejvíce zhoršil výhled růstu pro Indii. Ta by podle CF v roce 2013 měla růst o 5,5 %, tedy o 0,4 p. b. méně, než předpokládala červencová CF. Vliv na zhoršující se předpověď mohou mít údaje o průmyslové produkci, která v červenci klesla o 2,2 % a pokračovala tak v sestupném trendu. Výhled se zhoršil také pro brazilský HDP. CF zhoršil svou předpověď o 0,2 p. b. a EIU dokonce o 0,5 p. b. Nejistému růstu odpovídají také předstihové indikátory (PMI a indikátor spotřebitelské důvěry). Čína by si měla tento rok udržet růst ve výši 7,5 %, což je i cíl čínské vlády. Tomu jistě pomůže i zvýšení obchodní aktivity, které naznačují červencová data. Rusko by tento rok mělo růst o 2,6 %. Jeho růst však bude záviset na vývoji cen nerostných surovin.

Výhled CF pro rok 2014 se zhoršil u všech sledovaných zemí. U Ruska a Číny se jednalo pouze o 0,1 p. b. U Brazílie a Indie pak o 0,2, respektive o 0,3 p. b.



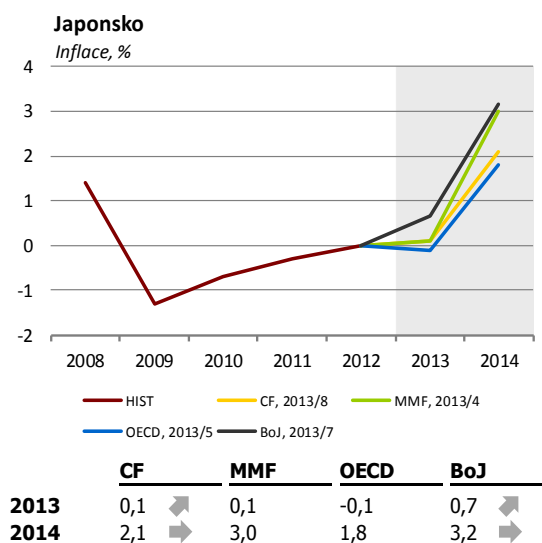
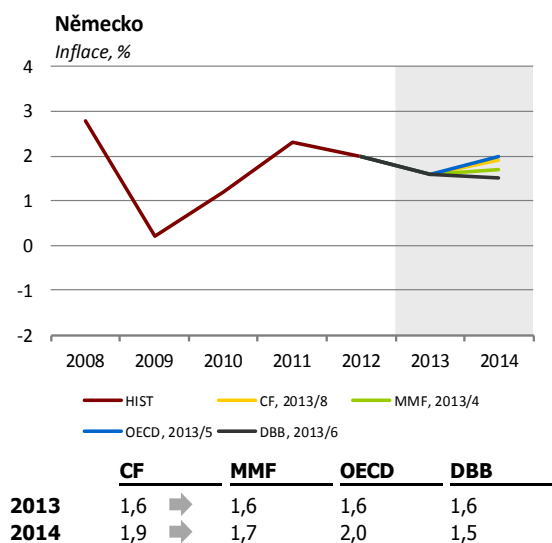
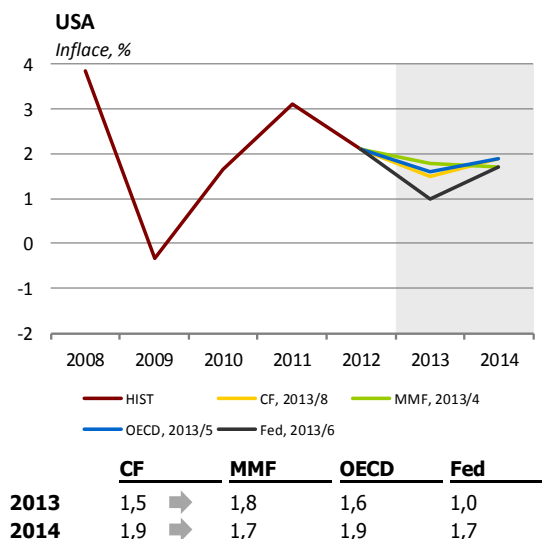
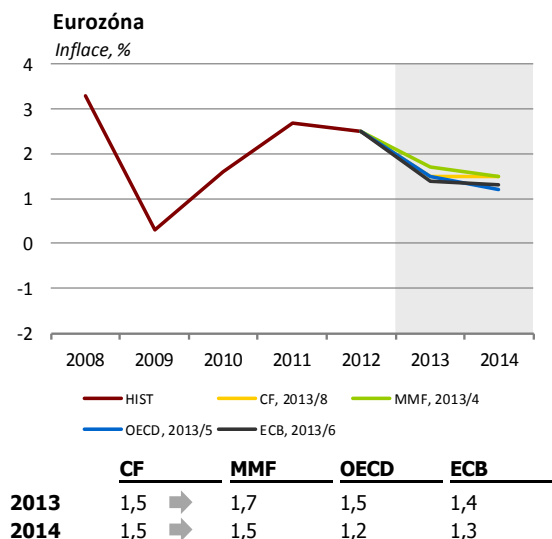
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

[Uzávěrka dat: 15. srpna 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, EIU, výpočty ČNB.

II.3 Výhled inflace ve vyspělých zemích

Nový CF nepřinesl pro sledované evropské ekonomiky a USA změnu výhledů inflace ani na letošní, ani na příští rok, neboť pomalé a nejisté oživení ekonomické aktivity a vývoj na globálních komoditních trzích zatím nesignalizují žádné inflační tlaky. Výhled tak zůstává od května na 1,5 – 1,6 % pro rok 2013 a 1,5 – 1,9 % pro rok 2014. V Japonsku dosáhla meziroční inflace v červnu poprvé za více než rok kladných hodnot. Vývoj ovlivnilo oslabení japonského jenu, které se promítlo přes náklady na dováženou energii do celkové inflace. Na letošní rok CF zvýšil výhled inflace pro Japonsko o 0,1 p.b. na 0,1 %. Příští rok by se mělo tempo růstu spotřebitelských cen zvýšit na 2,1 %.



Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc v k datu uzávěrky. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok.

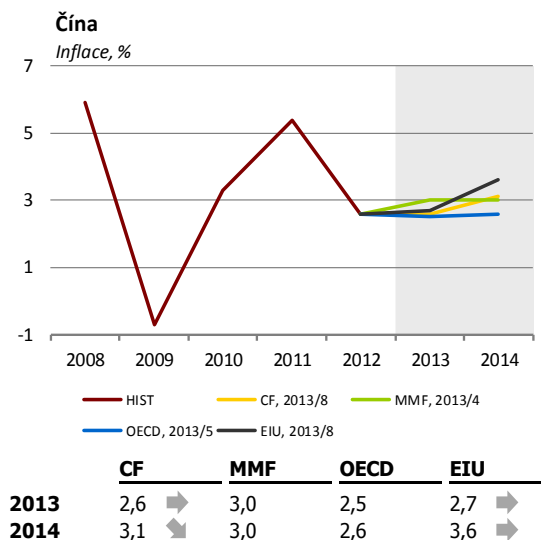
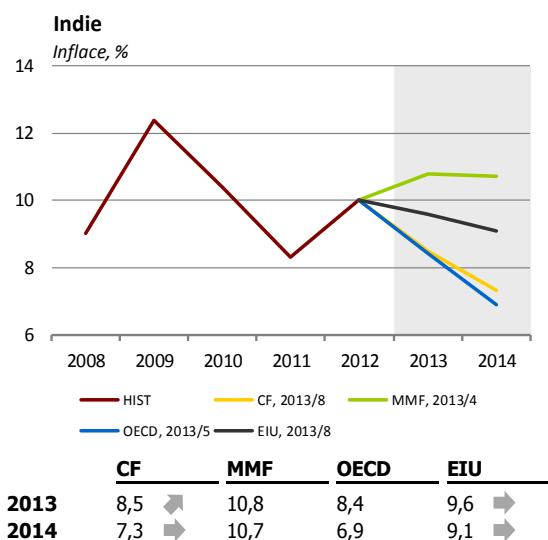
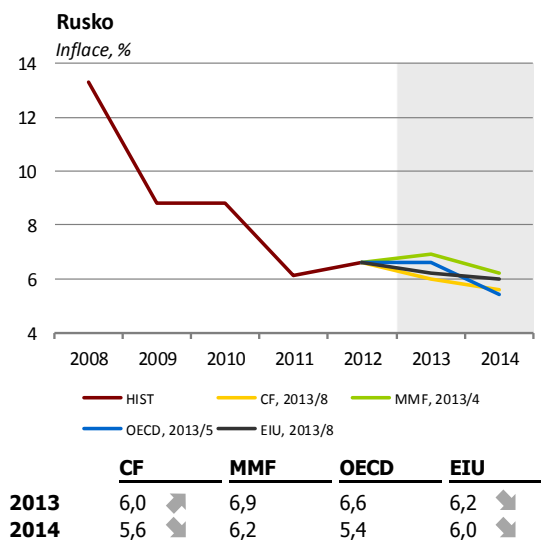
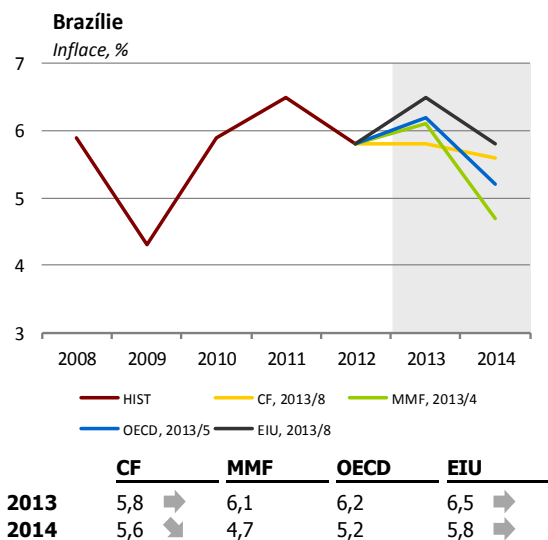
[Uzávěrka dat: 16.srpna 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, ECB, Fed, DBB, BoJ, výpočty ČNB.

II.4 Výhled inflace zemí skupiny BRIC

Od vydání posledního čísla GEVu nedošlo k výrazným posunům v předpovědi inflace zemí BRIC. Výjimkou je pouze výhled CF pro inflaci v Indii. I když tamní spotřebitelské ceny v červenci zmírnily, hlavně díky cenám potravin, svůj meziroční růst na 9,6 %, CF posunul svou predikci inflace vzhůru o 0,4 p. b. na 8,5 %. V Rusku v posledních dvou měsících růst spotřebitelských cen postupně zpomaluje, když v červenci dosáhl 6,5 %. CF přesto zvýšil svůj odhad inflace pro tuto zemi o 0,1 p. b. V Číně pokračuje již sedmá měsíční pokles cen výrobců, který odráží oslabení růstu čínské ekonomiky. I z tohoto důvodu by se čínská inflace podle CF měla udržet pod cílem čínské vlády ve výši 3,5 %. V Brazílii klesla meziroční inflace do tolerančního pásma centrální banky, a to hlavně díky cenám potravin.

Odhady pro rok 2014 změny nezaznamenaly nebo jen velmi mírně klesly.

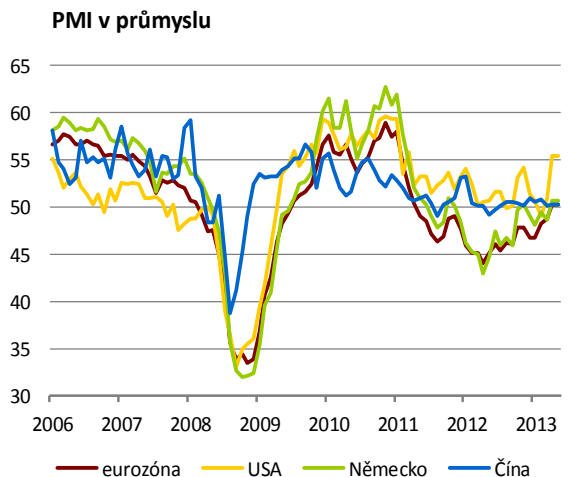


Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

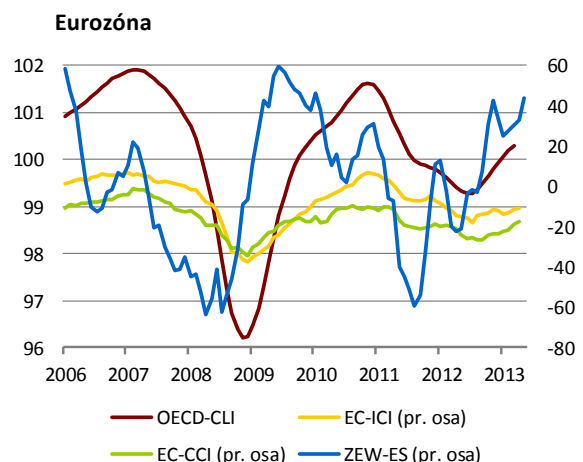
[Uzávěrka dat: 15. srpna 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, EIU, výpočty ČNB.

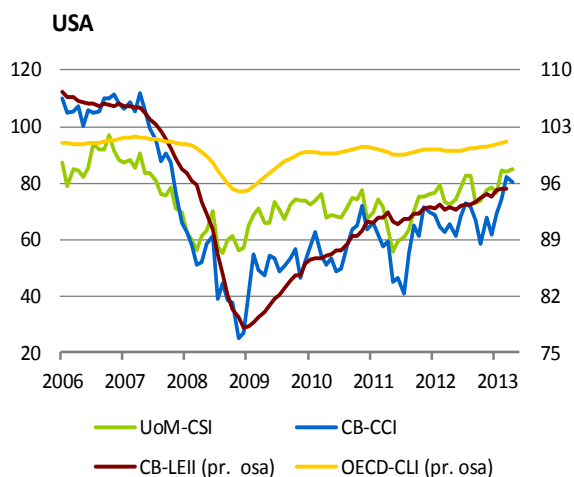
Předstihové ukazatele pro všechny sledované regiony celkově ukazují na zlepšení situace. V červenci jsme zaznamenali výrazný nárůst PMI Spojených států. Jeho růst podpořily všechny složky od nových zakázek přes produkční index a zaměstnanost až po pokles cenového indexu způsobený pádem cen nerostných surovin. Po dvou letech se přes hranici 50 bodů oddělující růst od poklesu dostal také PMI v eurozóně. Těsně nad touto hodnotou se drží také v Německu a Číně. I ostatní předstihové indikátory pro eurozónu se zlepšují a naznačují tak očekávané oživení. V USA si pohoršil pouze index CB-CCI a to ve své složce očekávání. Složka hodnotící současnou situaci naopak posílila. I pro Německo pozorujeme zlepšování předstihových indikátorů. Výjimku tvoří pouze Ifo index firemních očekávání, který zaznamenal velmi mírný pokles.



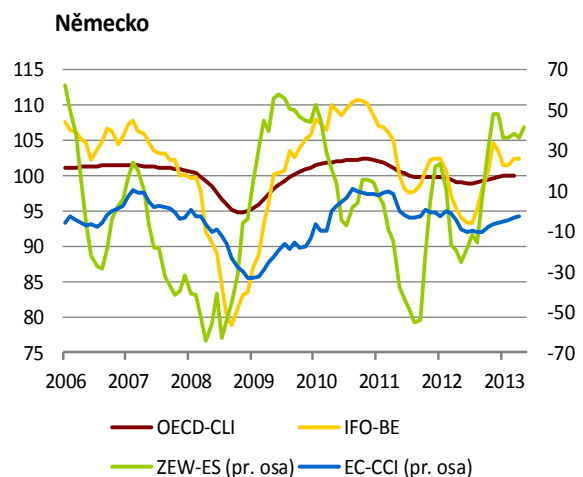
	EA	US	DE	CN
5/13	48,3	49,0	49,4	50,8
6/13	48,8	50,9	48,6	50,1
7/13	50,3	55,4	50,7	50,3



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
5/13	100,2	-13,0	-21,8	27,6
6/13	100,3	-11,2	-18,8	30,60
7/13		-10,6	-17,4	32,80



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
5/13	95,3	100,9	84,5	74,3
6/13	95,3	101,1	84,1	82,1
7/13			85,1	80,3



	OECD-CLI	IFO-BE	ZEW-ES	EC-CCI
5/13	100,0	101,6	36,4	-4,5
6/13	100,1	102,5	38,5	-3,2
7/13		102,4	36,3	-2,3

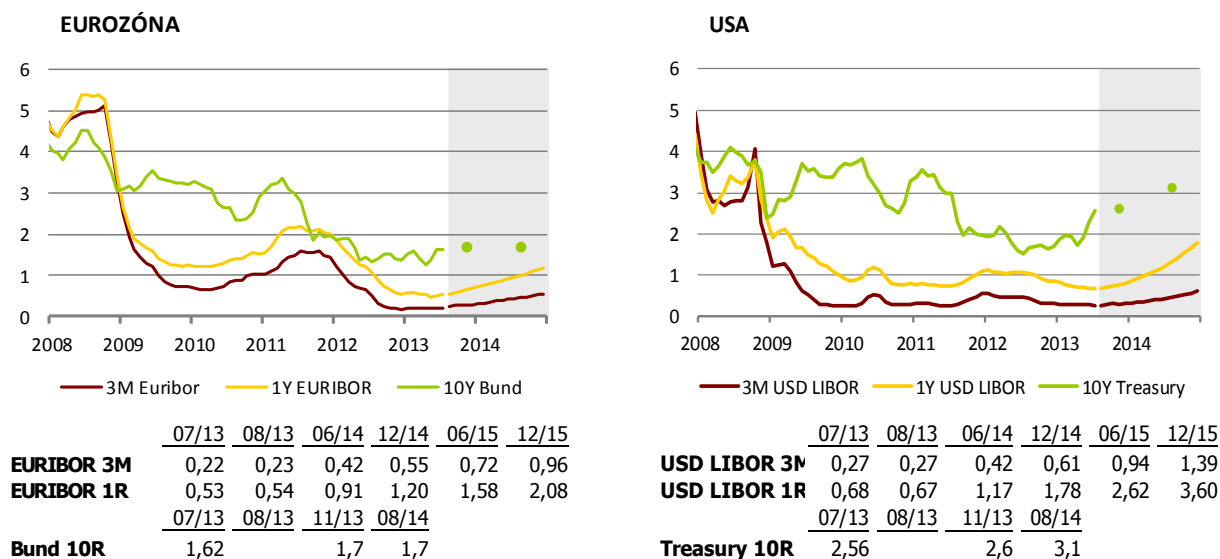
Poznámka: **PMI** = Purchasing Manager Index (50); **OECD-CLI** = OECD Composite Leading Indicator (100); **EC-ICI** = European Commission Industrial Confidence Indicator (0); **EC-CCI** = European Commission Consumer Confidence Indicator (0); **ZEW-ES** = ZEW Economic Sentiment (0); **CB-LEII** = Conference Board Leading Economic Indicator Index (2004 = 100); **UoM-CSI** = University of Michigan Consumer Sentiment Index (Dec 1966 = 100); **CB-CCI** = Conference Board Consumer Confidence Index (1985 = 100); **IFO-BE** = IFO Business Expectations (2005 = 100). Hodnoty v závorkách označují hranici indexu mezi očekávanou ekonomickou konjunkturou a poklesem, nebo období, ke kterému byl index normalizován. [Uzávěrka dat: 15. srpna 2013]

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

IV.1 Výhled úrokových sazeb v eurozóně a v USA

V červenci a v první srpnové dekádě 2013 sazby EURIBOR ve tříměsíční i jednoleté splatnosti stagnovaly, a to na úrovni 0,22 %, respektive 0,52%. Stabilitu sazeb podpořil červencový závazek ECB ohledně budoucího vývoje její měnové politiky, přičemž srpnové zasedání Rady guvernérů potvrdilo stávající směřování měnové politiky. Pokles přebytečné likvidity ve stejném období zvolnil tempo, přičemž při současné úrovni (256 mld. EUR) nelze očekávat pohyb tržních sazeb. Nový tržní výhled sazeb očekává stabilitu 3M EURIBOR minimálně do konce roku 2013 a také srpnový CF upravil výhled výnosu německého desetiletého vládního dluhopisu na hodnotu 1,7 % jak ve tříměsíčním, tak ročním horizontu.

Také tříměsíční dolarová sazba LIBOR ve sledovaném období stagnovala, zatímco v případě roční splatnosti se obnovil pokles a sazba na konci první srpnové dekády dosahovala 0,66 %. Tržní výhledy však výrazných změn nedoznaly. Jednoletá sazba LIBOR do konce roku 2014 přesáhne 2% hranici, zatímco 3M sazba zůstane i nadále pod 1%. Na druhou stranu srpnový CF opět posunul nahoru výhled výnosu desetiletého vládního dluhopisu po celém horizontu.

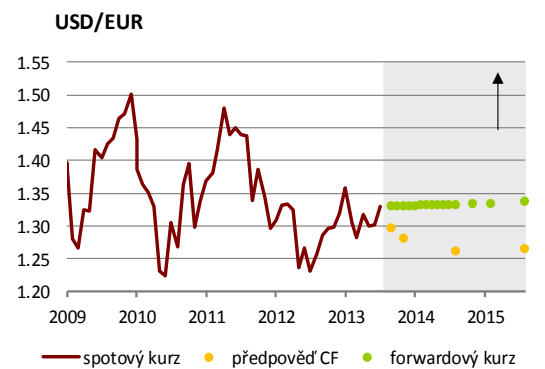


Poznámka: Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF. [Uzávěrka dat: 12. srpna 2013]
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, Consensus Forecasts, výpočty ČNB.

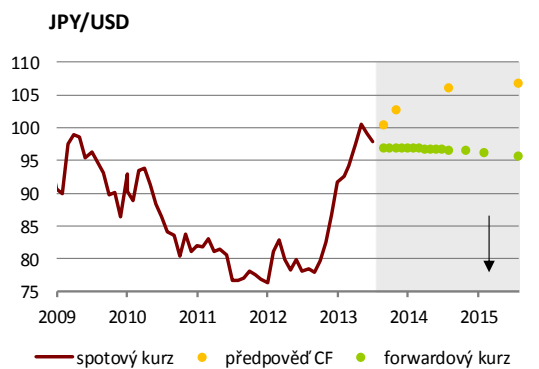
IV.2 Výhled kurzů vybraných měn

Snaha Fedu objasnit další kroky směřující k postupnému ukončení měnových stimulů vedla ke zmírnění kurzových pohybů, a to nejen v případě měn vyspělých ekonomik. Kvantitativní uvolňování by mělo být omezeno již do konce roku 2013, přetrvává však nejistota ohledně ekonomického oživení USA. Nové předpovědi ale významných změn nedoznaly. Srpnový CF i nadále očekává oslabení všech vybraných měn vyspělých ekonomik vůči americkému dolaru v horizontu jednoho roku. Proti jednotné evropské měně hovoří stále křehké oživení a politické nejistoty, zatímco japonský jen zůstává pod tlakem díky radikální hospodářské politice a obavám o naplnění jejich cílů. Pro britskou libru je důležitý nový závazek britské centrální banky, že základní sazba zůstane na stávající úrovni, dokud nezaměstnanost neklesne pod 7% hranici. Slabé oživení švýcarské ekonomiky, deflace a zmírnění napětí na finančních trzích eurozóny drží kurz švýcarského franku vůči euru pod oficiálním stropem již řadu měsíců a podle CF by tento trend měl pokračovat i v dalších dvou letech. Další tlak na oslabení měny mohou mít nové kroky centrální banky (např. záporné sazby) ve snaze čelit deflaci.

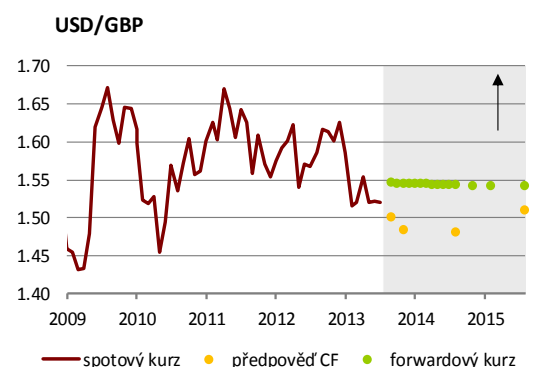
Trend oslabování měn zemí BRIC (s výjimkou Číny) ve sledovaném období pokračoval s výkyvy, které odrážely měnící se sentiment vůči americkému dolaru. Oslobování měn pak podporuje inflaci v některých zemích, na což centrální banky reagují změnami sazeb či intervencemi (Brazílie). Zejména propad indické měny byl výrazný, což vedlo centrální banku navíc k zavedení řady kapitálových omezení. Také růstové vyhlídky zemí BRIC se zhoršily, ale nová předpověď CF očekává stabilitu kurzů v ročním horizontu. Čínské renminbi v závěru července začalo opět posilovat s tím, jak se centrální bance podařilo stabilizovat likviditu v bankovním systému a následně také snížit tempo úvěrové expanze. Posílení měny podporují také spekulace, že Čína dále otevře své kapitálové trhy zahraničním investorům.



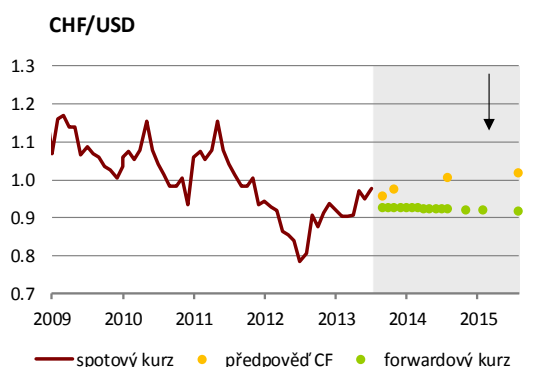
	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
spotový kurz	1,330				
předpověď' CF		1,296	1,280	1,261	1,265
forwardový kurz		1,330	1,330	1,332	1,337



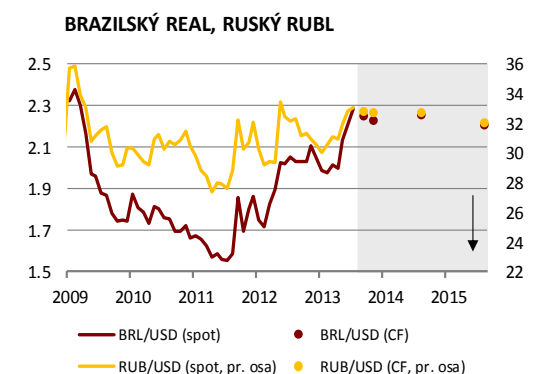
	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
spotový kurz	96,90				
předpověď' CF		100,40	102,70	106,00	106,80
forwardový kurz		96,88	96,85	96,56	95,65



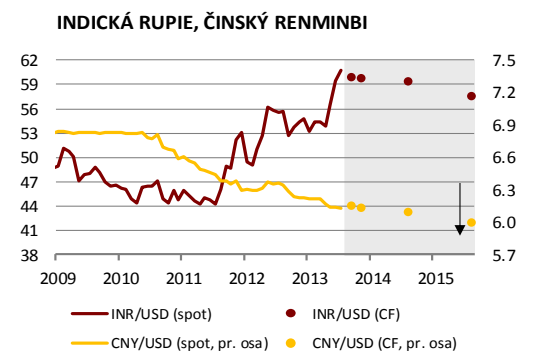
	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
spotový kurz	1,546				
předpověď' CF		1,500	1,484	1,481	1,510
forwardový kurz		1,546	1,545	1,543	1,542



	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
spotový kurz	0,926				
předpověď' CF		0,957	0,975	1,004	1,016
forwardový kurz		0,926	0,925	0,922	0,915



	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
BRL/USD (spot)	2,27				
BRL/USD (CF)		2,25	2,23	2,25	2,20
RUB/USD (spot)	32,99				
RUB/USD (CF)		32,74	32,68	32,67	31,99



	12/08/13	09/13	11/13	08/14	08/15
INR/USD (spot)	61,15				
INR/USD (CF)		59,80	59,72	59,32	57,54
CNY/USD (spot)	6,12				
CNY/USD (CF)		6,15	6,13	6,09	5,99

Poznámka: Směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. 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. [Uzávěrka dat: 12. srpna 2013]

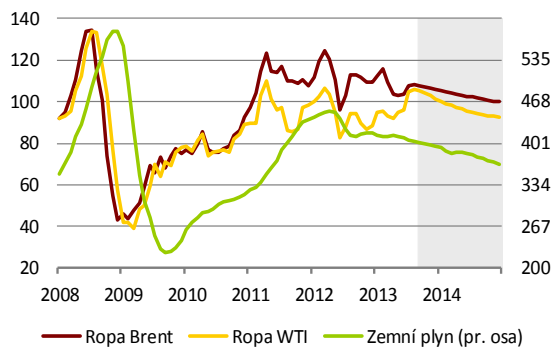
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, Consensus Forecasts, výpočty ČNB.

V.1 Ropa a zemní plyn

Průměrná cena ropy Brent a především ropy WTI v červenci vzrostla: Brent se pohyboval na čtyřměsíčních maximech 107,4 USD, což je o 4 USD více než v červnu. Cena WTI vzrostla výrazněji, o 8,8 USD/b na šestnáctiměsíční maxima 104,5 USD/b, a tak se spread mezi oběma benchmarky snížil na téměř tříleté minimum. Cena Brentu rostla především kvůli napětí na Blízkém východě a výpadkům produkce v některých zemích skupiny OPEC – Iráku, Íránu a Nigérii - které nenahradila ani zvýšená produkce ze Saúdské Arábie. V Evropě navíc nečekaně poprvé po dvou letech v dubnu a květnu vzrostla spotřeba ropy a podobný vývoj pravděpodobně i pokračuje. Za růstem cen ropy v USA jsou klesající zásoby v terminálu Cushing především kvůli rostoucí poptávce rafinérií. Vyšší ceny ropy WTI odráží také pozitivní data z americké ekonomiky. Růst cen obou benchmarků se odráží také v aktivitě investorů, kdy počet otevřených čistých dlouhých pozic managed money fondů je na nejvyšších úrovních od září 2009. Navzdory vysokému počtu spekulativních pozic je i nadále výhled cen ropy na základě futures kontraktů klesající. Na konci roku 2013 by se cena ropy měla pohybovat nad 103 USD/b, na konci roku 2014 pak klesnout těsně pod 100 USD/b. Srpnový CF očekává na konci listopadu 2013 cenu 105,4 USD/b a na konci srpna 2014 cenou 105,3 USD/b.

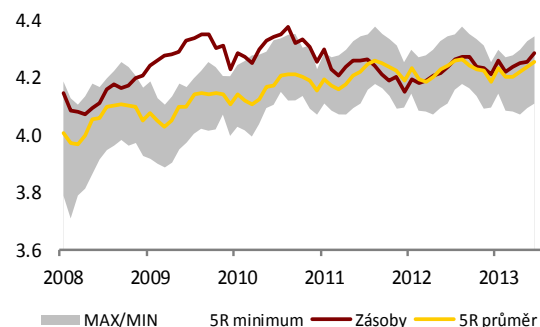
EIA snížila o 0,1 mb/d předpověď růstu spotřeby ropy na rok 2014 vzhledem k revizi predikce růstu globální ekonomiky ze strany MMF. Předpokládaný růst poptávky v roce 2013 zůstává na 0,9 mb/d a v roce 2014 se má zvýšit na 1,1 mb/d. EIA dále zvýšila předpověď světové nabídky ropy pro rok 2013 na 91,85 miliónů barelů za den (díky vyšším dodávkám ze zemí mimo OPEC, především v Severní Americe, které mají převážít pokles dodávek ze zemí OPEC, především z Lybie a Iráku). Komerční zásoby zemí OECD vzrostly v červnu čtvrtý měsíc v řadě, a stále se pohybují těsně kolem 5letého průměru.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

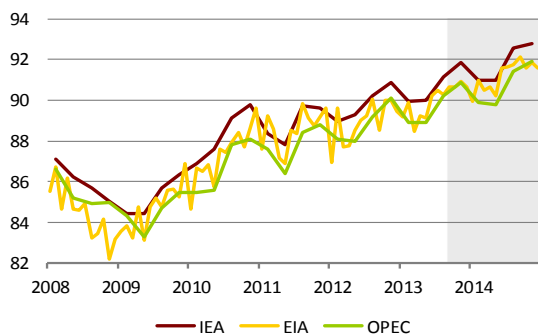


	Brent	WTI	Plyn
2013	-3,71 ↘	5,29 ↗	-5,80 ↘
2014	-4,71 ↗	-3,55 ↗	-6,38 ↗

CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

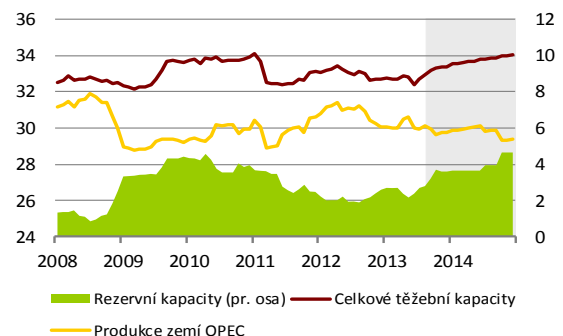


SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2013	1,00 ↘	1,22 ↗	0,98 ↗
2014	1,21 ↗	1,35 ↗	1,14 ↗

PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2013	-2,79 ↘	-0,31 ↘	35,55 ↗
2014	-0,80 ↗	2,57 ↗	37,78 ↗

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mlrd. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den (odhad EIA). [Uzávěrka dat: 15. srpna 2013]

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

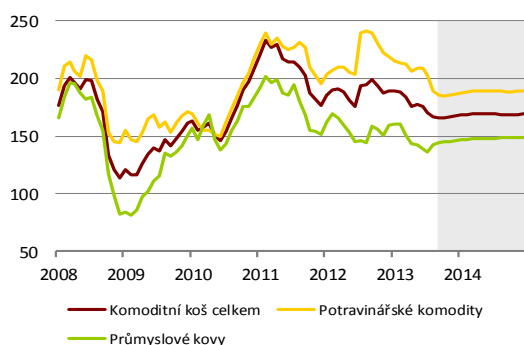
V.2 Ostatní komodity

Celkový index cen neenergetických surovin v červenci klesl o více než 2 %, především díky zápornému příspěvku cen potravin. Zatímco na začátku srpna hodnoty potravinářského indexu ještě poklesly, index cen průmyslových kovů se obrátil k mírnému růstu, který by měl pokračovat i v nejbližší budoucnosti.

Vývoj napříč složkami indexu potravinářských komodit byl v červenci na rozdíl od předchozího měsíce podobný a ceny tedy klesaly téměř u všech jeho položek. Nejvíce poklesla cena kukuřice, pšenice a sójových bobů s pozitivním očekáváním nové úrody. Výhled cen jednotlivých složek je na krátkém horizontu spíše stagnující kromě cen kukuřice a pšenice, u nichž se očekává mírný nárůst. Cena vepřového se v červenci držela ještě kolem historických maxim, na začátku srpna ale poklesla a výrazný pokles se očekává i v příštích měsících. Naopak cena hovězího mírně vzrostla a další nárůst se očekává.

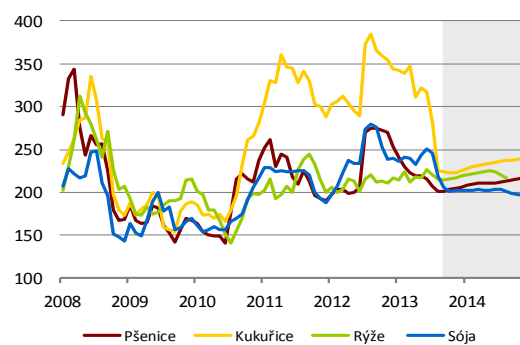
Ceny hliníku, mědi a oceli v červenci ještě poklesly v souvislosti se smíšenými zprávami z čínské ekonomiky a nejistotou ohledně ukončení programu kvantitativního uvolňování v USA. Naopak výhled indexu cen kovů, především ceny mědi, je mírně rostoucí. Cena kaučuku se v červnu odrazila od čtyřletých minim a nadále se očekává její nárůst. Cena bavlny stagnovala a čeká se její pouze mírný nárůst.

INDEXY CEN NEENERGETICKÝCH KOMODIT



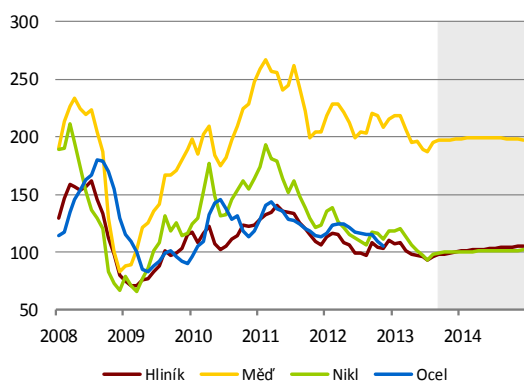
	Celkem	Potraviny	Kovy
2013	-7,7	-8,8	-6,1
2014	-3,1	-5,6	1,1

POTRAVINÁŘSKÉ KOMODITY



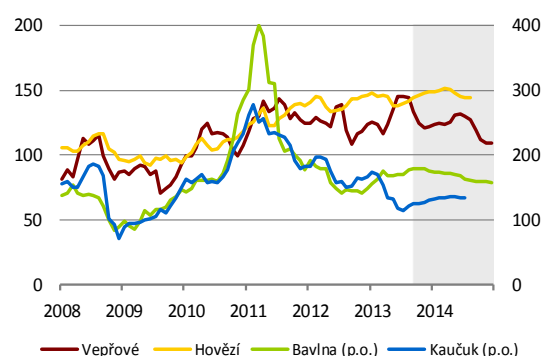
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2013	-8,9	-15,3	3,3	-6,0
2014	-0,9	-16,5	1,9	-11,3

KOVY



	Hliník	Měď	Nikl
2013	-6,8	-7,1	-12,7
2014	3,8	-0,3	-2,8

MASO, NEPOTRAVINÁŘSKÉ ZEMĚDĚLSKÉ KOMODITY



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2013	5,0	2,5	8,1	-21,1
2014	-6,1	2,7	-3,5	

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky) [Uzávěrka dat: 14. srpna 2013].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách¹

Tento článek je věnován diskusi nesouladu mezi tvorbou HDP a jeho užitím v kontextu prohlubující se mezinárodní dělby práce a liberalizací kapitálových toků. Dané téma není příliš často v odborných ekonomických člancích diskutováno, protože se velkých světových ekonomik a rozvinutých zemí týká spíše okrajově. Pro některé spíše menší země nárůst odchylek mezi HDP a HNP však může do budoucna představovat vážný ekonomický a možná i politický problém, jehož řešení není jednoduché.

1. Úvod

Výrazné urychlení procesu globalizace světové ekonomiky od počátku devadesátých let minulého století, spojené s prohloubením mezinárodní výměny zboží a služeb (masivní přesuny výroby zboží a služeb z rozvinutých do rozvíjejících se ekonomik), a liberalizace kapitálových toků (do značné míry s tím spojená) vyvolaly řadu zásadních změn ve světové ekonomice. Kromě pozitivních vlivů, jako snížení inflace v rozvinutých zemích, zvýšení životní úrovně v řadě rozvíjejících se zemí a zvýšení kapitálových výnosů, jsou však s tímto fenoménem spojena i určitá rizika. Jedním z nich je možnost existence dlouhodobých rozdílů mezi tvorbou HDP a jeho užitím. Právě tato dlouhodobost může vést ke značným deformacím ekonomik, jejich pracovních trhů a veřejných rozpočtů tímto fenoménem ovlivněných zemí.

Česká republika je zemí, v níž se za posledních 15 let, zejména vlivem silného přílivu zahraničních investic², výrazně zvýšil hrubý domácí produkt. Zároveň se však začala projevovat poměrně významná odchylka mezi tvorbou HDP a jeho domácím užitím. V posledních letech, ovlivněných světovou hospodářskou a finanční krizí, dochází k výraznému odlivu kapitálu, a to nejen v podobě dividend. Motivací pro vznik článku je proto zkoumání, zda se tento fenomén běžně vyskytuje i v jiných ekonomikách (viz Obrázek VI-1), nebo zda se jedná o mimořádnou situaci, a zda jsou s podobným vývojem spojená nějaká rizika.

Z teoretického hlediska je hrubý domácí produkt (HDP) definovaný jako součet spotřeby (C), hrubých soukromých investic (I), spotřeby vlády (G) a salda čistého exportu (NX) realizovaných na určitém území v určitém období. Saldo čistého exportu slouží jako vyrovnávací položka mezi vytvořeným a užitým HDP. Dlouhodobě by teoreticky jednotlivé země měly směřovat k tomu, aby se saldo čistého exportu blížilo k nule. Krátkodobě (či střednědobě) dochází k odchylkám v podobě kladného nebo záporného salda čistého vývozu. To je vyrovnáváno saldem zahraničních důchodů (tj. finančních toků spojených s přeshraničním pohybem pracovní síly resp. saldem výnosů z kapitálu umístěného v minulosti do zahraničí a zahraničního v tuzemsku vyjadřující společně tzv. hrubý národní produkt - HNP³), přímými transfery se zahraničím nebo pohyby kapitálu⁴. Dlouhodobější a výraznější odklon salda čistého exportu od rovnováhy vede zpravidla k postupnému prohlubování nerovnováhy bilance výnosů. Statisticky je odrazem všech těchto operací zajišťujících rovnováhu mezi vytvořeným a užitým HDP platební bilance.

¹ Autorem je Vladimír Žďárský (Vladimír.Zdarsky@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

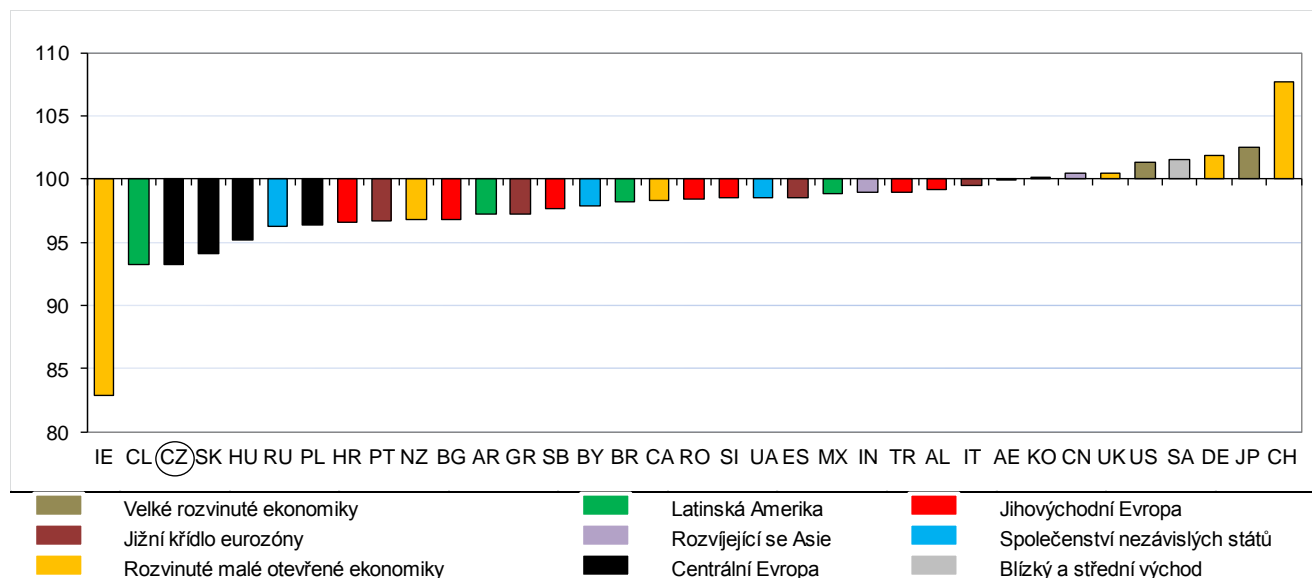
² Zejména v letech 1998 až 2008

³ HDP tedy představuje čistý důchod vytvořený na teritoriu příslušné země bez ohledu na národní příslušnost subjektů, které ho vytvořily, naproti tomu HNP je čistý důchod rezidentů příslušné země bez ohledu na teritorium na, kterém byl vytvořen.

⁴ Specifické podmínky umožňující velmi dlouhodobé nerovnováhy limitovaného rozsahu představují mezinárodně široce akceptované rezervní měny (zejména americký dolar).

Při podrobnějším zkoumání tohoto fenoménu byla pozornost zaměřena na vývoj jednotlivých zemí s využitím údajů MMF o vývoji nominálního HDP a běžného účtu platební bilance od roku 1995 do současnosti.

Obrázek VI-1: Poměr HNP/HDP vybraných ekonomik (rok 2010, v %)



Poznámka k obrázkům VI-1 – VI-6: IE - Irsko, CL - Chile, CZ - Česká republika, SK - Slovenská republika, HU - Maďarsko, RU - Rusko, PL - Polsko, HR - Chorvatsko, PT - Portugalsko, NZ - Nový Zéland, BG - Bulharsko, AR - Argentina, GR - Řecko, SB - Srbsko, BY - Bělorusko, BR - Brazílie, CA - Kanada, RO - Rumunsko, SI - Slovinsko, UA - Ukrajina, ES - Španělsko, MX - Mexiko, IN - Indie, TR - Turecko, AL - Albánie, IT - Itálie, AE - Spojené arabské emiráty, KO - Korejská republika, CN - Čína, UK - Spojené království, US - Spojené státy, SA - Saúdská Arábie, DE - Německo, JP - Japonsko, CH - Švýcarsko, CY - Kypr.

Zdroj: World Bank

2. Rozdíl mezi HDP a HNP v ekonomicky nejvýznamnějších zemích

Nejprve byly podrobeny zkoumání ekonomicky nejvýznamnější země. Z logiky vyplývá, že se jedná o velké uzavřené ekonomiky, u nichž by „vnější zbožové a finanční toky“ měly hrát relativně omezenou roli a rozdíly mezi HDP a HNP by měly být relativně velmi malé, což potvrzuje Obrázek VI-2.

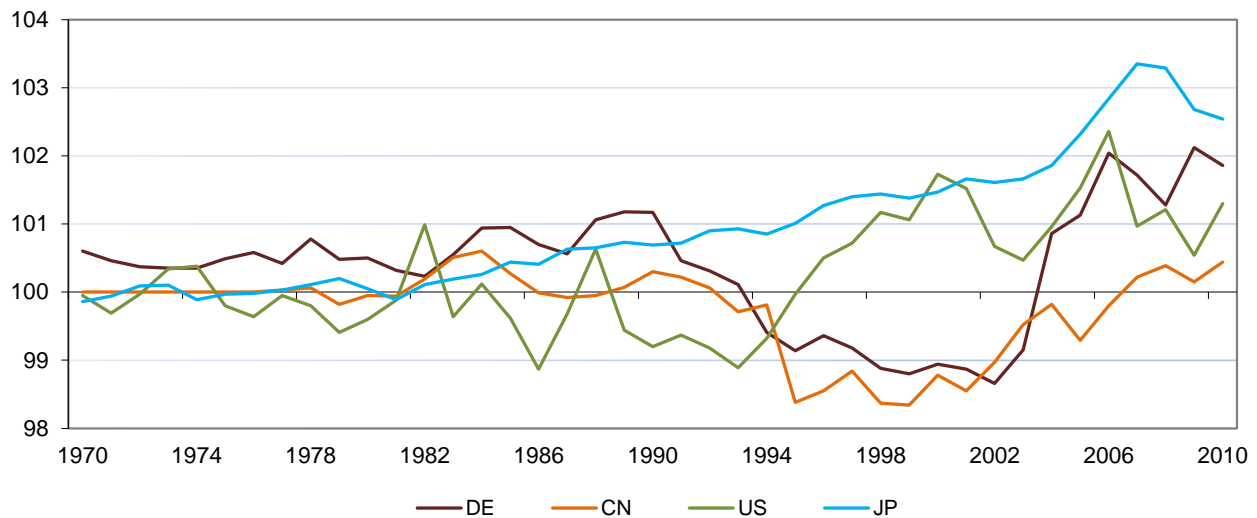
USA byly ve dvacátém století největší ekonomickou a průmyslovou mocností a zejména po druhé světové válce velkým vývozcem kapitálu. Po postupném přesunu jednodušších výrob do východní Asie a Latinské Ameriky se jejich výkonová bilance začala zhoršovat a deficit běžného účtu narůstat. V roce 1995 činil deficit běžného účtu 1,5 % HDP, na přelomu tisíciletí se pohyboval kolem 4 % a v posledním předkrizovém roce 2006 dosáhl rekordních 6 % HDP. Poté se, vlivem omezení růstu domácí poptávky a rozšíření těžby břidličného plynu a ropy, snížil ke 3 % HDP. Bilance výnosů se však po celé sledované období nacházela v přebytcích, které v posledních letech mírně přesáhly 1 % HDP (vlivem předcházejícího velmi dlouhého období vývozu kapitálu, velkých firemních aktiv v zahraničí a fenoménu nejdůležitější světové rezervní měny snižující úrokové náklady).

Čína ve sledovaném období⁵ zvýšila nominální HDP desetkrát. Na počátku měla prakticky vyrovnaný běžný účet (přebytek 0,2 % HDP), přičemž přebytek výkonové bilance přibližně odpovídal deficitu bilance výnosů (cca 1,6 % HDP). V roce 2000 přebytek běžného účtu dosahoval 1,6 % HDP, ale přebytek výkonové bilance byl již oproti deficitu bilance výnosů téměř dvojnásobný (velká část přebytků byla umísťována do zahraničních aktiv – především devizových rezerv země). V roce 2005 byl přebytek

⁵ Od roku 1995 do současnosti

běžného účtu již 5,9 % HDP, zatímco deficit bilance výnosů se blížil nule. V letech 2007 a 2008 dosáhla bilance výnosů již mírných přebytků, ale od roku 2009 vlivem poklesu příjmů (zřejmě pokles úrokových výnosů z devizových rezerv) se vrátila do velmi mírných deficitů (pod 1 % HDP).

Obrázek VI-2: Vývoj poměru HNP/HDP nejvýznamnějších ekonomik (v %)



Zdroj: World Bank

Německo mělo až do roku 2000 velmi mírný deficit běžného účtu, jehož hlavní příčinou byly běžné transfery. Přebytek výkonové bilance byl trvalý, ale spíše nevelký. Přebytky výkonové bilance začaly výrazně narůstat od roku 2002 a tlačit běžný účet do významnějšího přebytku, který v roce 2005 přesáhl 5 % HDP. Bilance výnosů přešla vlivem tohoto vývoje postupně z mírného deficitu do mírného přebytku a to od roku 2004. Přebytek se pohyboval v posledních letech do 2 % HDP.

V **Japonsku** se přebytek běžného účtu se dvěma výjimkami pohyboval v intervalu mezi 2 až 4 %. Na tom se ve sledovaném období podílely jednak přebytky obchodní bilance, ale zejména v posledním období přebytky bilance výnosů. Běžný účet přitom zůstal ve dvouprocentním přebytku i v roce 2011 kdy výkonová bilance byla v mírném deficitu cca 0,7 % HDP. Bilance výnosů přitom dlouhodobě vykazuje rostoucí přebytky, které na konci sledovaného období dosáhly přibližně 3 % HDP.

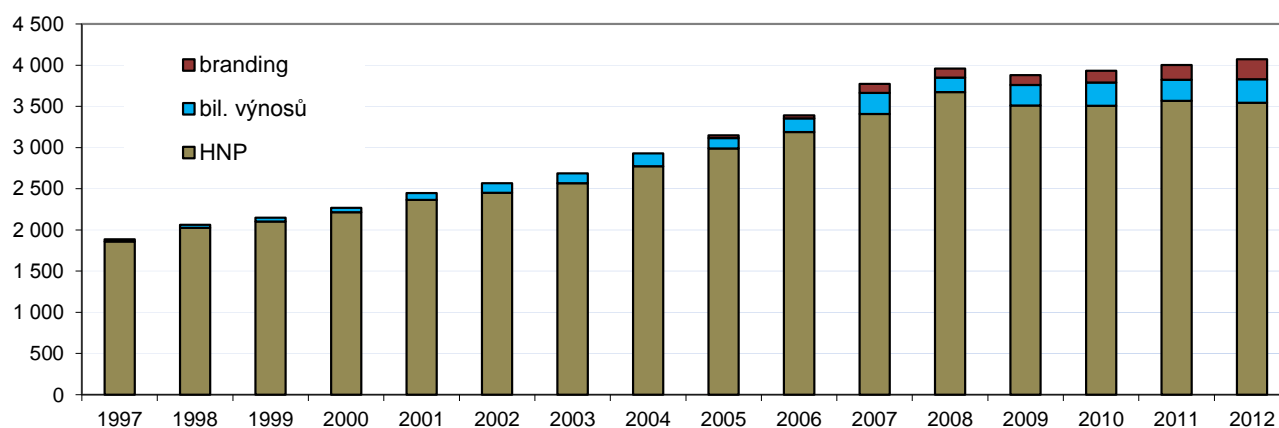
Z výše uvedeného a obrázku VI-2 plyne, že v největších ekonomikách (snad s výjimkou Japonska) jsou rozdíly mezi HDP a HNP zcela zanedbatelné. Podobná je i situace ve většině západoevropských ekonomik. To rovněž vysvětluje, proč není toto téma v odborném tisku prakticky diskutováno.

2. Rozdíl mezi HDP a HNP u malých otevřených ekonomik středoevropského regionu

Jiná může být situace v malých otevřených ekonomikách, které využily k rychlému ekonomickému vzestupu zahraniční kapitál. V **České republice** se během posledních 15 let postupně vytvořil poměrně výrazný rozdíl mezi HDP a HNP. Její situace je ovšem poněkud specifická. Při přechodu od plánové k tržní ekonomice byla nejprve preferována varianta privatizace (do té doby státního) majetku rezidentům prostřednictvím využití úvěrů. Toto řešení však vedlo ke značným problémům bankovního sektoru, problémům s konkurenceschopností řady firem, ať již z důvodů nesprávného řízení nebo nedostatečných zdrojů na modernizaci, a ve svém důsledku k velmi rychlému prohlubování deficitu běžného účtu vlivem zhoršování výkonové bilance (z mírného

přebytku v roce 1993 až nad 6 % HDP v roce 1996) a vzniku kurzových turbulencí v květnu 1997. Poté byla privatizační strategie zásadně přehodnocena ve prospěch zahraničních vlastníků (a to včetně bankovního sektoru a síťových odvětví) a rozvinul se systém investičních pobídek, který vedl k masivnímu přílivu kapitálu ze zahraničí. Navíc se řada domácích subjektů, především z důvodů daňové optimalizace, stala nerezidenty. Proto, ne vlivem dlouhodobých nerovnováh, ale zejména vlivem bezprecedentního podílu nerezidentů v ekonomice (42 % základního kapitálu vč. vysokého podílu v monopolních resp. kvazimonopolních sektorech) se záporný rozdíl mezi HDP a HNP od roku 1995 do roku 2007 zvýšil z 0,2 % HDP až na 7,0 % HDP. V posledních letech již tento rozdíl nenarůstal, ale v důsledku světové finanční a hospodářské krize mírně klesl, stále se však udržoval, s výjimkou roku 2008 nad 6 % HDP. Navíc v posledních letech někteří nerezidenti začali stále více využívat daňově úspornější metodu vyvážení kapitálu do zahraničí prostřednictvím tzv. brandingů⁶, kdy odštěpují část hodnoty vývozu, kterou si rovnou ponechávají v zahraničí. Zatímco před vypuknutím hospodářské a finanční krize v roce 2006 dosahovala hodnota tzv. brandingů 1,1 % HDP, od roku 2007 se hodnota brandingů zvýšila téměř šestinásobně a v roce 2012 dosáhla 6,2 % HDP (viz Obrázek VI-3)⁷. Kromě toho dochází i k jiným formám odlivu kapitálu do zahraničí (např. deponování části zisku dceřiných firem na účtech v zahraničí, poskytování úvěrů zahraničním matkám apod.).

Obrázek VI-3: Vývoj přidané hodnoty na území ČR a její rozdělení mezi rezidenty a nerezidenty (mld. CZK)



Pozn. Kromě toho jaký podíl na HDP připadá nerezidentům ještě hodně záleží na tom, jakou část ze získaných zdrojů na daném území reinvestují. V ČR v posledních letech podíl reinvestic výrazně klesl na cca 15 % celkových zisků nerezidentů z přímých investic vykázaných za rok 2011.

Zdroj: ČNB

Intuitivně by podobný vývoj jako Česká republika měly vykazovat ostatní střeoevropské země, s výjimkou Polska⁸, neboť i ony byly na přelomu tisíciletí velkými příjemci přílivu kapitálu a jejich ekonomická historie vykazuje podobné rysy.

Statické údaje za **Slovensko** naznačují postupný růst záporného rozdílu mezi HDP a HNP z hodnoty velmi blízké nule k hodnotě 3,2 % HDP v roce 2008 a následný pokles tohoto podílu až na 2,4 % HDP v roce 2011 pravděpodobně zejména vlivem poklesu

⁶ Velmi zjednodušeném vysvětlení jde o ponechání si velké části utržené ceny za vývoz zboží jako poplatku za používání známé značky, za poskytnuté know-how a zajištění prodeje.

⁷ O tuto hodnotu byl HDP vytvořený na území ČR snížen.

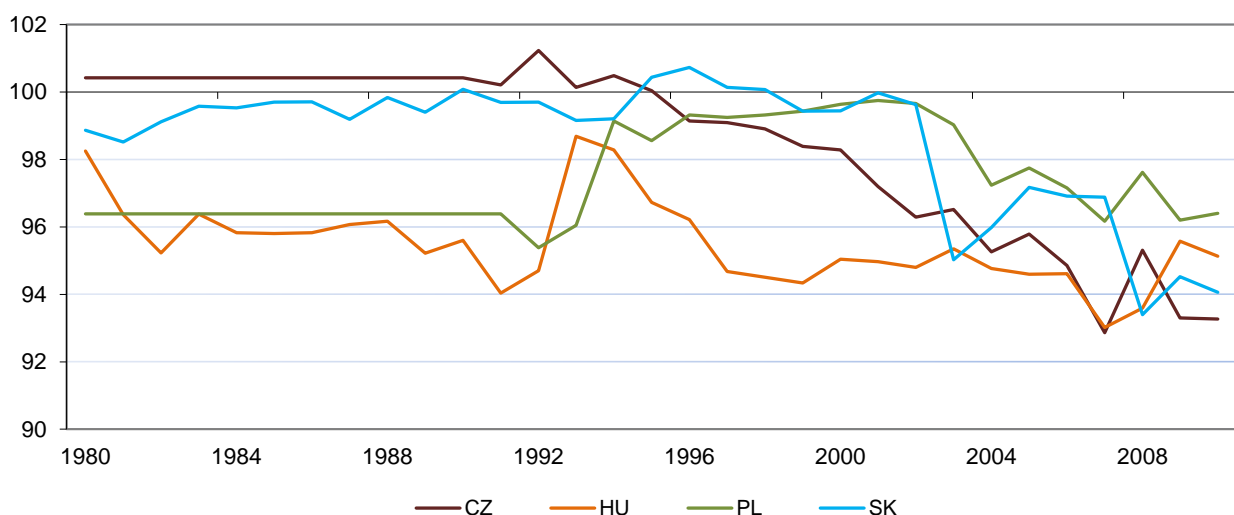
⁸ Zde si stát ponechal velkou část majetku vč. bank a síťových odvětví, a Polsko je navíc svým charakterem mnohem méně otevřenou ekonomikou než ostatní tři země

zisků nerezidentů spojeným s nástupem hospodářské a finanční krize. Také hodnota brandingů je podle předběžných slovenských odhadů sotva poloviční oproti České republice. Ve srovnání s Českou republikou přibližně poloviční záporné saldo výnosů bylo přitom dosahováno při podstatně větších deficitech běžného účtu (který od roku 1995 sedmkrát přesáhl tzv. bezpečnou hranici 5 % HDP).

Maďarsko mělo již v roce 1995 poměrně velký deficit bilance výnosů (3,7 % HDP), který byl důsledkem značných deficitů obchodní bilance v minulosti. Na přelomu tisíciletí již dosahoval 5,5 % HDP, ale v následujících letech se v relativním vyjádření nezvyšoval díky relativně rychlému růstu nominálního HDP. Vlivem urychlení růstu výdajů v rámci bilance výnosů se deficit začal znovu prohlubovat od roku 2006, kdy dosáhl 6 % a následující rok 7,7 %. V průběhu krize se deficit mírně snížil na cca 5,5 %, ale v roce 2011 opět vzrostl nad 6 %. Zajímavá je výrazná změna běžného účtu v průběhu krize z více než 7% deficitu v roce 2008 až do mírného přebytku od roku 2010. V roce 2012 již přebytek činil cca 1,5 % HDP. Branding v Maďarsku je „vykazován“ v podobném rozsahu jako v ČR.

Polský příběh se od předcházejícího poměrně výrazně liší. Je pro něj charakteristický nižší podíl zahraničních investorů v ekonomice, zachování výrazného podílu státu v síťových a regulovaných odvětvích, trend narůstání deficitu běžného účtu z rovnováhy v roce 1995 a prudké zvýšení nerovnováh v roce 2007 a 2008 (deficit ve výši 6,6 % HDP) při mnohem rychlejším růstu nominálního HDP než v Česku a Maďarsku. Deficit bilance výnosů se však na konci devadesátých let pohyboval hluboko pod 1 %. Výraznější nárůst začal být patrný až od roku 2004 (3,3 % HDP), v roce 2007 dosáhl 3,8 %. Rychlejšímu růstu deficitu bilance výnosů v relativním vyjádření bránil velmi prudký růst nominálního HDP. V průběhu krize, na rozdíl ostatních střeoevropských zemí, deficit bilance výnosů ještě dále rostl (2010 4,0 %, 2011 4,4 %), přičemž ještě prudšímu růstu bránil nadále rychlý růst nominálního HDP.

Obrázek VI-4: Vývoj poměru HNP/HDP – malé otevřené ekonomiky střeoevropského regionu (v %)



Zdroj: World Bank

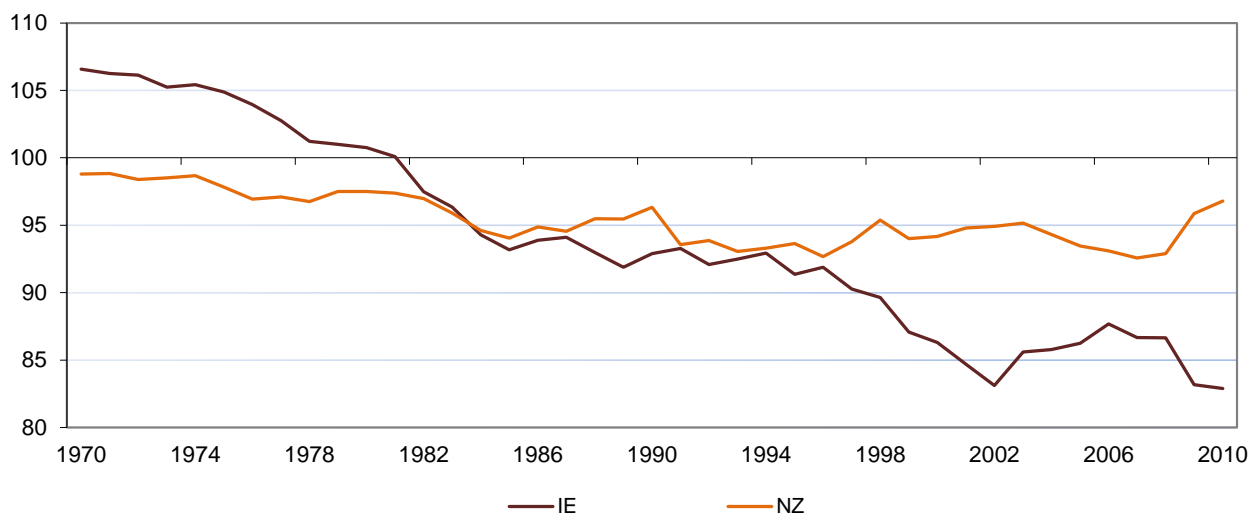
Při hledání vysvětlení poměrně velkých odlišností mezi HDP a HNP v Česku a zbývajících zemích střední Evropy (viz Obrázek VI-4) lze uvést dva důvody. Polsko a Slovensko jsou velcí čistí vývozci pracovní síly, což pozitivně ovlivňuje saldo bilance výnosů. To ale ani zdaleka nevysvětluje celý rozdíl mezi zeměmi. Druhou příčinou rozdílu byla již zmíněná privatizace firem působících v odvětvích s omezenou konkurencí v ČR (energetika, vodárenství, telekomunikace, bankovní sektor apod.) do rukou nerezidentů, což

zejména Polsko nedělalo. V těchto sektorech lze dosahovat mnohem vyšších zisků, které jsou hlavní příčinou výrazného deficitu bilance výnosů v ČR. Nižší polské hodnoty jsou ovlivněny též jiným charakterem ekonomiky (relativně velká a uzavřená ekonomika). Hodnotu podílového ukazatele v ostatních střeoevropských zemích snižuje rychlejší růst nominálního HDP ovlivněný částečně mnohem vyšší inflací než v ČR ve sledovaném období. Nejpodobnější českému vývoji je Maďarsko. To je sice mnohem zadluženější než ČR, ale již několik let se pohybuje v mírném přebytku běžného účtu a tak má prostor pro snižování vnější zadluženosti nebo zlepšování investiční pozice. ČR by při pokračování dosavadní trajektorie mohla dosáhnout mírného přebytku běžného účtu v příštím roce (poprvé od roku 1993). Ukazuje se, že zahraničním společnostem se ve střední Evropě nadále daří udržet vysoké zisky za cenu omezení růstu v oblasti mezd a zaměstnanosti. Omezené možnosti veřejných rozpočtů totiž neumožňují působit proti těmto tendencím. Polský a maďarský vývoj v zásadě odpovídá očekáváním, slovenská data ukazující na sotva poloviční rozdíl mezi HDP a HNP oproti České republice jsou pro nás nevysvětlitelná.

3. Rozdíl mezi HDP a HNP u vyspělých malých otevřených ekonomik

V této části budou podrobeny zkoumání rozvinuté země s podobnými charakteristikami výrazně nižšího národního produktu než HDP (viz Obrázek VI-5) a možnými implikacemi pro budoucí vývoj zemí střední Evropy. Z větších zemí vykazuje vysoké deficity bilance výnosů Nový Zéland a Irsko.

Obrázek VI-5: Vývoj poměru HNP/HDP – Irsko a Nový Zéland (v %)



Zdroj: World Bank

Deficit na **Novém Zelandu** přesahoval již ve druhé polovině devadesátých let 6 % HDP. Po přechodném snížení vlivem rychlého růstu HDP po roce 2000 dosahoval nejvyšších hodnot (7,7 % HDP) v roce 2008. Po výrazném snížení téměř o polovinu na počátku krize (zřejmě pokles zisků nerezidentů) se začal opět postupně zvyšovat až na 5,4 % v roce 2011. Na rozdíl od ČR a Maďarska jsou však velké deficity bilance výnosů doprovázeny i velkými deficity běžného účtu, které byly zpravidla ještě o něco vyšší. V průběhu krize se však výrazně snížily pod úroveň deficitu bilance výnosů (2,7 % v roce 2009), ale pak se začaly opět zvyšovat (4,2 % v roce 2011).

Případ **irské** ekonomiky je nejzvláštnější. Koncem devadesátých let minulého století dosahovala země slušných přebytků běžného účtu, a to přes růst deficitu bilance výnosů, který již od poloviny devadesátých let přesahoval 10 % HDP (v roce 1998 dosáhl rekordních 15,2 % HDP). Poté se v relativním vyjádření mírně snížil, díky

rychlejšímu růstu HDP oproti růstu deficitu bilance výnosů. Deficit bilance výnosů však začal poměrně rychle stahovat do deficitu běžný účet (od roku 2000) a od roku 2001 se opět začal zvyšovat i v relativním vyjádření (v roce 2002 -18,0 % HDP), když růst deficitu byl opět rychlejší než růst HDP. V roce 2005 vzrostl výrazně i deficit běžného účtu (na 3,5 % HDP), v roce 2007 přesáhl 5 % HDP (v literatuře označovaných za „relativně bezpečnou hodnotu“) a vrcholil na hodnotě 5,8 % v krizovém roce 2008 (deficit bilance výnosů tehdy činil 14,1 % HDP). Poté začal deficit běžného účtu v absolutním i relativním vyjádření rychle klesat, ovšem poměrně rychle klesal i nominální HDP. Běžný účet přešel v roce 2010 opět do velmi mírného přebytku cca 1,1 % s tendencí k dalšímu růstu. Přes pokles zisků nerezidentů, díky poklesu aktiv saldo bilance výnosů v absolutním vyjádření neklesalo, což vedlo při rychlém poklesu nominálního HDP k dalšímu zvýšení deficitu bilance výnosů v relativním vyjádření (2009 17,4 % a rekordním 20,4 % HDP v roce 2011). Je však třeba vzít v úvahu, že na rozdíl od jiných zemí Irsko svou mimořádně vstřícnou daňovou politikou vytváří předpoklady pro to, aby kapitál ze země rychle neodtéká. (Bilance výnosů však bez podrobnějšího členění neumožňuje rozlišit, jakou část z něj představuje hodnota reinvestovaného zisku a jaká část odchází do zahraničí).

Irský vývoj naznačuje určitá rizika pro ekonomiku mimořádně závislou na zahraničním kapitálu. Může nastat situace, že taková země dosahuje určitého růstu HDP, ale zároveň jeho HNP bude klesat a domácí obyvatelstvo chudnout.

4. Rozdíl mezi HDP a HNP u vyspělých zemí s vnějšími nerovnováhami

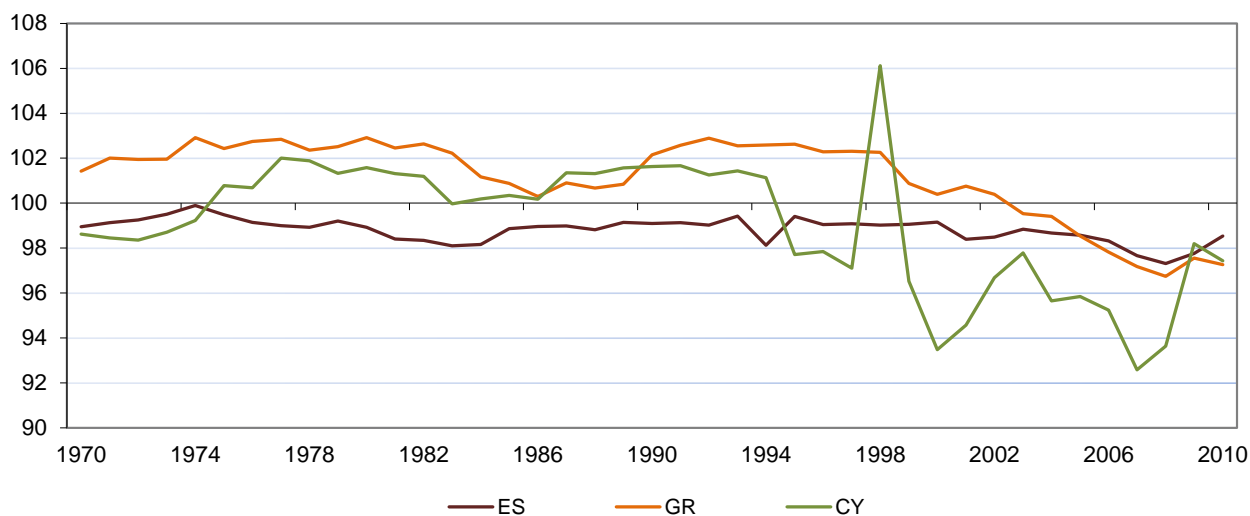
V závěrečné části je naše pozornost zaměřena na vývoj v zemích, které, vlivem problémů v bankovním sektoru nebo špatného řízení veřejných financí, fakticky nebyly schopny dostát svým závazkům (viz Obrázek VI-6).

Španělsko je typickým příkladem země s významnější vnější nerovnováhou, která se začala kumulovat až v souvislosti se zavedením společné měny (v roce 1997 byl běžný účet prakticky v rovnováze, v roce 2008 dosáhl jeho deficit až 9,7 % HDP); navíc v relativním vyjádření byla viditelnost vnější nerovnováhy tlumena rychlým růstem HDP. Deficit bilance výnosů dosáhl nejvíce v roce 2008 (3,2 % HDP), poté výrazně klesl podobně jako vnější nerovnováha. Současné problémy Španělska (riziková aktiva bankovního sektoru a potenciální nevládnutí řízení vládního dluhu) jsou jiného charakteru a ve vývoji sledovaných ukazatelů se neprojevují.

V **řeckých** údajích je patrný rychlejší nárůst deficitu bilance výnosů až po roce 2000 (dříve kolem 1 % HDP) evidentně spojený s náklady na financování rostoucího deficitu běžného účtu. Ten se začal postupně zvyšovat v závěru devadesátých let a mimořádně prudce eskaloval v letech 2006 až 2008 (11,3 %, 14,6 % a 15 % HDP). V návaznosti na to rostl deficit bilance výnosů postupně na (3,4 %, 4,1 %, 4,7 %). Po nástupu krize se oba deficity absolutně snížily, zároveň se však snížil i nominální HDP. V relativním vyjádření se tak deficity snížily jen mírně (běžný účet na 9,9 % a deficit bilance výnosů na 4,1 % HDP v roce 2011).

Kypr měl již v polovině devadesátých let deficit bilance výnosů kolem 2,5 % HDP, který se postupně až do roku 2000 zvyšoval, až dosáhl 5,8 % HDP. V následujících letech se snižoval až k hodnotám těsně nad 3 % HDP. V roce 2011 byl dokonce vykázán přebytek. Deficit běžného účtu v tomto období zůstával poměrně nízký a v relativním vyjádření se snižoval. Nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 1997 (4,7 % HDP), v roce 2003 již jen 2,2 % HDP. Poté však začal prudce růst až do roku 2008, kdy dosáhl zcela mimořádných 15,3 % HDP. Následně se, zejména vlivem snížení deficitu výkonové bilance, snížil na méně než třetinu (4,7 % HDP v roce 2011).

Obrázek VI-6: Vývoj poměru HNP/HDP – vyspělé země s vnějšími nerovnováhami (v %)



Zdroj: World Bank

Z uvedených dat nelze nalézt žádnou významnější souvislost mezi problémy těchto zemí a vývojem bilance výnosů. Patrný je pouze prudký nárůst HDP v krátkém časovém období před krizí v roce 2008, při mimořádně prudkém růstu vnějších nerovnováhy běžného účtu, spojený s růstem poptávky po dovozech.

Pro úplnost je potřeba říci, že v rozvojových zemích lze nalézt řadu spíše malých, v řadě případů ostrovních, zemí, kde odchylky mezi HDP a HNP (a to na obě strany) dosahují mnohem větších hodnot, než ve zmiňovaných zemích (až 1/3 jejich HDP). Mezi země s největší odchylkou v posledních letech patří: (i) s nižším HNP než HDP o více než 20 % (Rovníková Guinea, Kongo, Portorico, Čad, Island a Lucembursko) a naopak (ii) vyšším HNP než HDP (Bermudy, Kiribati, Marshalovy ostrovy, Lesotho a Timor).

5. Závěr

Celkově lze konstatovat, že uvedené téma se určitě nestane „hitem“ ekonomických článků ve světovém kontextu, protože pro naprostou většinu rozvinutých a významných světových ekonomik je rozdíl mezi HDP a HNP zcela zanedbatelný, nebo se nacházejí na té „příjemnější“ straně odchylky, kdy předešlý vývoz kapitálu jim umožňuje dosahovat (užívat) vyšší národní produkt než je hrubý domácí produkt (tj. vyrobený na jejich území), jako např. v případě Japonska a Švýcarska. Odchylka mezi HDP a HNP má navíc jen omezenou funkci jako indikátor budoucích problémů, protože nerozlišuje kvalitu zahraničních aktiv. Sledování ukazatele nepomáhá odhalit včas problémy, které v poslední době vznikly např. na Islandu, Kypru a v Irsku. Navíc daná odchylka neukazovala prudké zhoršování ani v případě ekonomik s extrémní nerovnováhou běžného účtu (Španělsko, Řecko, Kypr apod.). Příčinou byla zřejmě relativně omezená doba nadměrného deficitu a prudký růst HDP v tomto období. Na druhé straně daná odchylka umožňuje odlišit vnitřní a vnější zadlužení. Proto např. neindikuje žádné problémy Japonska, neboť jeho obrovský vládní dluh je dominantně vykazován vůči domácímu obyvatelstvu a navíc domácí subjekty drží značná zahraniční aktiva.

Mezi většími a rozvinutějšími ekonomikami vykazují dlouhodobě výrazně nižší hrubý národní než hrubý domácí produkt Česká republika, Maďarsko, Irsko a Nový Zéland. Velké deficity těchto zemí nebyly v minulosti spojeny ani tak s velkou nerovnováhou,

jako spíše s vysokým podílem přímých zahraničních investic v ekonomice. V současnosti působí těmto zemím zesílený odliv kapitálu jisté problémy. Poměrně často se proto objevují v odborném tisku diskuze o omezení tohoto odlivu. V Irsku zřejmě udržení zahraničního kapitálu v zemi zatím dostatečně zajišťuje politika extrémně nízkých firemních daní. Ve zbývajících zemích je to složitější. Pokud se jedná o investice v konkurenčních a zejména exportních odvětvích, mohlo by vést zvýšení zdanění k přesunu kapacit do zemí s výhodnějšími podmínkami, růstu nezaměstnanosti a snížení vnější konkurenceschopnosti země. Určitý prostor je pouze v síťových odvětvích, nebo odvětvích profitujících z nedokonalé konkurence a s dominantními aktivitami na domácím trhu. Možnými cestami jak omezit odliv kapitálu jsou např. regulace cen nebo vyšší zdanění firem ve specifických odvětvích, zvýšení odvodů do fondu pojištění vkladů, nebo změna pravidel tvorbu rezerv na riziková aktiva v bankovním sektoru. Touto cestou se vydalo např. Maďarsko. Na Slovensku, přestože je podle dostupných statistických údajů odliv kapitálu relativně menší, přesto však tam debata o možném snížení odlivu kapitálu do zahraničí nyní začíná.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0,0	2013/8 2013/7	-0,3	2013/7 2013/4	-0,5	2013/5 2012/11	-0,1	2013/6 2013/3
US	-0,3	2013/8 2013/7	-0,2	2013/7 2013/4	-0,1	2013/5 2012/11	-0,1	2013/6 2013/3
DE	0,0	2013/8 2013/7	-0,3	2013/7 2013/4	-0,2	2013/5 2012/11	-0,1	2013/6 2012/12
JP	0,0	2013/8 2013/7	0,4	2013/7 2013/4	0,9	2013/5 2012/11	0,0	2013/7 2013/4
BR	-0,2	2013/8 2013/7	-0,5	2013/7 2013/4	-1,1	2013/5 2012/11	-0,5	2013/8 2013/7
RU	0,0	2013/8 2013/7	-0,9	2013/7 2013/4	-1,5	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7
IN	-0,4	2013/8 2013/7	-0,1	2013/7 2013/4	-1,2	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7
CN	0,0	2013/8 2013/7	-0,2	2013/7 2013/4	-0,7	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	0,0	2013/8 2013/7	0,1	2013/4 2012/10	-0,1	2013/5 2012/11	-0,2	2013/6 2013/3
US	0,0	2013/8 2013/7	0,0	2013/4 2012/10	-0,2	2013/5 2012/11	-0,5	2013/6 2013/3
DE	0,0	2013/8 2013/7	-0,3	2013/4 2012/10	-0,3	2013/5 2012/11	0,1	2013/6 2012/12
JP	0,1	2013/8 2013/7	0,3	2013/4 2012/10	0,4	2013/5 2012/11	0,0	2013/7 2013/4
BR	0,0	2013/8 2013/7	1,2	2013/4 2012/10	0,9	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7
RU	0,1	2013/8 2013/7	0,3	2013/4 2012/10	0,2	2013/5 2012/11	-0,1	2013/8 2013/7
IN	0,4	2013/8 2013/7	1,2	2013/4 2012/10	0,7	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7
CN	0,0	2013/8 2013/7	0,0	2013/4 2012/10	1,0	2013/5 2012/11	0,0	2013/8 2013/7

A3. Použité zkratky

BoJ	Japonská centrální banka	DBB	Deutsche Bundesbank
BR	Brazílie	DE	Německo
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína	EA	eurozóna
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	ECB	Evropská centrální banka
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
CBOT	Chicago Board of Trade	EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
CF	Consensus Forecasts	EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
CN	Čína	EK	Evropská komise
ČNB	Česká národní banka	ES	Španělsko

EU	Evropská unie	JPY	japonský jen
EUR	euro	LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	MMF	Mezinárodní měnový fond
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	N/A	údaj není k dispozici
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
GBP	britská libra	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
GR	Řecko	PMI	Index nákupních manažerů
HDP	hrubý domácí produkt	PT	Portugalsko
CHF	švýcarský frank	PU	Předstihové ukazatele
ICE	Intercontinental Exchange	RU	Rusko
IE	Irsko	UoM	University of Michigan
IFO	Institute for Economic Research	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
IFO-BE	IFO Business Expectations	US	Spojené státy americké (USA)
IN	Indie	USD	americký dolar
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)	WEO	World Economic Outlook
IT	Itálie	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment
JP	Japonsko		

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

2013

	č. GEVu
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8

	č. GEVU
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

2011

	č. GEVU
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnila globální nerovnováha? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1