

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ÚNOR

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2014

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	4
II.3 Německo	5
II.4 Japonsko	5
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	6
III.1 Čína	6
III.2 Indie	6
III.3 Rusko	7
III.4 Brazílie	7
IV. Grafy výhledů kurzů	8
V. Vývoj na komoditních trzích	9
V.1 Ropa a zemní plyn	9
V.2 Ostatní komodity	10
VI. Zaostřeno na...	11
Je hrozba deflace v eurozóně reálná?	11
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014	17
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014	17
A3. Seznam zkratk použitých v GEVu	17
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu	18

Datum uzávěrky dat

Týden 10. - 14. února 2014

Sběr dat CF

10. února 2014

Datum publikace GEVu

21. února 2014

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVu) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Oxana Babecká Kucharčuková	Tomáš Adam	Filip Novotný	Milan Klíma
lubos.komarek@cnb.cz	oxana.babecka-kucharukova@cnb.cz	tomas.adam@cnb.cz	filip.novotny@cnb.cz	milan.klima@cnb.cz
Garant Zaostřeno na...	Editorka III.1 Rusko III.3 Čína	Editor II.1 Eurozóna	II.2 Spojené státy	II.3 Německo
Soňa Benecká	Marie Duršpek Raková	Jan Hošek		
sona.benecka@cnb.cz	marie.durspek-rakova@cnb.cz	jan2461.hosek@cnb.cz		
II.4 Japonsko Zaostřeno na...	III.2 Indie III.4 Brazílie	Shrnutí V. Vývoj na komoditních trzích		

Únorové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V kapitole „Zaostřeno na ...“ si pokládáme aktuální otázku, do jaké míry je reálná hrozba deflace v eurozóně a jaké by mohly být její dopady na zatím křehké oživení evropské ekonomiky. Na případu dvou ztracených dekád japonské ekonomiky je dokumentována potenciální nebezpečnost deflace a jsou nastíněny možnosti ECB, jak se s těmito riziky vyrovnat.

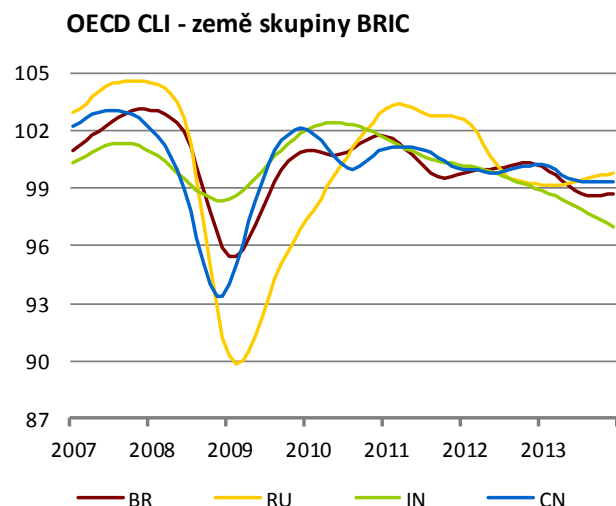
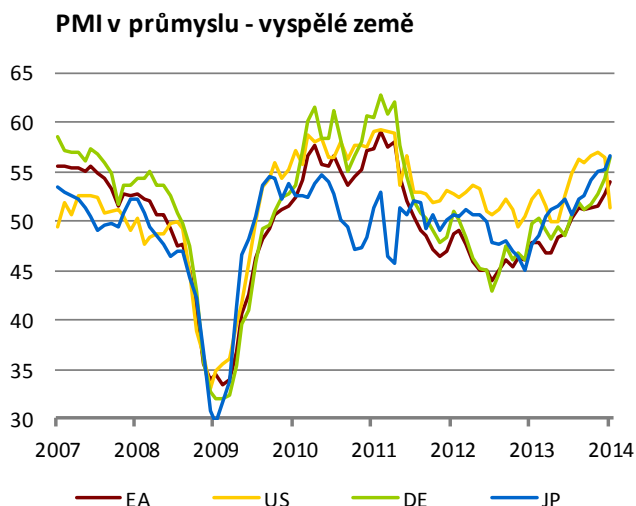
Ekonomický vývoj ve vyspělých zemích se dále zlepšuje a zlepšení se očekává i na výhledu. Dle aktuálních dat HDP došlo v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2013 k dalšímu oživení ekonomiky, i když údaje ze samotného závěru roku až tak příznivé nebyly. Výhledy se shodují na postupném urychlování hospodářského růstu, což potvrzují i nadále se zlepšující předstihové ukazatele z průmyslu (viz grafy níže). Naopak spotřebitelská důvěra spíše stagnuje a budoucí vývoj by mohl být ohrožen i slabší poptávkou z rozvíjejících se trhů či nízkou inflací, která v lednu dále poklesla. Další zrychlení ekonomického růstu se očekává i v USA, kde je však (na rozdíl od eurozóny) taženo zejména spotřebitelskou poptávkou. Nízký výhled inflace umožňuje Fedu nadále provádět politiku nízkých sazeb a jen pozvolna omezovat měnový stimul. Zatím dobře se daří i japonské ekonomice, tamní průmysl však bude muset čelit posilujícímu jenu.

Výhledy úrokových sazeb jsou pro letošní rok nadále nízké a stabilní jak v eurozóně, tak v USA. V příštím roce by se již úrokové sazby měly začít zvyšovat, výrazněji ve Spojených státech. Americký dolar by měl dle CF vlivem ukončení kvantitativního uvolňování v USA posilovat jak vůči euru, tak japonskému jenu.

Rozvíjející se ekonomiky se snaží vyrovnat se zpomalením růstu v letech 2011 – 12. V loňském roce se pokles růstu HDP sice zpomalil, výhled však zůstává nejistý. Pro ostře sledovanou čínskou ekonomiku očekávají nejnovejší výhledy letos ještě nižší růst HDP než v loňském roce. Jen mírně se zlepšují v průměru výhledy růstu indické a ruské ekonomiky. Růst HDP Brazílie by se měl pohybovat zhruba na úrovni roku 2013. Měny zemí BRIC (s výjimkou Číny) od poloviny roku 2011 oslabují, což se projevuje i na tamních zvýšených úrovních inflace. Dle předpovědí CF by však měl tlak na oslabování odeznít, čínská měna by pak měla po určitém zaváhání v lednu a únoru pokračovat v dalším posilování, které by mělo udržet inflaci na přijatelné úrovni.

Přes rychle rostoucí těžbu ropy na severoamerickém kontinentu zůstává cena ropy Brent nadále poměrně vysoká díky obnovení růstu poptávky v zemích OECD a díky tamním klesajícím zásobám a jejich nízkému stavu. Zrychlit by měl letos i růst čínské poptávky. Přesto výhled cen ropy Brent zůstává klesající. Na ostatních komoditních trzích se situace víceméně stabilizovala, zejména u cen průmyslových kovů. U potravinářských komodit by mohly ceny dále klesnout v průběhu letošní sklizně.

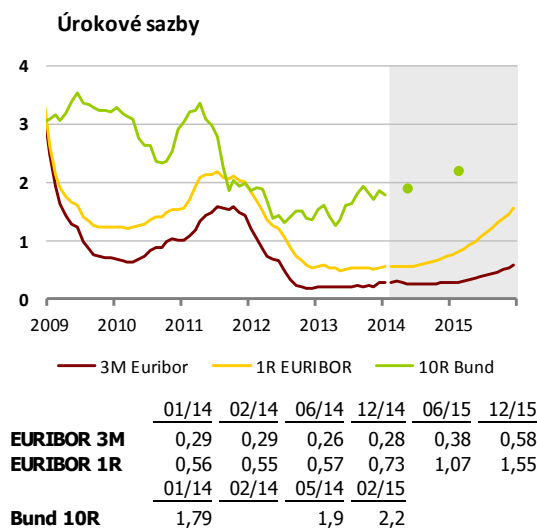
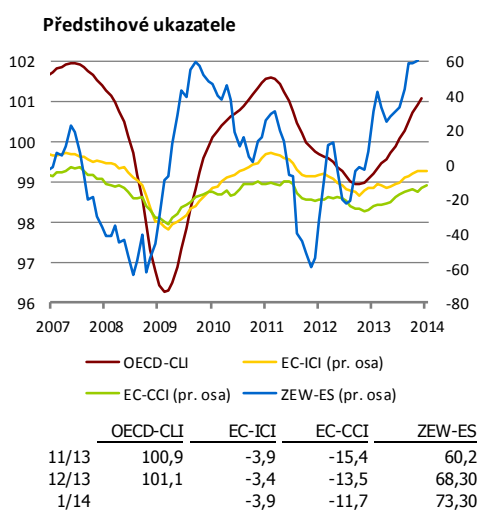
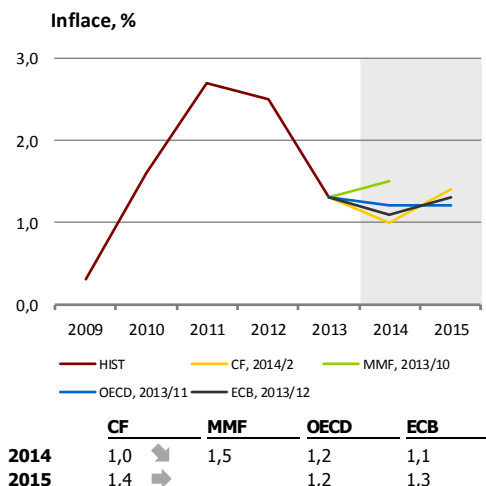
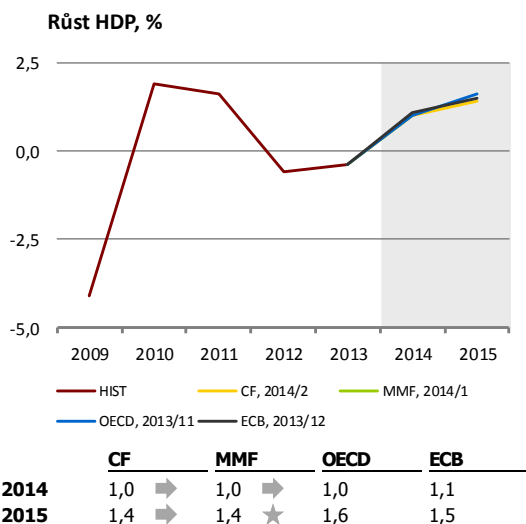
Dostupné řady PMI pro sledované země



II.1 Eurozóna

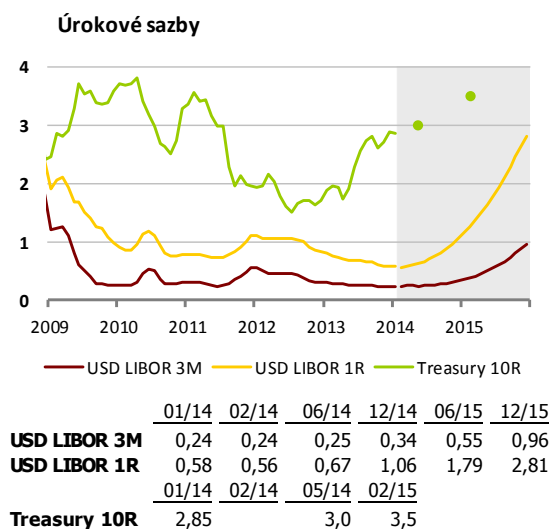
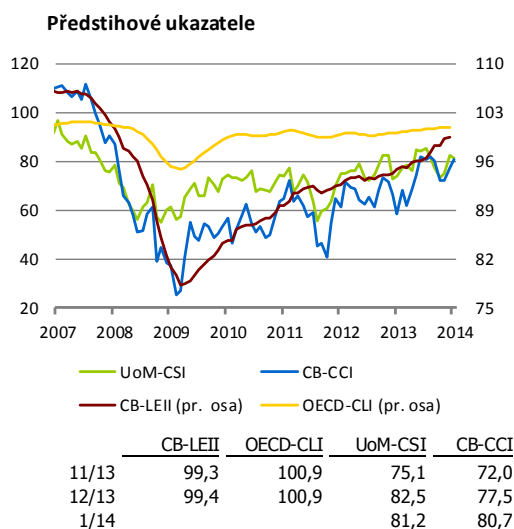
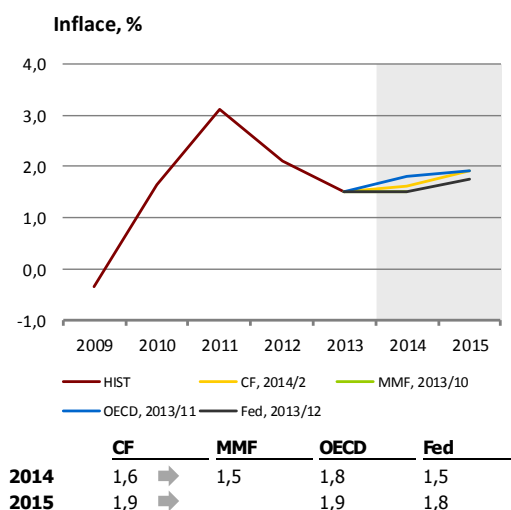
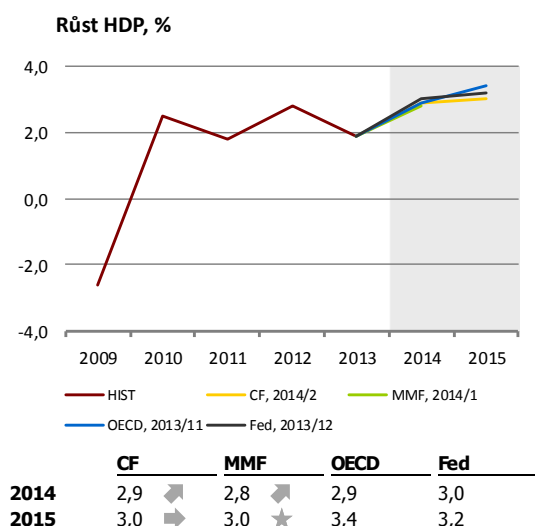
Nová data z eurozóny i nadále ukazují na mírné a křehké oživení v měnové unii, i když v prosinci 2013 podle dostupných ukazatelů ekonomická aktivita v eurozóně zmírnila. Průmyslová produkce meziměsíčně poklesla o 0,7 %, za celé čtvrtletí ale zaznamenala mezičtvrtletní nárůst o 0,3 %. Maloobchodní tržby v prosinci poklesly o 1,6 %, ve čtvrtém čtvrtletí se ale mezičtvrtletně snížily méně, o 0,7 %. Trh práce vykazuje stabilizaci, což naznačuje míra nezaměstnanosti, která se v prosinci již třetí měsíc v řadě držela na vysokých 12 %. Předstihové ukazatele z výrobního sektoru i nadále vykazují slušné hodnoty, např. PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v lednu nejvyšší hodnoty za poslední téměř tři roky. Naproti tomu ukazatele důvěry mezi spotřebiteli stagnují nebo se mírně zhoršily. Navzdory slabším datům ze závěru roku nově zveřejněný 1. odhad růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013 překvapil svojí vysokou hodnotou 0,3 % (meziročně růst o 0,5 %). Na výhledu přibýlo další riziko, plynoucí z vývoje na rozvíjejících se trzích, které by mohlo vést k nižší poptávce po exportech z eurozóny nebo zhoršení finančních podmínek. Vývoj na dluhopisových a peněžních trzích eurozóny ale zatím od tohoto nebezpečí zůstává téměř izolovaný. Výhledy hospodářského růstu jsou i nadále stabilní a shodují se na tom, že v tomto roce by se měl růst eurozóny pohybovat kolem 1 % a v příštím roce by měl zrychlit na 1,5 %.

Lednová meziroční inflace nepříjemně překvapila, když poklesla z prosincových 0,8 % na 0,7 %. ECB podle vyjádření Maria Draghiho vidí za snížením inflace dočasné faktory (pokles cen energií a potravin) a také vliv přizpůsobení periferních ekonomik. Draghi opět zdůraznil, že ECB je připravena reagovat na změny dlouhodobých inflačních očekávání, které by mohly ohrozit cenovou stabilitu a křehké oživení v eurozóně. Inflace v tomto roce by se měla pohybovat těsně nad 1 %.



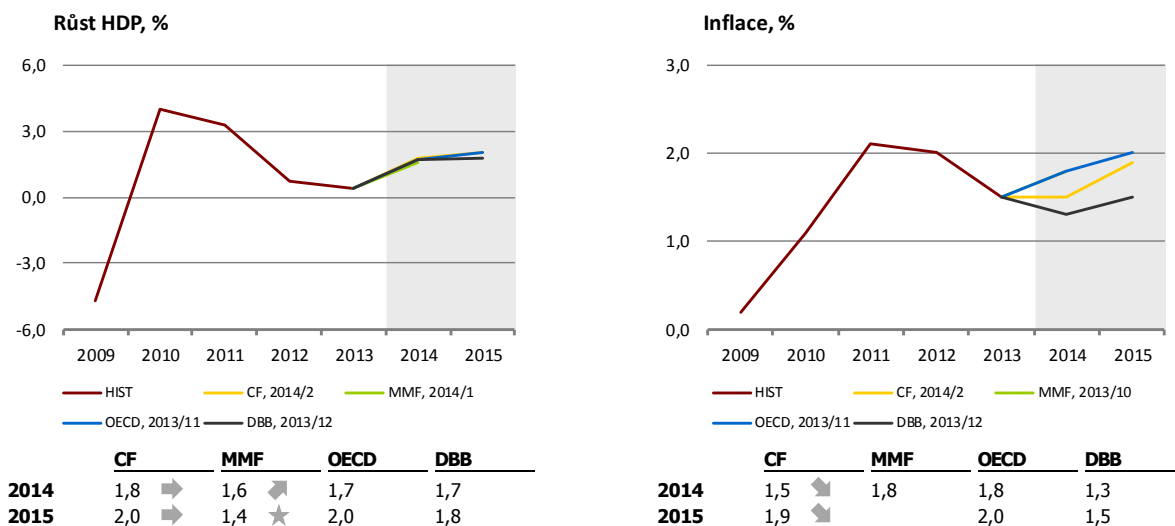
II.2 Spojené státy

Meziroční růst HDP Spojených států v posledním čtvrtletí roku 2013 dále zrychlil na 2,7 % a také mezičtvrtletní dynamika růstu si udržela relativně rychlé tempo na úrovni 0,8 %. Zlepšování ekonomické situace se v lednu odrazilo i v poklesu míry nezaměstnanosti na 6,6 %, čímž se míra nezaměstnanosti přiblížila na dohled kvantitativnímu cíli Fedu (6,5 %). Indikátory spotřebitelské důvěry setrvaly v lednu na solidních úrovních a potvrzuje se tak významná role osobní spotřeby na celkovém oživení. Na druhou stranu lednový předstihový indikátor PMI v průmyslu zaznamenal výrazný pokles, který je však dáván do souvislosti s poklesem nákladní přepravy vlivem nepříznivé zimy v Severní Americe. Celkově je pro letošní rok podle CF očekáváno zrychlení růstu průmyslové produkce. Také růst HDP by měl podle sledovaných předpovědí letos zrychlit až k 3,0 % a jeho další mírné zrychlení je očekáváno i pro rok 2015. Postupné oživení ekonomiky přitom probíhá při relativně utlumených inflačních tlacích. Spotřebitelské ceny vzrostly meziročně v prosinci o pouhých 1,5 % stejně jako za celý loňský rok. Podle sledovaných předpovědí by růst cen neměl přesáhnout 2 % ani v letošním a příštím roce. To umožňuje Fedu pokračovat v postupném snižování objemu nakupovaných dluhopisů, ke kterému přistoupil v prosinci a dále v něm pokračoval v lednu. Celkem se tak měsíční objem nákupů zatím snížil o 20 mld. USD na 65 mld. USD. V souvislosti se zpříšňováním měnové politiky Fedu je podle CF očekáváno posílení dolaru vůči euru v ročním horizontu ze současné úrovně 1,36 na 1,29 USD/EUR. Výhled krátkodobých úrokových sazeb nicméně ukazuje na jejich setrvání na rekordně nízkých úrovních během letošního roku a jejich růst až během roku 2015, což je i v souladu s oficiálními prohlášeními představitelů Fedu. Desetileté úrokové sazby by měly v souvislosti s ukončováním kvantitativního uvolňování v ročním horizontu vzrůst na úroveň 3,5 %.



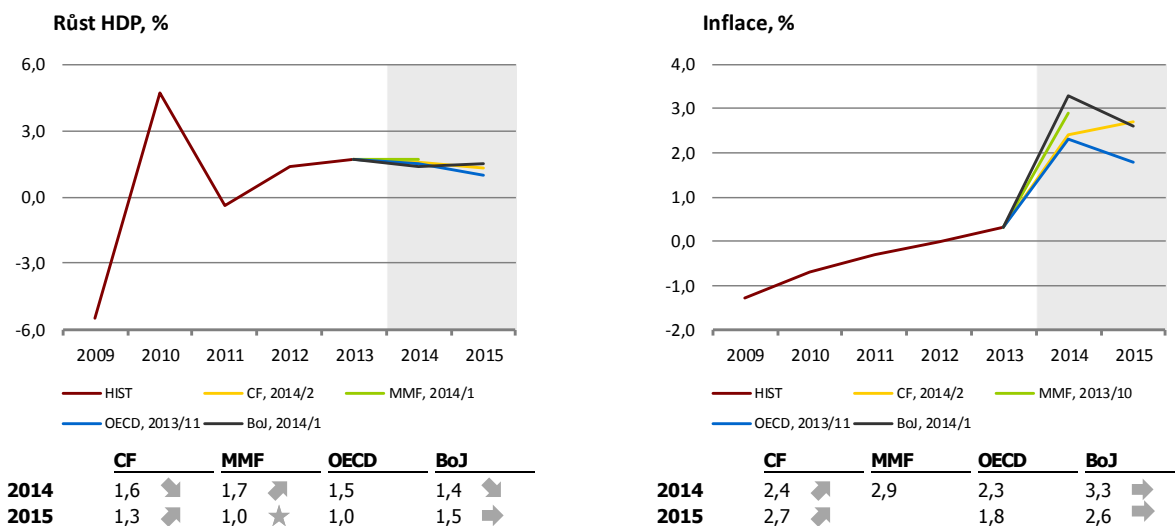
II.3 Německo

Podle předběžného odhadu se mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku mírně zvýšilo o 0,1 procentního bodu na 0,4 %. K růstu přispělo zvýšení vývozu a investic, naopak jej zpomaloval pokles spotřeby domácností a zásob. Za celý letošní rok by se měl podle predikce CF02 i německé vlády hospodářský růst zvýšit na 1,8 % (z 0,4 % v roce 2013). Jeho hlavní hnací silou by se měla stát domácí poptávka, proti které by mělo působit snížení čistého vývozu. Tento výhled je podporován lednovým a únorovým zlepšením téměř všech sledovaných předstihových ukazatelů - PMI v průmyslu a Ifo index dosáhly nejvyšší hodnoty od roku 2011. Inflace v lednu mírně klesla na 1,3 % a zhruba na této hladině se pohybuje již pátý měsíc. Podle CF02 by se proti této úrovni měla mírně zvýšit a za celý letošní rok dosáhnout průměrné úrovně 1,5 %.



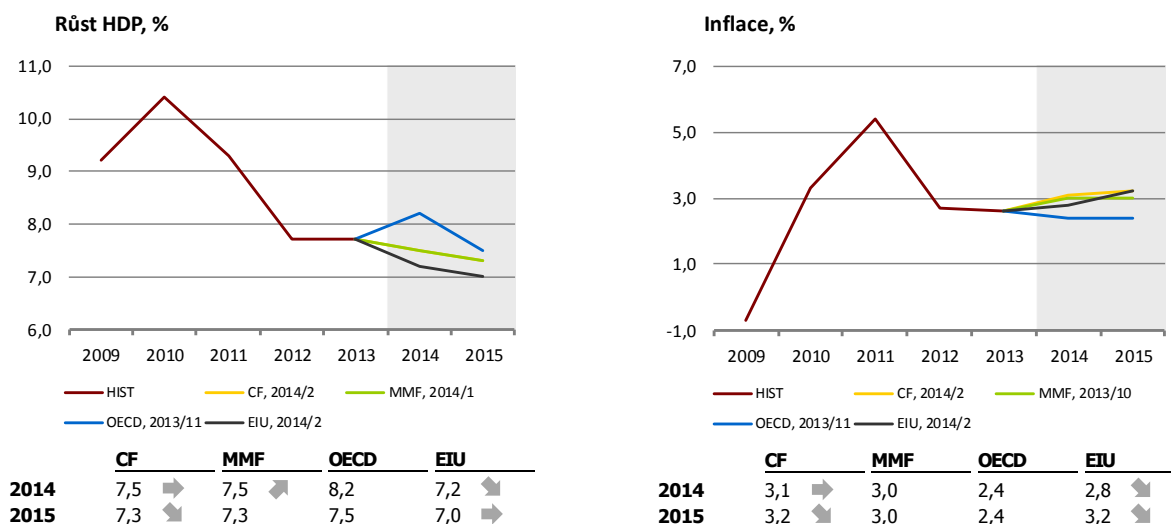
II.4 Japonsko

Nové údaje z japonské ekonomiky i nadále potvrzují pozitivní efekt reforem na ekonomický růst a inflaci, podle průzkumů je ale poptávka do značné míry tažena plánovaným zvýšením daní v dubnu a říjnu. Meziroční růst cenové hladiny v Japonsku v prosinci dále zrychlil (1,6 %), zatímco průmyslová produkce se ve stejném období zvedla o 1,1% oproti listopadu. Také poptávka po zaměstnancích roste, ale dopad na mzdy je zatím nepatrný. Vláda tedy pokračuje ve snaze přesvědčit firmy a odborové svazy k větší ochotě zvyšovat mzdy. I vyhlídky pro průmysl jsou optimistické, když PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl nejvyšší hodnoty za posledních 8 let. Na druhou stranu výprodeje na měnových trzích rozvíjejících se ekonomik přispěly k posílení japonského jenu vůči euru i americkému dolaru. Výhled hospodářského růstu dle CF byl v roce 2014 přehodnocen mírně směrem dolů na 1,6 % a u inflace naopak mírně nahoru na 2,4 %. Vedle toho MMF oproti říjnové prognóze očekává v tomto roce růst o 0,5 p. b. vyšší. Nová předpověď BoJ přehodnotila pouze výhled hospodářského růstu na rok 2014, a to mírně směrem dolů na 1,4 %.



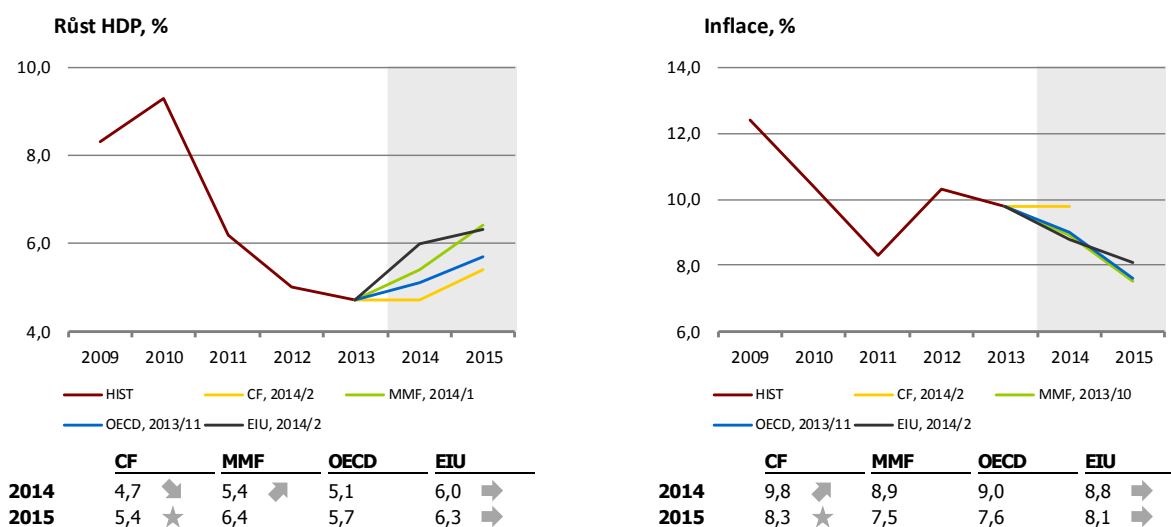
III.1 Čína

Ke zvýšení averze k riziku na globálních finančních trzích přispěl v poslední lednové dekádě pokles čínského PMI na 6měsíční minimum. Růst průmyslové produkce Číny v závěru roku rovněž zpomalil. Na zpomalení největší rozvíjející se ekonomiky ukazují i nové výhledy CF, MMF a EIU, které bez výjimky očekávají letos mírně slabší ekonomický růst (7,2 % až 7,5 %) oproti loňským 7,7 % (předběžný údaj). Inflace také zpomalí a podle nových výhledů by měla v roce 2014 dosáhnout 2,8 – 3,1 %. Před začátkem čínského Nového roku 31. 1. 2014 došlo na mezibankovním trhu k významnému růstu krátkodobých sazeb, v důsledku čehož čínská centrální banka zvýšila dodání likvidity na trh. Od poloviny ledna se pozastavilo posilování čínské měny vůči USD a k polovině února renminbi mírně oslabil. Výhledově by ovšem renminbi měl i nadále posilovat.



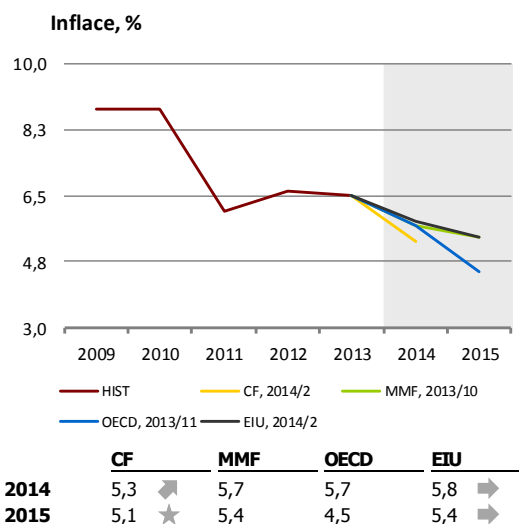
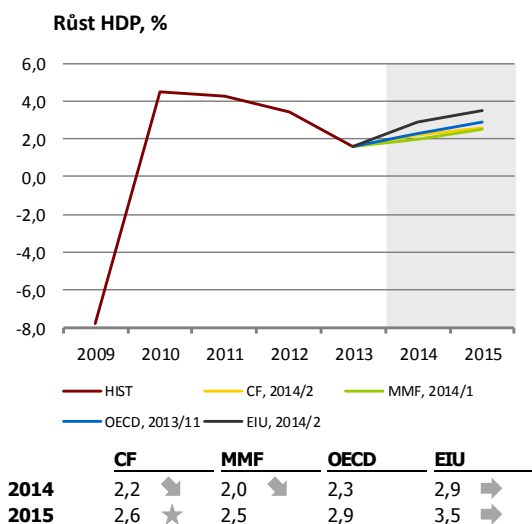
III.2 Indie

Oproti minulému výhledu Consensus Forecasts snížil předpověď HDP na rok 2014 na 4,7 %. Inflace zůstává nadále vysoká a spotřebitele trápí zejména vysoký růst cen potravin a paliv. Nové únorové výhledy CF a EIU pro letošní rok změnilo očekávání tempa růstu spotřebitelských cen nahoru na 8,8 až 9,8%. Domácí měna by se letos měla po velkých pohybech v roce 2013 ustálit kolem úrovně 62,2 - 63 rupií za US dolar. Ekonomický vývoj bude též záležet na výsledku květnových voleb, kde bude 1/5 voličů mezi 18 a 22 lety.



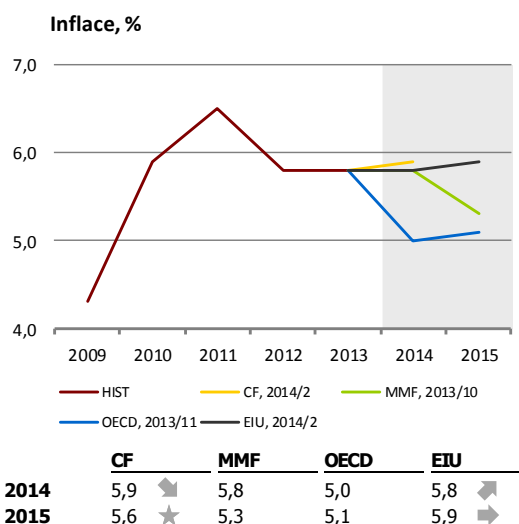
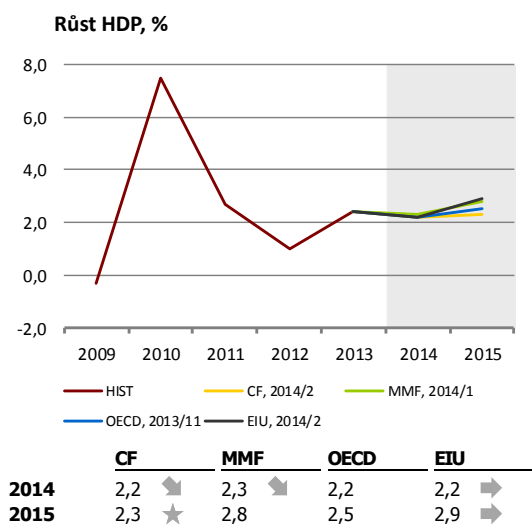
III.3 Rusko

Přestože předběžné údaje o růstu HDP v posledním čtvrtletí loňského roku jsou poněkud optimističtější a jsou podpořené prosincovým obnovením meziročního růstu průmyslové produkce, celkově lze v roce 2013 konstatovat zpomalení ruské ekonomiky. Nové výhledy CF a MMF očekávají letos jen mírný růst v rozmezí 2,2 – 2,9 %, což je oproti minulým předpovědím nepatrně níže; výhled EIU se nezměnil. Nejistotu zvýšil na přelomu ledna a února růst globální volatility na finančních trzích, kterému se nevyhnulo ani Rusko. Rubl pokračoval v oslabení a do poloviny února dosáhl hodnot naposledy pozorovaných začátkem roku 2009. Na přelomu ledna a února Ruská centrální banka několikrát výrazně zvýšila objem intervencí za účelem zmírnění volatility rublu vůči koši USD-euro a udržení rublu v hranicích tolerančního pásma. Mezinárodní rezervy přitom poklesly na 490,2 mld. USD (7.2.2014) oproti 509,6 mld. USD z 1. ledna 2014.



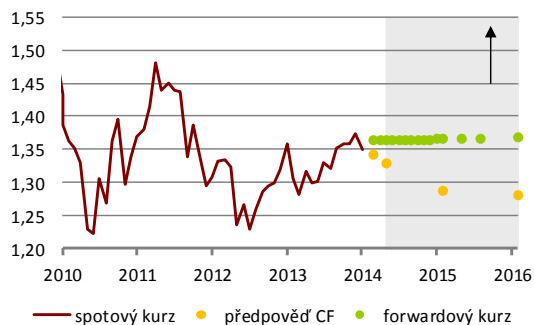
III.4 Brazílie

V roce 2014 růst HDP Brazílie dle nových výhledů CF, MMF a EIU jen mírně přesáhne 2% tempo, zároveň tempo růstu spotřebitelských cen dosáhne 5,8 % – 5,9 %. Přestože meziročně inflace v závěru roku zpomalovala, současné extrémní teploty a neobvyklé sucho (především v São Paulo) představují nejen riziko pro vývoj HDP, ale i riziko výraznějších inflačních tlaků. Brazilská centrální banka pokračovala ve zpřísnění měnové politiky a zvedla v polovině ledna základní úrokovou sazbu o dalších půl p.b. na 10,5 %. Před lednovým zasedáním Fedu byla Brazílie spolu s řadou dalších rozvíjejících se ekonomik zasažena negativním sentimentem na trhu, který se projevil v odlivu zahraničního kapitálu ze země. Real kvůli tomu dále oslabil. V tříměsíčním horizontu brazilská měna ještě pravděpodobně mírně oslabí, dále je výhled stabilní. Je ovšem spojen s velkou nejistotou ohledně vývoje domácí ekonomické a politické situace i vnějšího prostředí.



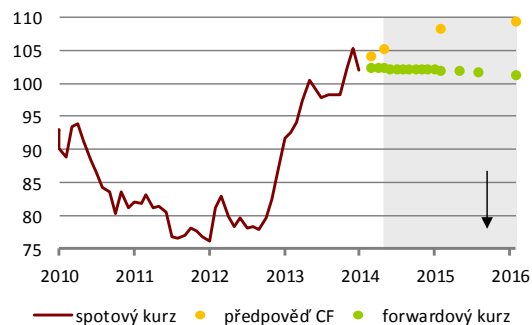
IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

EURO



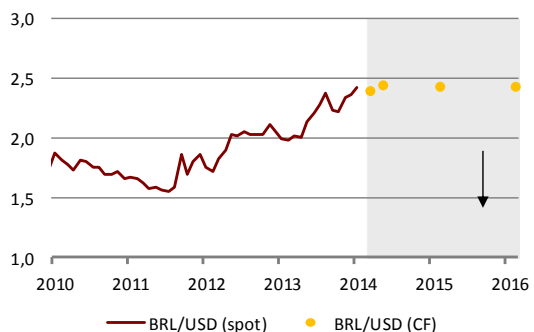
	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	1,365				
předpověď CF		1,342	1,328	1,287	1,281
forwardový kurz		1,365	1,365	1,365	1,369

JAPONSKÝ JEN



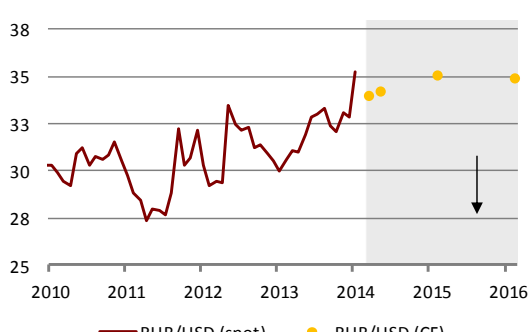
	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	102,00				
předpověď CF		104,00	105,10	108,30	109,40
forwardový kurz		102,25	102,21	101,97	101,15

BRAZILSKÝ REAL



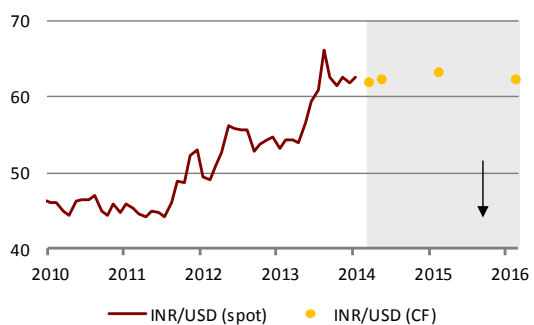
	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	2,40				
předpověď CF		2,39	2,43	2,42	2,43

RUSKÝ RUBL



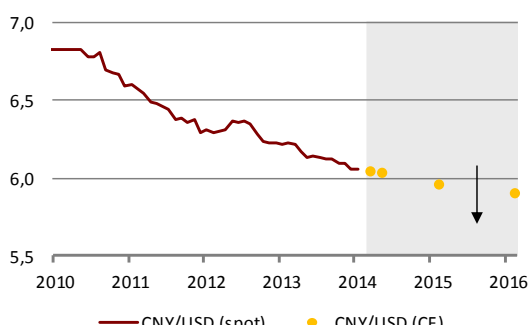
	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	34,81				
předpověď CF		34,00	34,19	35,05	34,93

INDICKÁ RUPIE



	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	62,36				
předpověď CF		61,94	62,24	63,20	62,23

ČÍNSKÝ RENMINBI

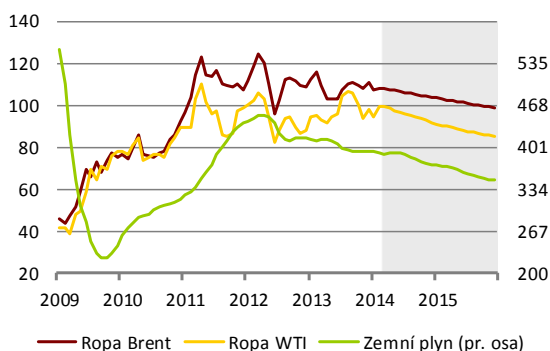


	10/02/14	03/14	05/14	02/15	02/16
spotový kurz	6,06				
předpověď CF		6,05	6,04	5,96	5,90

V.1 Ropa a zemní plyn

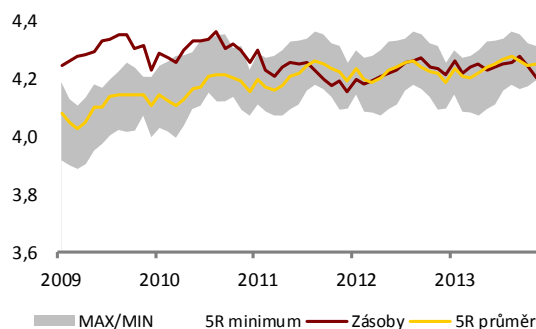
Po rychlém poklesu na začátku ledna se cena ropy Brent po celý leden udržovala v úzkém rozmezí kolem hodnoty 107 USD/barel. Až na konci druhého únorového týdne došlo k mírnému růstu ceny nad 108 USD/b. Naopak cena ropy WTI od poloviny ledna rychle rostla z 92 USD/barel až k úrovni nad 100 USD/barel na začátku druhé únorové dekády, čímž reagovala zejména na zprovoznění jižní větve ropovodu Keystone. Ten odvádí přebytečnou ropy z vnitrozemského terminálu Cushing na pobřeží Mexického zálivu. Silná poptávka v USA (v důsledku oživování ekonomiky a později i extrémních mrazů) a výpadky těžby v některých zemích OPEC udržují ceny ropy nadále na vysoké úrovni. Celkové průmyslové zásoby ropy a ropných produktů dle IEA v prosinci opět silně poklesly a za celé 4. čtvrtletí 2013 činil pokles 1,5 mil. barelů denně, což je nejrychlejší tempo poklesu od roku 1999. Nízké zásoby v zemích OECD (které se dle IEA na konci prosince pohybovaly 103 mil. barelů pod pětiletým průměrem a byly nejnižší od roku 2008) a zvýšená předpověď růstu globální spotřeby ropy od všech tří energetických agentur (IEA, EIA, OPEC) zatím představují silnou podporu pro udržení aktuálně vysokých cen ropy. Letos by se navíc měl obnovit růst spotřeby ropy v Číně, který s hodnotou cca 2,3 % byl loni nejnižší od roku 2009. Pro letošek se očekává zrychlení růstu čínské spotřeby na 3,7 %. Únorový CF mírně zvýšil předpověď, když očekává v ročním horizontu stagnaci ceny ropy Brent nad 106 USD/barel. EIA ponechala svou předpověď pro letošní rok beze změny na průměrné hodnotě 105 USD/barel a nepatrně snížila očekávanou průměrnou cenu pro příští rok na 101 USD/barel, což je prakticky v souladu s tržní předpovědí na základě futures kontraktů.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

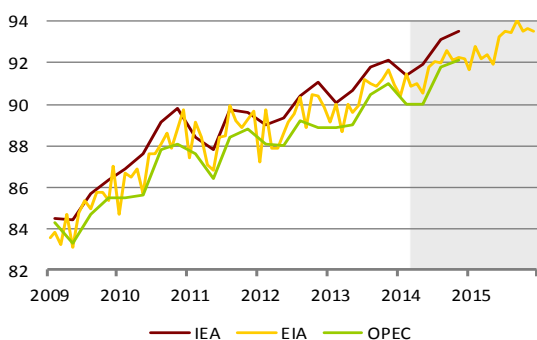


	Brent	WTI	Plyn
2014	-2,36 ↕	-2,17 ↕	-4,36 ↕
2015	-4,68 ↘	-8,01 ↘	-6,54 ↘

CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

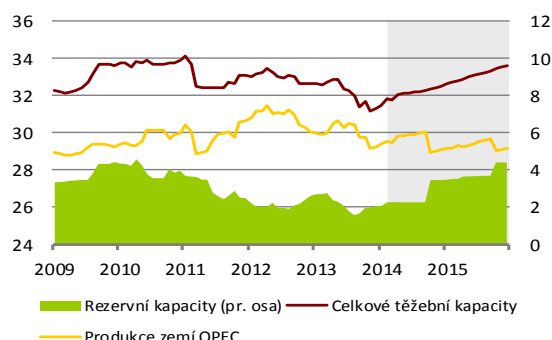


SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2014	1,42 ↕	1,40 ↕	1,25 ↕
2015		1,50 ↘	

PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2014	-1,41 ↕	-0,13 ↘	17,72 ↘
2015	-0,93 ↘	3,11 ↘	50,15 ↘

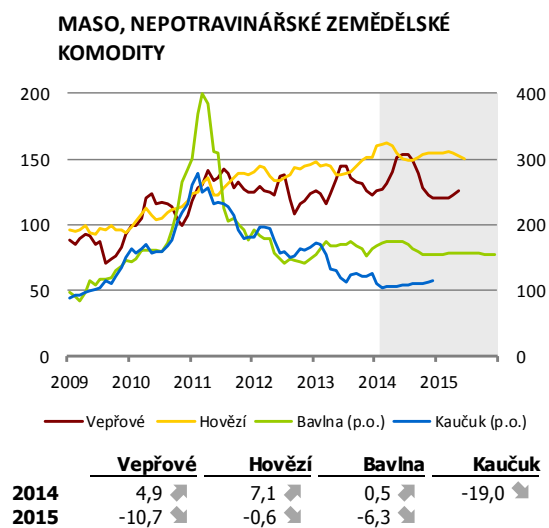
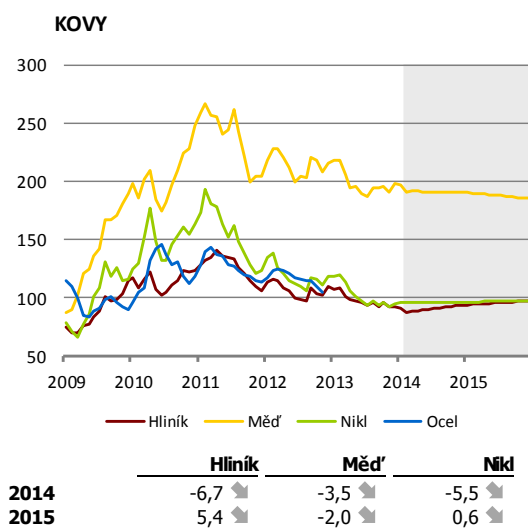
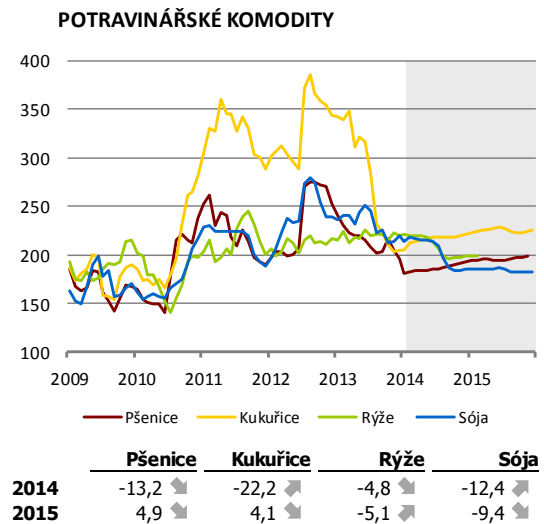
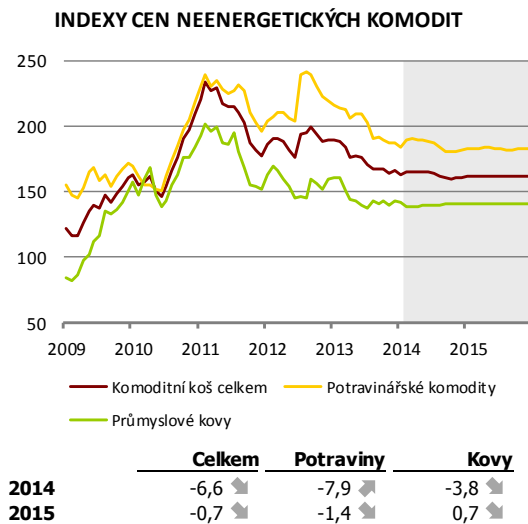
Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby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

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

V.2 Ostatní komodity

Situace na komoditních tržích se více méně stabilizovala. Celkový index cen neenergetických surovin již tři měsíce jen nepatrně kolísá podél horizontálního trendu, který by měl zůstat zachován i na výhledu. Pouze ve druhé polovině letošního roku se očekává mírný pokles v důsledku nové úrody zemědělských plodin. Průměrný index cen potravinářských komodit pokračoval v lednu v poklesu a zaznamenal nejnižší hodnotu od srpna 2010. V únoru však mírně vzrostl a na této hodnotě by měl stagnovat zhruba půl roku, než nová sklizeň sóji a rýže jeho hodnotu dále sníží. Největší stabilitu vykazuje index cen průmyslových kovů, který se vyvíjí jen s mírnými výkyvy podél horizontálního trendu již 10 měsíců, a obdobný vývoj se čeká i na předpovědi.

Z potravinářských komodit nadále mírně klesala do konce ledna cena pšenice, na začátku února však vzrostla, když se objevily obavy z poškození letošní úrody v USA v důsledku tamních silných mrazů. Výhled zůstává mírně rostoucí. Cena kukuřice se obrátila k mírnému růstu v polovině ledna a rovněž její výhled je rostoucí. Naopak silný pokles ceny se očekává s novou úrodou u sóji a částečně i rýže. Na začátku února se zastavil více než tříměsíční pokles cen cukru a ceny silně vzrostly i u kávy. Ceny hovězího masa v lednu vzrostly na historické maximum a očekává se jejich mírný pokles, ceny vepřového masa stagnovaly, ale do května by měly sezonně růst rovněž na historické maximum, poté by se měly poklesnout zpět k aktuálním hodnotám. U nepotravinářských zemědělských komodit dále klesala cena kaučuku a je nejnižší od poloviny roku 2009, cena bavlny víceméně stagnovala. Ceny průmyslových kovů mírně klesaly v lednu napříč celým indexem.



Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Je hrozba deflace v eurozóně reálná?¹

Inflace v eurozóně v minulém roce zpomalovala a v současnosti se pohybuje výrazně pod cílem – respektive definicí cenové stability – centrální banky. Do určité míry je pokles inflace dán cyklickými faktory (zejména cenami komodit, posílením kurzu, zahraničním vývojem), které mohou s globálním oživením odeznít. Nicméně výhledy cenového vývoje naznačují utlumené inflační tlaky i v následujících dvou letech. Proto se stále více diskutuje nebezpečí, že eurozónu zasáhne deflace – tedy pokles průměrné cenové hladiny – s výrazným dopadem na křehké oživení ekonomiky. Klíčovou úlohu bude hrát Evropská centrální banka a její nekonvenční nástroje. Řešení strukturálních problémů, které souvisí s vysokou mírou zadlužení některých ekonomik či stavem finančního sektoru ale zůstává velkou výzvou. Japonská zkušenost totiž ukázala, že právě odložení výrazných reforem (nejen) ve finančním sektoru významně přispělo k deflačnímu vývoji, který měl za následek dvě „ztracené dekády“.

1 Deflace

Deflace je definována jako všeobecný pokles cenové hladiny, takže jde o jev opačný inflaci. Měří se jako absolutní meziroční pokles indexu spotřebitelských cen (záporná inflace). Ve většině vyspělých ekonomik je preferován mírný, ale stabilní růst cenové hladiny (obvykle kolem 2 %). Deflace se obvykle objevuje v důsledku recese nebo bankovní či jiné krize. Může se vyskytnout i v důsledku nedostatku peněžní likvidity (oficiálních peněz), či protiinflačních nákladových šoků, které mohou být dány např. rostoucími cenami komodit či technologickým pokrokem. Prudký nárůst produktivity má totiž za následek výrazný pokles cen jako v případě vývoje ekonomiky Spojených států v 19. století.

Pokud však deflace přetrvává v delším horizontu s přesahem do všech sektorů ekonomiky, může se rozvinout v tzv. deflační past nebo spirálu: klesající ceny (spotřebitelské i ceny výrobců) vedou ke snížení tržeb a zisků podniků, které jsou tak nuceny snižovat náklady. To obvykle vede k nárůstu nezaměstnanosti doprovázenému snižováním mezd zaměstnanců. Rostoucí nezaměstnanost a klesající mzdy snižují poptávku domácností po zboží a službách, což vyvolá další tlak na snižování cen.

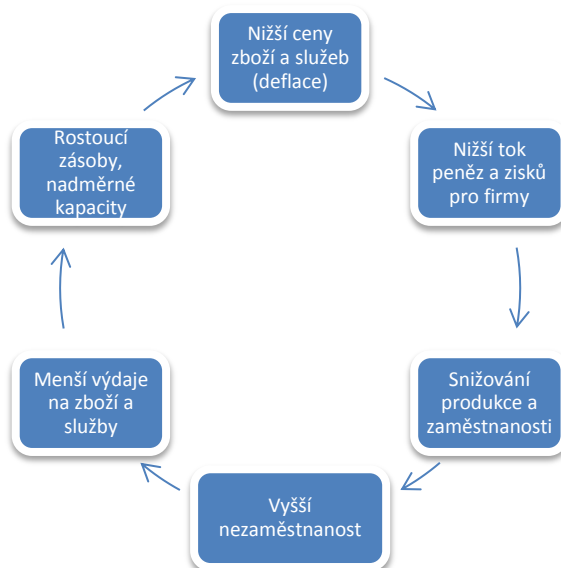
Dalším hnacím motorem deflační spirály je to, že klesající cenová hladina znamená zvyšující se reálnou hodnotu peněz. Za stejný objem peněz lze tedy odložením nákupů koupit v budoucnosti více zboží, což v daném okamžiku vede k nižším nákupům a prohloubení deflační spirály. Zároveň prostá držba peněz může začít vynášet reálně více než investice do produktivního kapitálu, takže klesají investice. Pokud tedy tento jev spotřebitelé i firmy pozorují delší čas, mohou se výrazně změnit jejich očekávání a deflace získává trvalý charakter. Proto i krátkodobá deflace znamená pro centrální banky velkou výzvu.

Deflace vede tedy v první řadě k *odkládání spotřeby a investic*, což je patrné z popisu deflační spirály. Následně se *zvyšuje nezaměstnanost a snižují mzdy*. Další důsledky klesající cenové hladiny se vztahují k dluhu. V deflačním prostředí dochází k *přerozdělení bohatství od dlužníků směrem k věřitelům* (protože reálná hodnota dluhu roste) a při klesajícím či záporném úroku se *snižuje i ochota bank půjčovat*. Strádatelé jsou méně ochotni své prostředky do bank ukládat a rostoucí část dlužníků není schopna splácet své dluhy, což může vyústit v rozvrat finančního systému. Podobně vládám

¹ Autory jsou Soňa Benecká (sona.benecka@cnb.cz) a Luboš Komárek (lubos.komarek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

klesají za jinak stejných podmínek daňové příjmy (které závisí na cenové hladině). Tím se vládám zmenšuje prostor pro snížení zadlužení nebo pro provedení fiskálních opatření na podporu ekonomiky, která by mohla deflační spirálu přerušit. Zasažena je rovněž efektivní alokace kapitálu. Všechny tyto skutečnosti vedou k tomu, že z deflační pasti se těžko uniká.

Obrázek VI-1: Mechanismus deflační spirály (bez zahrnutí finančního a vládního sektoru)



Mechanismus vzniku deflace samozřejmě přitáhl pozornost akademiků, přičemž zejména dva směry získaly na významu. První z nich zdůrazňuje roli úvěrů / dluhů v ekonomice či jejich cyklus; druhý je postaven na myšlence tzv. pasti likvidity, kdy spotřebitelé i firmy preferují držbu hotovosti.² Jako příklady devastující deflace mohou sloužit období Velké deprese ve Spojených státech či dvě japonské ztracené dekády. Krátce se zastavíme u japonské zkušenosti.

2 Dvě japonské ztracené dekády a jejich léčba

Delším obdobím deflace si v novodobé historii prošlo zejména Japonsko. V průběhu 80. let minulého století se zde strmě zvyšovaly ceny domů, pozemků, akcií a dalších aktiv. Japonské domácnosti i firmy se cítily být stále bohatšími a své nákupy postupně začaly motivovat nejen faktickou potřebou, ale i spekulováním na další růst cen. A na tyto nákupy se japonská společnost zadlužovala. Cenová bublina se tak začala nafukovat. Na počátku 90. let však došlo k nutnému vystřízlivění, cenová bublina praskla. Nejrychleji to bylo patrné u cen akcií, zanedlouho i u cen nemovitostí. A tak bylo Japonsko vystaveno všeobecnému poklesu cen, poklesu cen akcií a nemovitostí. A právě deflační vývoj byl hlavním faktorem stojícím za ztrácením síly japonské ekonomiky. Když se v polovině 90. let zdálo, že je Japonsko z nejhoršího „venku“, tak dopady asijské (1997) a

² Současná literatura se snaží uvedené koncepty propojit (viz např. Giraud a Pottier, 2013) a naznačit dva scénáře možného vývoje. První nastane, když se centrální bance podaří zažehnat deflační vývoj tím, že dodatečně uvolnění měnových podmínek roztočí kola ekonomiky a zvýší ceny. Tento scénář se uskuteční, pokud je finanční sektor relativně zdravý a dodatečně poskytnutá likvidita je dostatečná. V druhém, opačném scénáři se v ekonomice objeví dluhová deflace, která může nastartovat bludný kruh snižování cen. A právě tento scénář je zdrojem největších obav centrálních bank.

ruské (1998) krize srazily tuto vývozně zaměřenou ekonomiku zpět na kolena. K celkově nízké výkonnosti japonského hospodářství v uplynulém období zřejmě přispěl i nižší sklon japonských domácností k utrácení³ plynoucí z jejich vyšší než obvyklé zodpovědnosti hradit své závazky (dluhy)⁴. Japonská ekonomika v daném období rovněž procházela změnami své struktury s narušením do té doby fungujících propojení ve výrobě. Mezi další odlišností lze řadit i dlouhodobou stagnaci obyvatelstva v produktivním věku.

Léčba japonské ekonomiky byla dlouhá a rozmanitá. Japonská centrální banka měla (obdobně jako v současnosti ČNB) ztíženou pozici v povzbuzení ekonomiky i tím, že dosáhla nulových úrokových sazeb a jejich další snížení již tedy nebylo možné. Postupně proto zkoušela aktivně vystupovat na finančních trzích, což však nepřinášelo při zvolené – z dnešního pohledu relativně malé – míře razance kýžené ovoce. Až její kroky po propuknutí finanční krize v roce 2008 začaly mít vyšší míru razance, která se mimo jiné projevila ve znatelném oslabení japonského jenu na přelomu let 2012 a 2013, opuštění deflačního pásma a oživení ekonomiky.

Z pohledu eurozóny je důležitých několik zkušeností. Za prvé, Japonsko se ocitlo ve složité situaci po dvou velmi silných šocích (ceny aktiv, kurz). Významné bylo i podcenění rizik a nízká míra razance centrální banky, přičemž chybělo i zásadní řešení problémů bankovního sektoru. Vývoj v Japonsku byl tedy velmi specifický, přesto je otázkou, zda nelze najít podobné specifické rysy ekonomiky eurozóny, které by mohly k deflační pasti vést. Proto se v následujících dvou podkapitolách pokusíme nastítnit vývoj inflace v eurozóně a její hlavní faktory.

3 Cenový vývoj v eurozóně a inflační očekávání

Inflace v eurozóně zpomaluje postupně od začátku roku 2012 (viz kap II) a v lednu 2013 meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) dosáhl 0,7 %. Jádřová inflace, která nezahrnuje volatilní složky jako ceny potravin a energií, se pohybovala v blízkosti historicky nejnižších hodnot (0,8 %). V případě některých zemí eurozóny se celková inflace přiblížila k nulovým hodnotám (Portugalsko, Španělsko). V případě Řecka lze již od začátku roku 2013 hovořit o deflaci, viz Obrázek VI-2. Záporné hodnoty růstu HICP pozorujeme v současnosti i v případě Kypru či Malty.

Cenový vývoj (desinflace), který u několika zemí přechází již v deflaci, měl jistě vliv na rozhodnutí centrální banky snížit v listopadu 2013 dále základní sazbu. Na další snížení inflace zatím ECB nereagovala, protože podle vlastních vyjádření jsou inflační očekávání v eurozóně zejména v delším (pětiletém) horizontu pevně ukotvená. Banka je nicméně dále připravena podniknout další kroky, které by deflační vývoj odvrátily v případě změny očekávání nebo dalšího snižování inflace. Nicméně, jak příklad japonské ekonomiky připomíná, i přes ukotvená inflační očekávání může ekonomika spadnout do deflační pasti.

Krátkodobá inflační očekávání ale zaznamenala pokles a dle Průzkumu profesionálních prognostiků (Survey of Professional Forecasters, SPF) by v horizontu jednoho roku měla zůstat okolo 1,5 % (viz Obrázek VI-3). Výhledy na základě inflačních swapů (jednoletý horizont) dokonce indikují pokles na 1 % hranici, což je podstatně méně než v USA či Velké Británii. Také CF01 očekává inflaci v tomto roce na úrovni 1,1 %. Inflace se tedy

³ Japonská společnost je založena na konfucianství, které zdůrazňuje mimo jiné zásadu odpovědnosti.

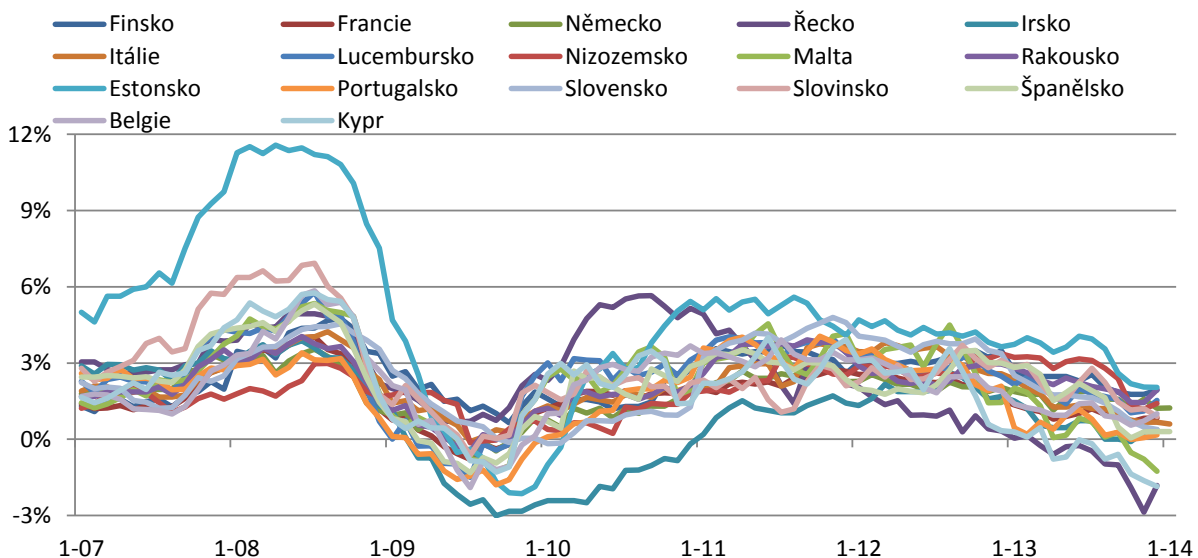
⁴ Zadlužení japonské ekonomiky přesahuje 220 % HDP a je nejvyšší na světě. Většina dluhu je však držena japonskými subjekty, což snižuje riziko finanční nestability.

bude pohybovat v pásmu, kdy bude ze strany ECB pozorně sledována. Trvalý pokles pod jednoprocentní hranici by si, dle vyjádření ECB, vyžádal další opatření.

4 Vysvětlení současného cenového vývoje a hrozba deflace

Vývoj inflace v eurozóně v roce 2013 odrážel několik faktorů. V první řadě se jedná o vedlejší efekt reforem v některých ekonomikách měnové unie. Dluhová krize v periferních zemích eurozóny byla řešena pomocí celé řady úsporných fiskálních opatření s cílem konsolidace veřejných rozpočtů. Řada zemí se rovněž potýká s problémem ztráty konkurenceschopnosti. Vnitřní devalvace pak z definice vyžaduje snižování cenové hladiny, a tedy i deflaci, a je doprovázena utlumeným hospodářským vývojem a rostoucí nezaměstnaností. Míra současného ekonomického propadu (tzv. mezera výstupu) je však předmětem diskuzí. Podle odhadů OECD je podstatně větší než podle odhadů ECB, což dále může zvětšovat tlak deflačním směrem.

Obrázek VI-2: Inflace v zemích eurozóny (meziroční růst HICP, měsíčně)



Zdroj: Datastream

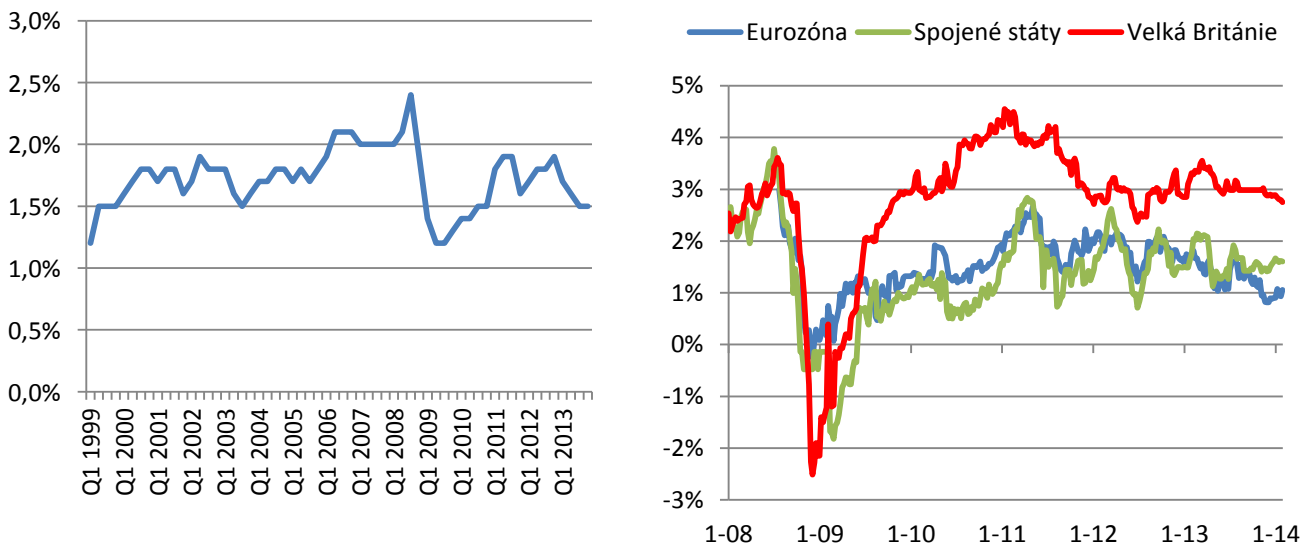
V tomto prostředí navíc nedochází ke snížení celkového zadlužení, což lze pozorovat u vysoce zadlužených ekonomik eurozóny, a tedy primární strukturální problém a příčina dluhové krize přetrvává. Klesající cenová hladina přitom zvyšuje reálnou dluhovou zátěž, která v případě Řecka musela být řešena odpisem části vládního dluhu. Na druhou stranu se podařilo pomocí programů zabránit ECB rozšíření krize do bankovního sektoru, který získal čas na postupné oddlužování (deleveraging). Nespustila se díky tomu vlna selhání ve finančním sektoru, která by byla pro ekonomiku eurozóny devastující.

Eurozóna je navíc ekonomicky značně provázaná a proto nelze vyloučit přelévání deflačních tlaků při utlumené domácí poptávce. Synchronizace cenového vývoje v unii je patrná i z Obrázku VI-1. Efekt přelévání inflace se ale vztahuje i k jiným ekonomikám. Inflace klesá rovněž ve Spojených státech a v případě Velké Británie se ze zvýšených hodnot přiblížila na cíl centrální banky. Mezi ekonomikami EU čelí deflaci Bulharsko a nízké inflaci pod půl procentem Švédsko či Chorvatsko.

V celosvětovém měřítku pak jako vývozce deflace v průmyslových cenách může celkově působit Čína a do značné míry také Jižní Korea. Obě ekonomiky těží z proexportně orientované domácí politiky na bázi cenové konkurenceschopnosti. Například v roce 2013 byl meziroční růst cen čínské i jihokorejské průmyslové produkce záporný.

Obrázek VI-3: Krátkodobá inflační očekávání v eurozóně a dalších ekonomikách

Průzkum profesionálních prognostiků Inflační swapy, 1 rok, měsíční údaje (SPF) pro horizont 1 rok, čtvrtletní údaje



Zdroj: Datastream

Na druhou stranu tyto exportně orientované ekonomiky v minulosti působily vlivem vysoké poptávky na vyšší ceny komodit a tím i míru inflace. Tento efekt byl ale v minulém roce pouze slabý. Kromě nižší poptávky a vyšší nabídky (těžba ropy v USA) se také projevil menší zájem o finanční investice do komodit jako formy zajištění proti inflaci. Nenaplnilo se totiž očekávání trhů, že nekonvenční měnové nástroje hlavních světových centrálních bank se projeví ve zrychlení růstu cenové hladiny.

K desinflaci v minulém roce přispělo také posílení eura vůči některým světovým měnám – zejména vůči americkému dolaru a japonskému jenu. Tento vývoj do značné míry souvisel s uklidněním situace na dluhopisových trzích eurozóny. Na druhou stranu omezování programu kvantitativního uvolňování Fedem při obnoveném růstu americké ekonomiky způsobil odliv kapitálu z rozvíjejících se ekonomik do vyspělých ekonomik a toky kapitálu do eurozóny by mohly přispět k dalšímu posílení společné evropské měny.

Zatímco vývoj cen komodit a kurzu se může v rámci globálního oživení změnit, podstatně méně povzbudivé jsou vyhlídky pro další snižování zadlužení a posílení finančního sektoru. Právě vlna selhání (dle modelu z první kapitoly) by mohla odstartovat dluhovou deflaci ve velkém měřítku. V tomto ohledu působila opatření ECB (zejména dlouhodobé operace, LTRO) jak na stabilizaci zadlužení, tak i proti dominovému efektu v bankovním sektoru. Dodaná likvidita se ale do ECB opět vrací - objem přebytečné likvidity v polovině ledna klesl na historické minimum 131 mld. EUR.

Finanční trh v eurozóně však zůstává fragmentovaný a transmisní mechanismus ne plně funkční. Další uvolnění měnových podmínek ze strany ECB s cílem podpořit růst a čelit

nízké inflaci je tedy velkou výzvou. Kromě dalších refinančních operací či úpravy základní sazby směrem dolů byly diskutovány i možné přímé nákupy aktiv (viz např. lednové vystoupení Maria Draghiho na Světovém ekonomickém fóru v Davosu). Z pohledu zadlužení ekonomiky se jeví nákupy aktiv jako logická volba, ale naráží na legislativní i praktické bariéry v realizaci. Tomuto tématu bude věnováno některé z dalších „Zaostřeno na ...“ Přesto ani tento nekonvenční nástroj nelze považovat za výrazně proinflační, jak ukazuje zkušenost USA. Cenový vývoj v eurozóně deflačním směrem tak za současných podmínek i nadále zůstává rizikem křehkého oživení.

Literatura

Giraud, Gaël a Pottier, Antonin (2012): *Debt-Deflation versus the Liquidity Trap: The dilemma of Nonconventional Monetary Policy*, Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne, Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1), Centre d'Economie de la Sorbonne.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0,0	2014/2 2014/1	0,0	2014/1 2013/10	-0,1	2013/11 2013/5	0,1	2013/12 2013/9
US	0,1	2014/2 2014/1	0,2	2014/1 2013/10	0,1	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/9
DE	0,0	2014/2 2014/1	0,2	2014/1 2013/10	-0,2	2013/11 2013/5	0,2	2013/12 2013/6
JP	-0,1	2014/2 2014/1	0,5	2014/1 2013/10	0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2014/1 2013/11
BR	-0,1	2014/2 2014/1	-0,2	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/2 2014/1
RU	-0,1	2014/2 2014/1	-1,0	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/2 2014/1
IN	-0,8	2014/2 2014/1	0,3	2014/1 2013/10	-1,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/2 2014/1
CN	0,0	2014/2 2014/1	0,2	2014/1 2013/10	-0,2	2013/11 2013/5	-0,1	2014/2 2014/1

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	-0,1	2014/2 2014/1	0,0	2013/10 2013/4	0,0	2013/11 2013/5	-0,2	2013/12 2013/9
US	0,0	2014/2 2014/1	-0,2	2013/10 2013/4	-0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2013/12 2013/9
DE	-0,1	2014/2 2014/1	0,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	-0,2	2013/12 2013/6
JP	0,1	2014/2 2014/1	-0,1	2013/10 2013/4	0,5	2013/11 2013/5	0,0	2014/1 2013/11
BR	-0,1	2014/2 2014/1	1,1	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	0,1	2014/2 2014/1
RU	0,1	2014/2 2014/1	-0,5	2013/10 2013/4	0,3	2013/11 2013/5	0,0	2014/2 2014/1
IN	1,8	2014/2 2014/1	-1,8	2013/10 2013/4	2,1	2013/11 2013/5	0,0	2014/2 2014/1
CN	0,0	2014/2 2014/1	0,0	2013/10 2013/4	-0,2	2013/11 2013/5	-0,6	2014/2 2014/1

A3. Seznam zkratk použitých v GEVU

BoJ	Japonská centrální banka	EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína	EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	EK	Evropská komise
CBOT	Chicago Board of Trade	EU	Evropská unie
CF	Consensus Forecasts	EUR	euro
ČNB	Česká národní banka	EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
DBB	Deutsche Bundesbank	Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
EA	eurozóna	FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
ECB	Evropská centrální banka		

GBP	britská libra	N/A	údaj není k dispozici
HDP	hrubý domácí produkt	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
CHF	švýcarský frank	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ICE	Intercontinental Exchange	PMI	Index nákupních manažerů
IFO	Institute for Economic Research	UoM	University of Michigan
IFO-BE	IFO Business Expectations	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)	USD	americký dolar
JPY	japonský jen	WEO	World Economic Outlook
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment
MMF	Mezinárodní měnový fond		

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

2014

	č. GEVU
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

2013

	č. GEVU
Financializace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
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)	2012-10

	č. GEVu
a Martin Motl)	
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
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 změnily globální nerovnováhy? (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