

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2014

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
Normalizace měnové politiky v USA	11
A. Přílohy	15
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014	15
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014	15
A3. Seznam zkratk použitých v GEVu	15
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu	16

Datum uzávěrky dat

Týden 10. - 14. listopadu 2014

Sběr dat CF

10. listopadu 2014

Datum publikace GEVu

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

Listopadové 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 tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na „normalizaci“ měnové politiky centrální banky Spojených států, tj. ukončení měnových stimulů a přechod na standardní měnovou politiku.

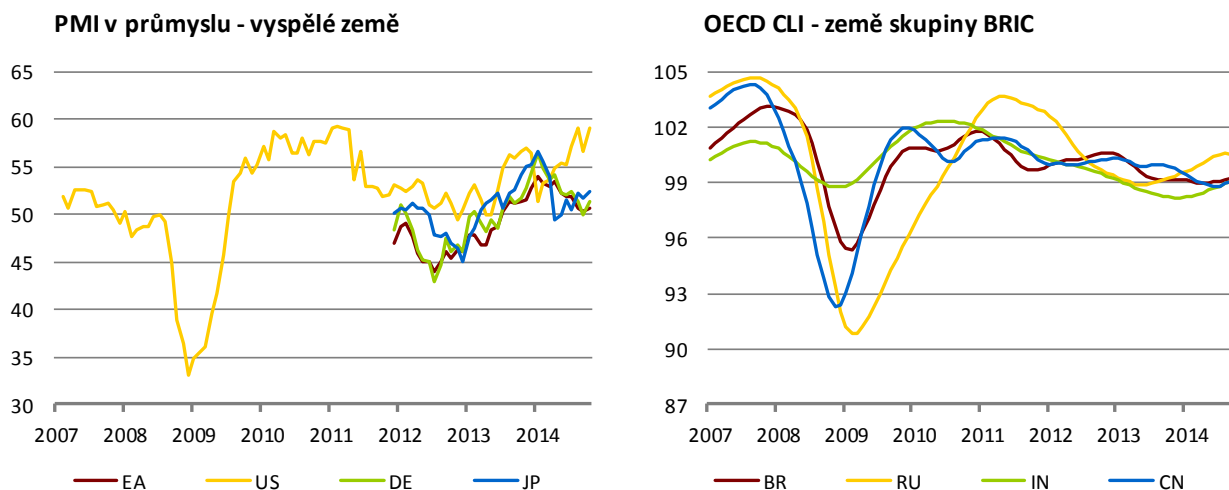
Výhledy pro vyspělé ekonomiky stále ukazují na dvě protichůdné tendence. První je pokračující prosperita ekonomiky Spojených států, která s vysokou pravděpodobností ukončí již čtvrtý rok s robustním růstem svého HDP, přičemž její vyhlídky jsou ještě příznivější. Solidní hospodářský růst v rámci zemí G7 vykazuje i Kanada a Velká Británie. Druhou tendenci lze ale spatřit v postupně se zhoršujících hospodářských výhledech řady dalších vyspělých zemí. Jde zejména o ekonomicky silné země eurozóny, jako je Německo, Francie nebo Itálie. Zhoršování výhledů je přitom patrné nejen optikou ekonomické dynamiky (včetně předstihových ukazatelů), ale i utlumeného cenového vývoje. Výhledy pro japonskou ekonomiku je stále nutné hodnotit s určitými obavami, neboť optimistický výhled obnovy ekonomiky se zatím nenaplnuje, na což reagovala Bank of Japan novými měnovými stimuly.

Výhledy pro rozvíjející se země zastoupené zeměmi skupiny BRIC zůstávají nesourodé. Čínská ekonomika si vede nejlépe, neboť i přes dílčí ne příliš optimistické zprávy bude stále schopna udržet nejvyšší tempo ekonomické výkonnosti (nad 7% hranicí), a to při relativně nízké inflaci. Naopak nejslabší dynamiku ze sledovaných rozvíjejících se ekonomik vykáže Rusko, což primárně odráží efekty sankcí ze strany mezinárodního společenství. Ruské hospodářství se tak ocitá na hranici recese při vztlínající inflaci a setrvalě oslabujícím kurzu rublu. Obdobná makroekonomická situace je v Brazílii, jejíž dynamika HDP bude i nadále velmi nízká (pod 1% hranicí) a doprovázena poměrně vysokou inflací a slábnoucím kurzem realu. Naopak výhledy pro indickou ekonomiku jsou stále převážně pozitivní, neboť dynamika růstu by se měla postupně zvyšovat a dezinflační trend by měl pokračovat i v příštím roce, kdy by se inflace měla shora blížit 6% úrovni.

Výhledy úrokových sazeb se v eurozóně pohybují na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné očekávat jejich růst do konce roku 2015. Na sazby přitom působí slabá ekonomická dynamika, hrozba deflace a nekonvenční nástroje k dalšímu uvolnění měnové politiky ECB. V případě Spojených států by úrokové sazby mohly začít růst v horizontu měsíců (zhruba ve 2. polovině 2015). Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu posilovat vůči všem sledovaným měnám vyjma čínského renminbi, ke kterému by měl mírně oslabit.

Ceny ropy se na výhledu do konce roku 2015 posunuly viditelně níže a v ročním horizontu by neměly přesáhnout 90 USD/b. Silnější hodnoty dolaru však budou efekty levnější ropy oslabovat pro spotřebitele, kteří neplatí touto měnou. Výhledy dále ukazují na výrazný propad cen zemního plynu, jejichž vývoj je standardně opožděn za cenami ropy. Pokles však může být korigován dopady případné eskalace rusko-ukrajinského konfliktu. Na trzích zemědělských komodit došlo vlivem celosvětově dobré úrody k poklesu cen, ale aktuální vývoj a výhled v horizontu konce příštího roku je již mírně rostoucí, zejména pak pro ceny pšenice a kukuřice. Ceny průmyslových kovů rovněž zastavily svůj předchozí propad a jsou na svých výhledech stabilní.

Dostupné řady PMI pro sledované země

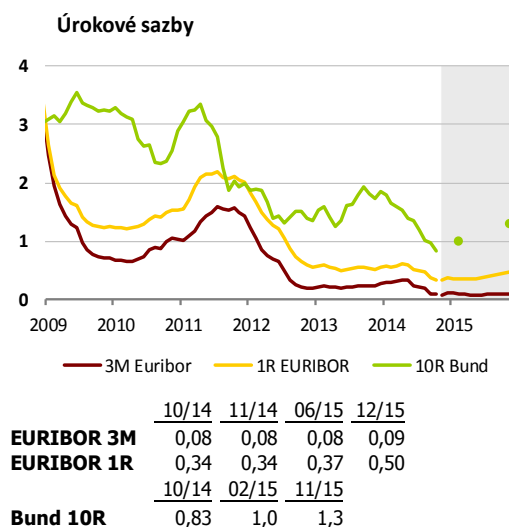
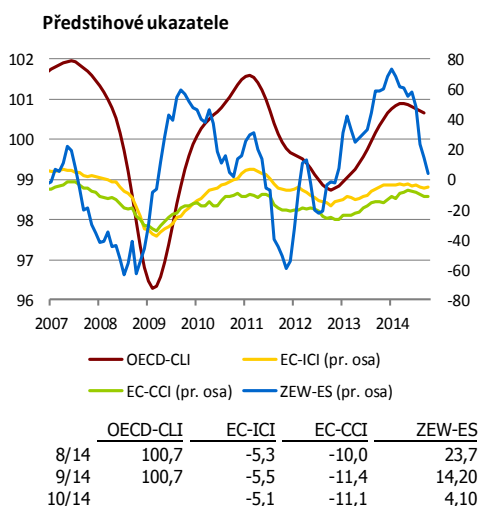
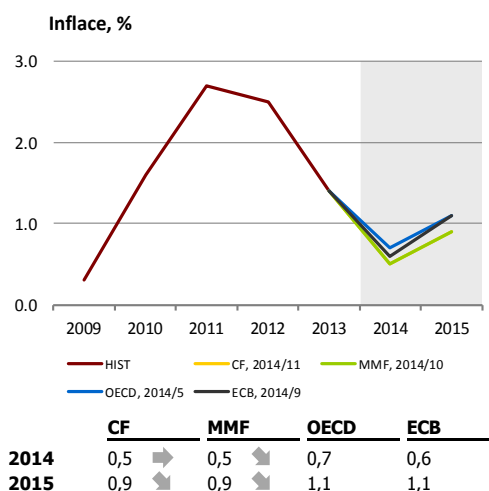
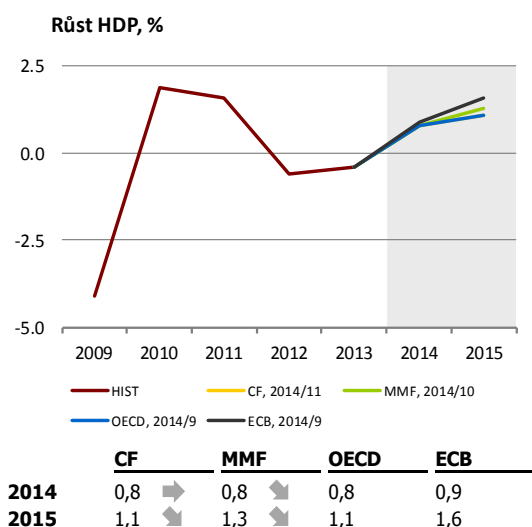


Zdroj: Bloomberg, Datastream

II.1 Eurozóna

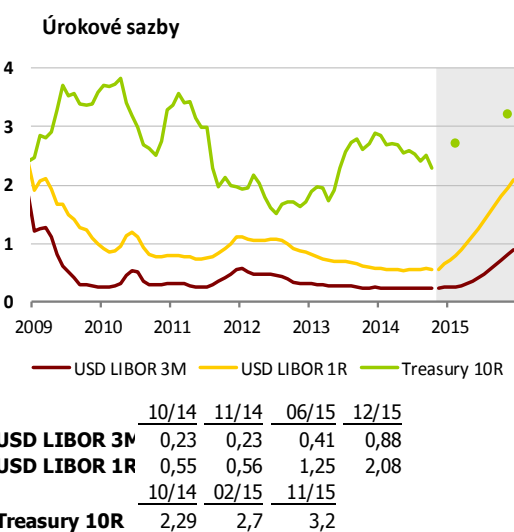
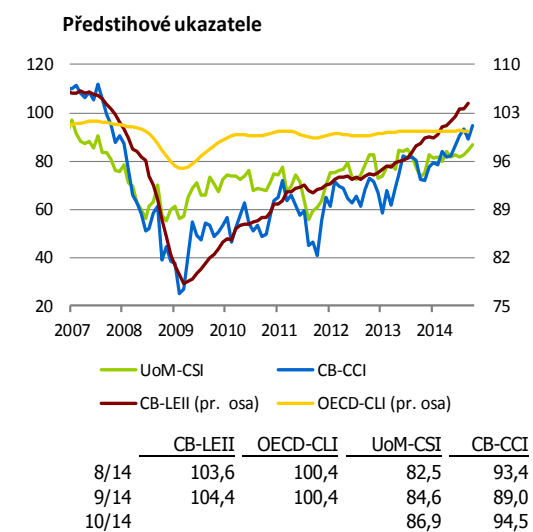
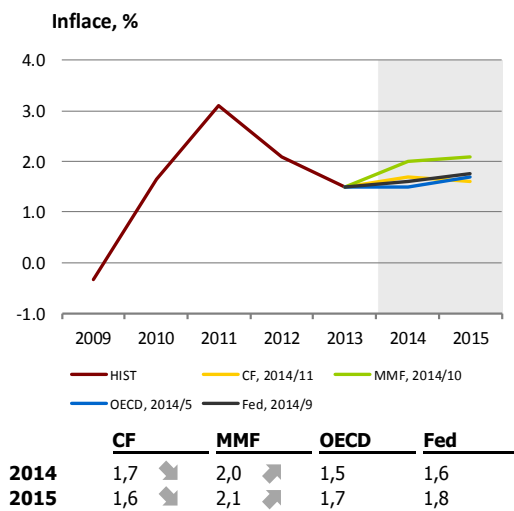
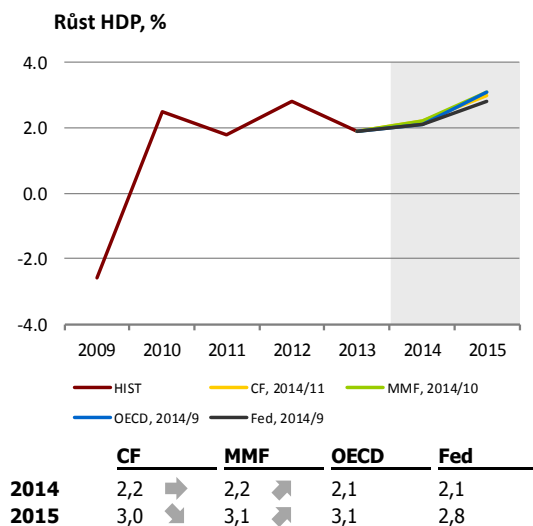
HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2014 podle prvního odhadu Eurostatu vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 % (v prvním čtvrtletí růst o 0,1 %). Růst německé ekonomiky zaznamenal na rozdíl od předchozího čtvrtletí kladnou hodnotu (0,1 %) a ekonomika Francie překvapila vyšším než očekávaným kladným růstem (o 0,3 %). Země jižního křídla eurozóny vykázaly kladný růst s výjimkou Itálie, jejíž ekonomika po druhé v řadě poklesla (o 0,1 %). Předstihové ukazatele v eurozóně potvrzují její nevýraznou růstovou dynamiku. Například PMI ve zpracovatelském sektoru v říjnu sice kompenzoval zářijový pokles (díky výrazně kladnému příspěvku Německa), i tak setrvává pouze mírně nad hranicí stagnace (50,6). U tohoto indexu je znepokojující především složka objemu nových zakázek, která poklesla druhý měsíc v řadě. Výhled letošního růstu HDP na základě listopadového CF zůstává oproti předchozímu měsíci nezměněn (0,8 %), predikce pro příští rok ale byla snížena nepatrně směrem dolů (na 1,1 %). V listopadu ECB zveřejnila výsledky výběrového šetření mezi prognostiky (SPF). Oproti šetření před třemi měsíci se výhled růstu posunul směrem dolů a odpovídá přibližně listopadovému CF.

HICP inflace v eurozóně vzrostla v říjnu na 0,4 % (v září 0,3 %), přičemž k jejímu mírnému nárůstu přispěl vyšší růst cen služeb a potravin. Výhled inflace v tomto roce na základě listopadového CF zůstává oproti říjnu nezměněn (0,5 %); pro příští rok posunul CF výhled inflace mírně směrem dolů (na 0,9 %). Prognostici v SPF očekávají na výhledu oproti minulému průzkumu nižší inflaci: v tomto roce by měla dosáhnout 0,5 %; v následujících dvou letech by pak měla zrychlit na 1 % a 1,4 %. Dlouhodobá očekávání inflace na základě SPF byla posunuta také mírně směrem dolů na 1,8 % v roce 2019. ECB na konci října odstartovala program nákupu krytých dluhopisů (CBPP3) a do konce roku se očekává také spuštění nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABS). Tyto programy by měly podle očekávání ECB spolu s cílenými dlouhodobějšími refinančními operacemi (TLTRO) přispět ke zvýšení její rozvahy na úroveň ze začátku roku 2012.



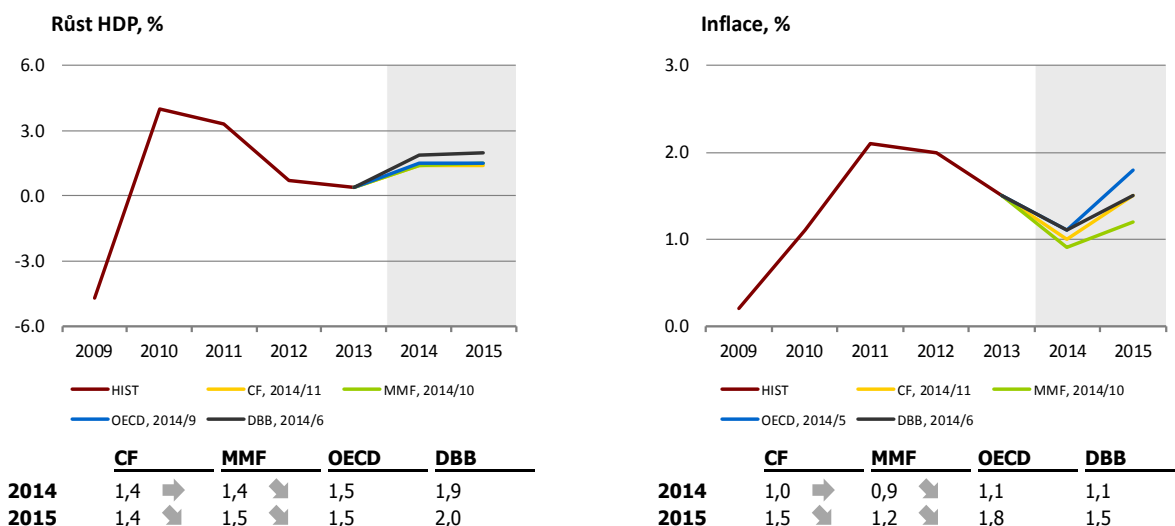
II.2 Spojené státy

HDP Spojených států si i ve třetím čtvrtletí 2014 udržel v porovnání s ostatními vyspělými ekonomikami rychlé tempo růstu. Oproti předchozímu čtvrtletí vzrostl v ročním vyjádření o 3,6 %, když k růstu přispěly všechny složky HDP, včetně vládních výdajů. Výhledy zůstávají pozitivní i na příští rok, kdy by měl růst HDP dále zrychlit o přibližně 1 p.b. Také průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí nabrala sílu a její další nárůst naznačuje předstihový indikátor PMI v průmyslu, který v říjnu zaznamenal výrazné zlepšení. Předstihové ukazatele spotřeby si v říjnu vedly také dobře. Maloobchodní tržby a spotřeba domácností bude navíc pozitivně ovlivňována zlepšující se situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti v říjnu opět poklesla na 5,8 %. Aktuální vývoj spotřebitelských cen zároveň nepředstavuje výraznější hrozbu pro cenovou stabilitu (1,8 % mZR. ve třetím čtvrtletí). Říjnový CF proto mírně snížil odhad růstu cen v letošním i příštím roce. Fed tak prozatím není pod tlakem potřeby rychlého utahování měnové politiky. Na svém říjnovém zasedání oznámil předem očekávané ukončení nákupů dluhopisů a MBS. Jím poskytnutá likvidita se tak v současnosti ustálila a k jejímu snižování Fed podle svého prohlášení přistoupí teprve s určitým odstupem od prvního zvýšení svých základních úrokových sazeb. To je na základě výhledů z tržních výnosových křivek očekáváno přibližně v polovině příštího roku. Rozvírající se nůžky mezi směřováním měnové politiky Fedu na jedné straně a ECB na straně druhé vedly k dalšímu posílení dolaru vůči euru na 1,24 USD/EUR na začátku listopadu. V horizontu jednoho roku je dle CF očekáváno další posílení dolaru o 3,3 % na hladinu 1,2 USD/EUR.



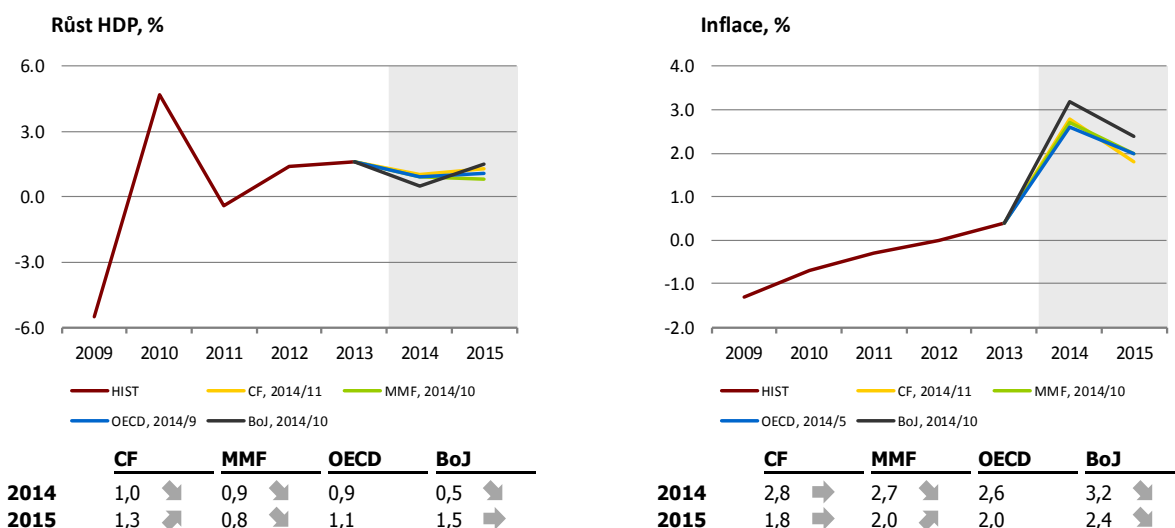
II.3 Německo

Mezičtvrtletní růst německé ekonomiky zůstává ve třetím čtvrtletí letošního roku podle předběžného odhadu nízký (0,1 %) po mírném poklesu (-0,1 %) v předchozím čtvrtletí. Meziroční růst zpomalil z 1,4 % na 1,2 %. Podle listopadového CF bude slabý hospodářský růst pokračovat i ve čtvrtém čtvrtletí. Hlavními příčinami nízkého růstu jsou ekonomické oslabení v některých významných ekonomikách a ukrajinská krize. Listopadový CF očekává pro oba roky 2014 a 2015 růst HDP o 1,4 %. Odhady německé vlády a ekonomických ústavů se pro příští rok pohybují okolo 1,2 %. Predikce panelu hospodářských poradců německé vlády jdou ještě níže, na 1 %. Slabý růst naznačuje i vývoj předstihových ukazatelů, které se většinou snížily, nebo stagnují na nízkých úrovních. Inflace zůstala v říjnu již čtvrtý měsíc na úrovni 0,8 %. Podle CF by růst cen za celý rok měl dosáhnout 1 % a v příštím roce akcelarovat na 1,5 %.



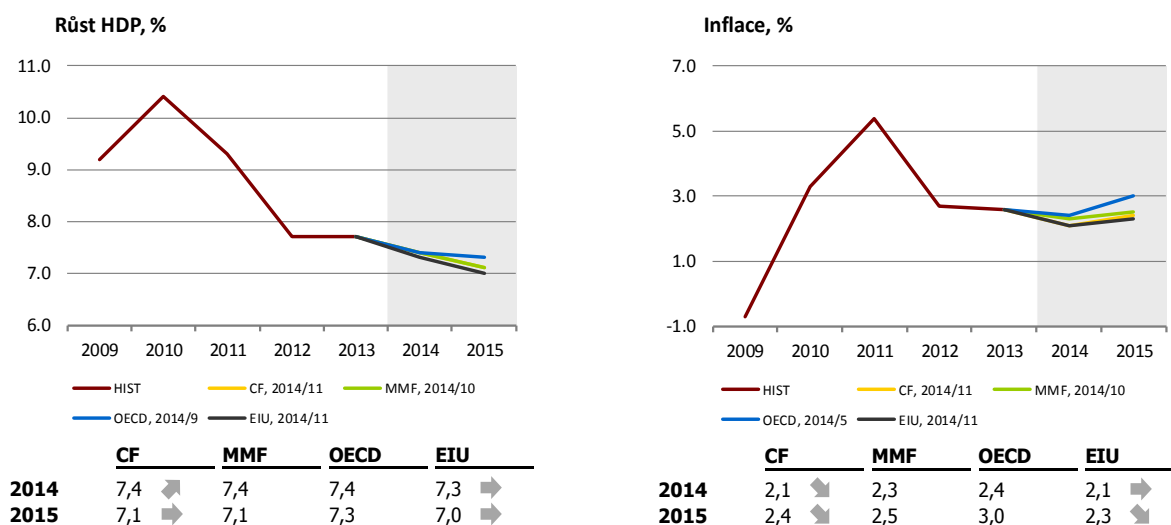
II.4 Japonsko

V poslední říjnový den japonská centrální banka překvapila globální finanční trhy rozhodnutím rozšířit rozsah měnových stimulů. BOJ oznámila zvýšení objemu nákupu aktiv na 80 bil. jenů ročně, když ztrojnásobí své nákupy na trzích s fondy nemovitostí a rozšíří nákupy vládních dluhopisů. K uvolnění měnové politiky se banka odhodlala po roce a půl ve snaze dosáhnout cenového cíle. Podle guvernéra BOJ se ale nejedná o přiznání, že plán na oživení ekonomiky selhal. Japonský hlavní akciový index Nikkei 225 vyskočil na nejvyšší úroveň od roku 2007, zatímco japonský jen vůči americkému dolaru prudce oslabil. Poptávku po rizikových aktivech pak mají pozvednout i nákupy zaměřené na burzovně obchodované fondy (EFT, Exchange-traded fund) a realitní fondy (REIT, Real Estate Investment Trusts). Ve stejném směru pak bude působit i rozhodnutí japonského vládního penzijního investičního fondu (GPIF), že zvýší podíl japonských a zahraničních akcií v celkovém portfoliu z 12 % na 25 %. Zatímco sentiment na japonských finančních trzích se prudce zvedl, důvěra (stejně jako spotřeba) domácností se propadla na šestiměsíční minimum. CF snížil o 0,1 p.b. výhled růstu HDP v roce 2014 a zvýšil o 0,1 p.b. předpověď pro 2015, zatímco předpověď inflace změn nedoznala.



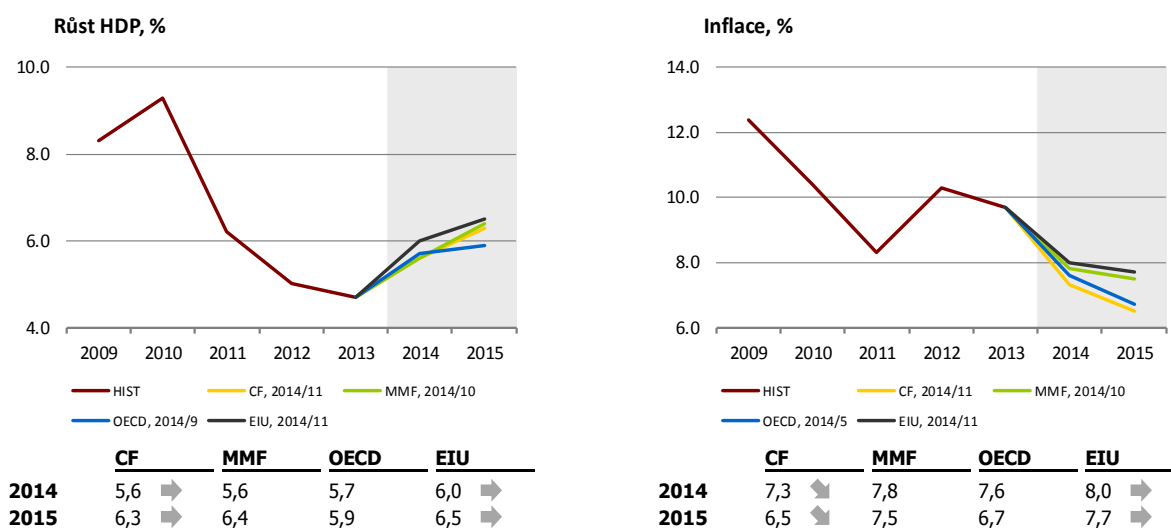
III.1 Čína

Přestože zveřejněný odhad růstu čínského HDP ve 3. čtvrtletí překročil očekávání, oproti předchozímu čtvrtletí hospodářský růst meziročně oslabil o 0,2 p.b. na 7,3 %. Zpomalení čínské ekonomiky potvrzují i krátkodobé indikátory. Čínský PMI v říjnu setrval jen mírně nad 50bodovou hranicí a průmyslová produkce oslabila tempo růstu na 7,7 %. Celkový růst ekonomické aktivity se letos očekává na nejnižší úrovni od roku 1990. Představitelé čínské vlády v listopadu diskutovali snížení cíle růstu HDP na příští rok. Dle říjnového průzkumu agentury Bloomberg ekonomové odhadují cílový růst v roce 2015 kolem 7 %. Dle nových výhledů CF a EIU již letošní růst zůstane mírně pod cílem (7,3 % - 7,4 % oproti cílovým 7,5 %). Nový výhled EK rovněž očekává letošní růst pouze na úrovni 7,3%. Pro příští rok nové výhledy očekávají další zpomalení čínské ekonomiky a růst HDP by neměl překročit 7,1% úroveň. Inflace se dle CF a EIU letos a příští rok udrží v rozmezí 2,1 % - 2,4 %.



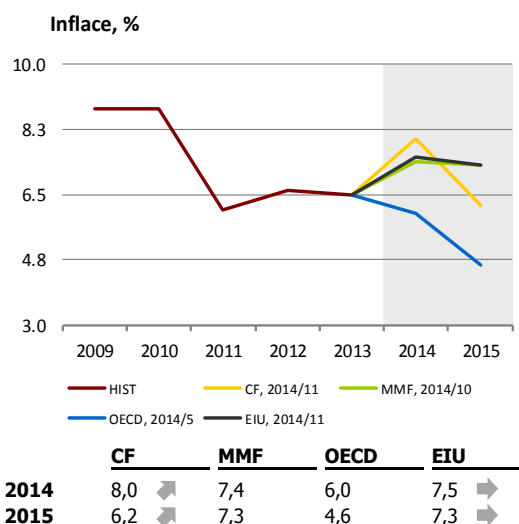
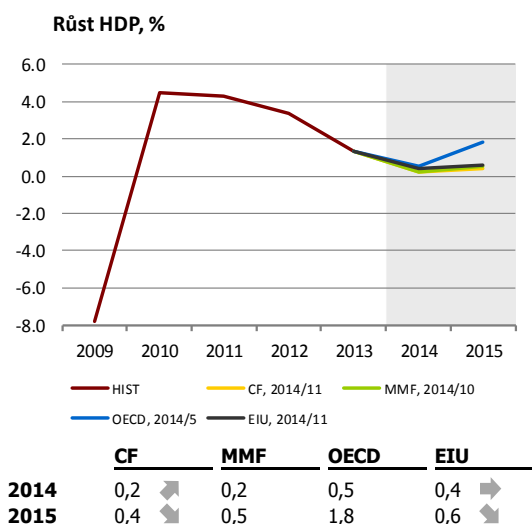
III.2 Indie

Spotřebitelská inflace v Indii v říjnu pokračovala v poklesu na 5,5 %, což je zatím nejnižší úroveň od ledna 2012. Centrální banka tak nyní zvažuje, zda zmírnění inflačních tlaků již umožňuje snížit úrokové sazby a poskytnout tak stimul domácí poptávce. Příznivou zprávou je také oživení průmyslové produkce, jejíž meziroční tempo růstu se v září zvýšilo na 2,5 %; úroveň PMI ve zpracovatelském průmyslu navíc indikuje růst i pro říjen. S cílem snížit deficit veřejných financí využila v říjnu vláda klesajících cen ropy na světových trzích, zrušila subvence na naftu a o třetinu zvýšila regulovanou cenu zemního plynu. Říjnový CF nezměnil svůj výhled růstu indického HDP, nicméně snížil výhled inflace pro letošní fiskální rok o 0,4 p.b. a pro příští fiskální rok o 0,3 p.b. EIU svou předpověď indické ekonomiky ponechal na zářijových hodnotách.



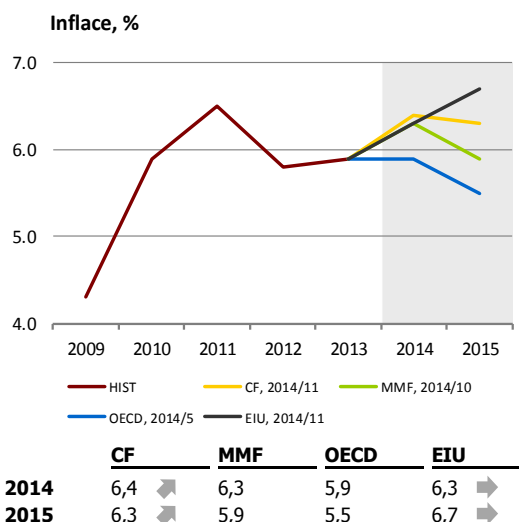
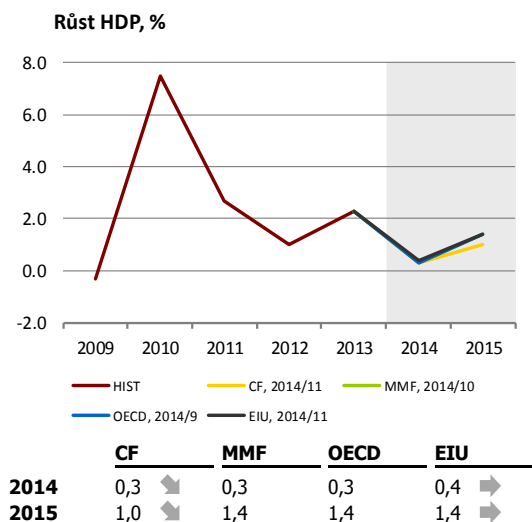
III.3 Rusko

V závěru října zvýšila Ruská centrální banka (CBR) klíčovou úrokovou sazbu na 9,5 % a 10. listopadu oznámila změnu kurzového mechanismu a opuštění pravidelných intervencí pro udržení rublu v koridoru přípustných hodnot vůči koši měn (USD, EUR). Po těchto změnách rubl ovšem pokračoval v oslabení. V listopadu CBR zveřejnila směrnice Jednotné státní měnové politiky na rok 2015 a období 2016 – 2017. V roce 2015 se bude podle nich měnová politika provádět v rámci režimu cílování inflace se záměrem snížit ji v roce 2017 na 4 % a následně udržet poblíž této úrovně. Pro letošní rok CF a EIU očekávají 7,5% až 8% tempo růstu spotřebitelských cen při téměř nulovém růstu HDP (0,2 % - 0,4 %). Příští rok by měl ekonomický růst nepatrně posílit (na 0,4 % - 0,6 %), inflace by naopak měla zpomalit na 6,2 % - 7,3 %.



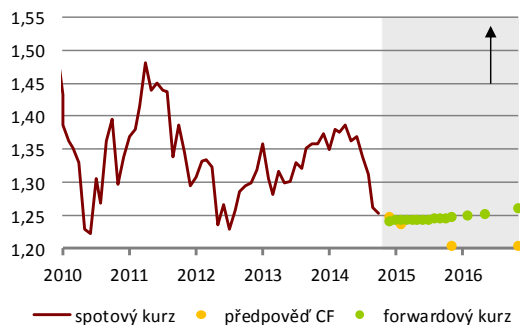
III.4 Brazílie

V brazilských prezidentských volbách zvítězila stávající prezidentka Dilma Rousseffová. Stojí před nelehkým úkolem oživit mizivý ekonomický růst země, snížit deficit veřejných financí a zkrotit inflaci. Volbou nového ekonomického týmu se bude snažit získat zpět důvěru trhů, které mají obavu z pokračování její politiky vysokých vládních výdajů. Brazilská inflace sice v říjnu mírně poklesla na 6,6 %, přesto však zůstává nad horní hranicí tolerančního pásma cíle centrální banky, která koncem října (již počtvrté v letošním roce) zvýšila úrokovou sazbu na úroveň 11,25 %. Nepříznivý stav brazilské ekonomiky dokládá i vývoj průmyslové produkce, která v září opět meziročně poklesla (o 2,1 %), nečekaně však klesla i ve srovnání s předcházejícím měsícem (o 0,2 %). CF snížil výhled ekonomického růstu Brazílie pro tento i příští rok o 0,1 p.b. a navýšil pro oba roky predikci inflace o 0,1 p.b. EIU své předpovědi nezměnil.



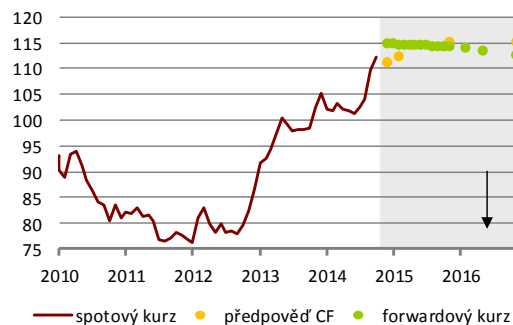
IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

EURO



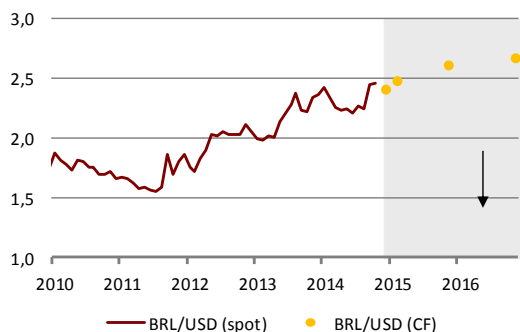
	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	1,244				
předpověď CF		1,249	1,238	1,204	1,204
forwardový kurz		1,242	1,243	1,247	1,262

JAPONSKÝ JEN



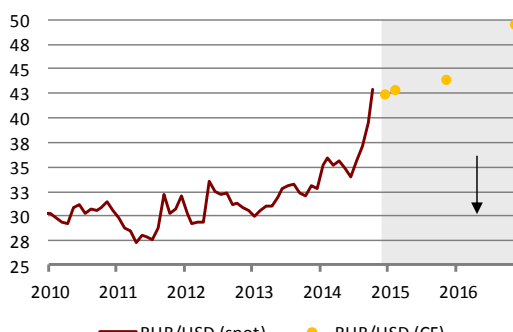
	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	114,70				
předpověď CF		111,20	112,30	115,10	115,10
forwardový kurz		114,84	114,74	114,25	112,52

BRAZILSKÝ REAL



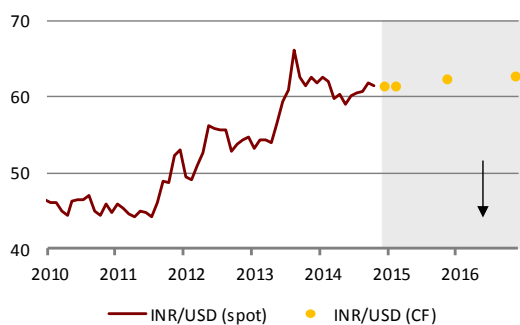
	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	2,54				
předpověď CF		2,40	2,47	2,61	2,66

RUSKÝ RUBL



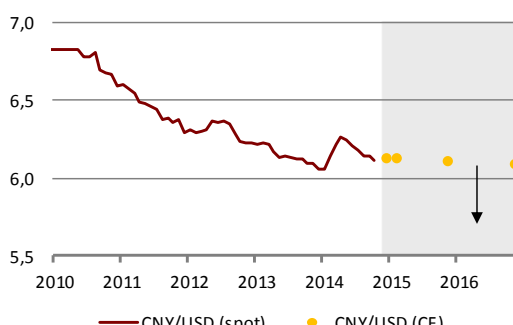
	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	45,66				
předpověď CF		42,41	42,84	43,83	49,58

INDICKÁ RUPIE



	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	61,47				
předpověď CF		61,31	61,39	62,34	62,60

ČÍNSKÝ RENMINBI



	10/11/14	12/14	02/15	11/15	11/16
spotový kurz	6,12				
předpověď CF		6,13	6,13	6,11	6,09

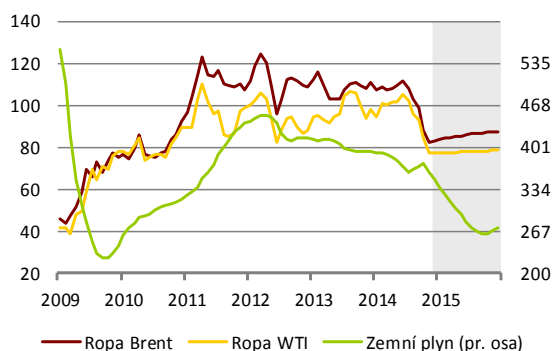
Směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent se ve druhé polovině října po předchozím silném poklesu stabilizovala poblíž hodnoty 85 USD/b. Od začátku listopadu se ale obnovil její klesající trend a v polovině měsíce se cena poprvé od září 2010 dostala opět pod úroveň 80 USD/b. Cena WTI klesla až pod hranici 75 USD/b. Důvody poklesu jsou již delší dobu stále stejné: rychle rostoucí těžba ropy, zejména v USA, slabý růst poptávky, posilující kurz amerického dolaru a hlavně deklarovaná neochota Saudské Arábie a ostatních zemí kartelu OPEC snižovat těžbu. Producenti ropy, kteří se zajišťují proti poklesu cen ropy nákupem opcí tyto opce nyní ve zvýšené míře uplatňují, což dále urychluje pokles cen. Naopak spekulativní obchody s futures (dle zprávy OPEC) již cenu ropy Brent nesrážejí, neboť v říjnu došlo k navýšení čistých dlouhých pozic oproti rekordnímu minimu v září téměř o 50 %. To znamená, že investoři na úrovních pod 85 USD/b očekávali dno poklesu. Naopak u ropy WTI pokles spekulativních čistých dlouhých pozic v říjnu pokračoval, neboť při současném nízkém rozpětí mezi cenami Brentu a WTI očekávají peněžní manažeři ještě další pokles cen americké lehké ropy.

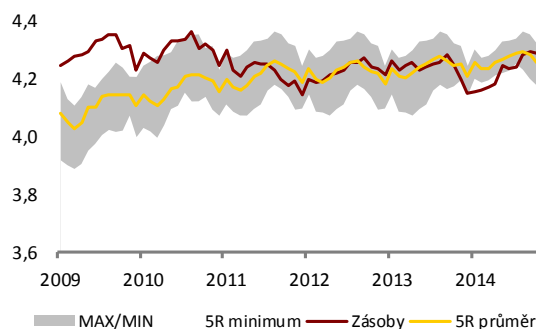
Cena dlouhodobých kontraktů na zemní plyn (ruský na hranicích s Německem) se snižuje zatím jen mírně, s cca půlročním zpožděním by se však i zde měl promítnout výrazný pokles cen ropy. Spotová cena zemního plynu v Evropě navzdory rostoucím zásobám na konci září vzrostla a od té doby prakticky stagnuje. Na vyšší úrovni jí udržují obavy z výpadku dodávek ruského plynu a nástup zimní topné sezóny. Naopak v USA tržní ceny plynu klesaly, když nadprůměrně teplé počasí a silná těžba umožňovaly doplňovat zásobníky rychleji, než se očekávalo.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

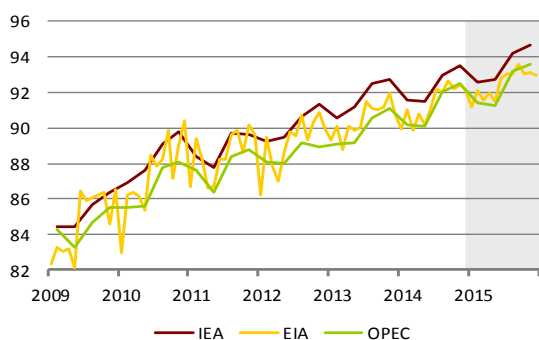


	Brent	WTI	Plyn
2014	-6,76 ↘	-3,39 ↘	-7,21 ↗
2015	-15,22 ↘	-17,54 ↘	-22,83 ↘

CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

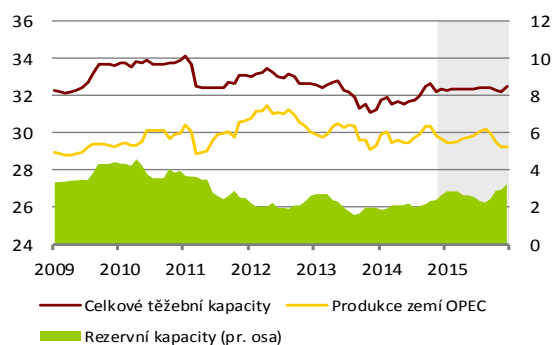


SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2014	0,71 ↘	0,99 ↘	1,33 ↗
2015	1,22 ↗	1,22 ↘	1,29 ↗

PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2014	-0,34 ↘	-0,28 ↘	0,47 ↘
2015	-0,52 ↘	1,24 ↗	25,80 ↘

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).

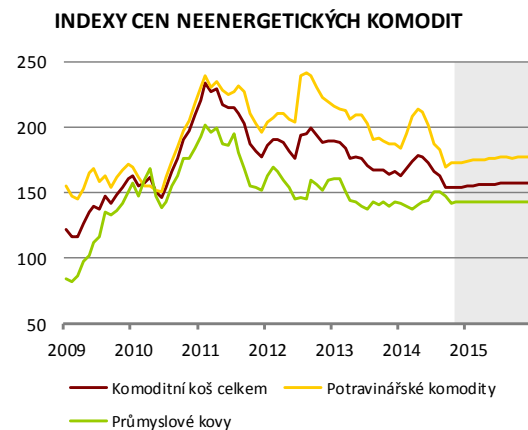
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

V.2 Ostatní komodity

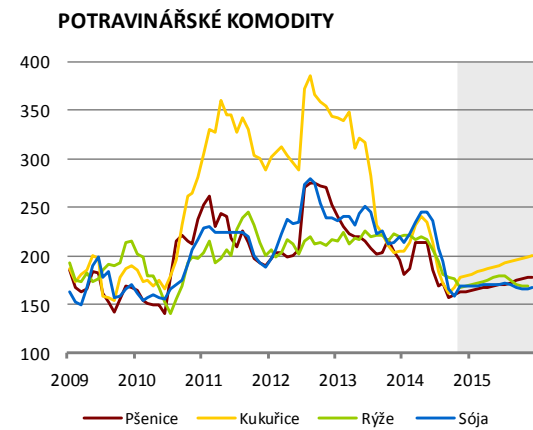
Index cen neenergetických komodit se v říjnu ještě mírně snížil, a to zejména vlivem dalšího poklesu indexu cen průmyslových kovů, jenž byl nadále pod tlakem silného dolaru a slabé poptávky (hlavně z čínského průmyslu). Ceny většiny potravinářských komodit se již stabilizovaly a některé již mírně rostly. V první polovině listopadu pak již byly výše všechny indexy, byť jen mírně.

Deštivé počasí v USA zpomalilo tamní sklizeň kukuřice a sóji a silná exportní poptávka v důsledku předchozího cenového poklesu pak podpořila jejich ceny. Ty tak ve druhé polovině září přerušily klesající trend a v průběhu října rostly. Špatné počasí komplikovalo sklizeň i v Rusku a na Ukrajině, což dále přispělo k růstu cenu obilnin. Jen ceny rýže tak pokračovaly v uplynulém období v poklesu. Cena cukru na přelomu září a října silně vzrostla jednak v důsledku sucha v Brazílii a jednak kvůli růstu tamní produkce etanolu. Růst cen jsme zaznamenali i u kávy. Cena vepřového masa v polovině října opět skokově poklesla a od té doby stagnuje, na výhledu je však očekáván další výrazný pokles. Naopak cena hovězího masa v průběhu října rostla na další historické maximum, od začátku příštího roku se však očekává její pokles. Cena bavlny v říjnu stagnovala a rovněž cena kaučuku nadále setrvala poblíž minim z konce roku 2008.

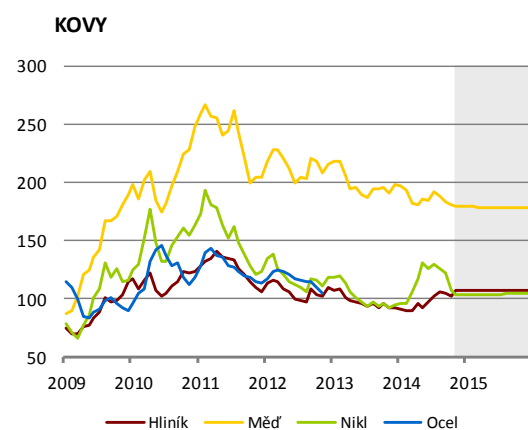
Z průmyslových kovů rostla v průběhu října jen cena hliníku a kompenzovala tak zářijový pokles. Cena mědi po předchozím poklesu stagnovala, výrazný propad zaznamenala během září a října cena niklu. U niklu sice nadále trvá zákaz vývozu z Indonésie, předchozí zvýšení ceny však vedlo k růstu vývozu z Filipín. Pokles ceny se zastavil u cínu, ceny zinku a olova stagnovaly. Cena oceli po stagnaci v září a říjnu na počátku listopadu klesla stejně jako cena železné rudy.



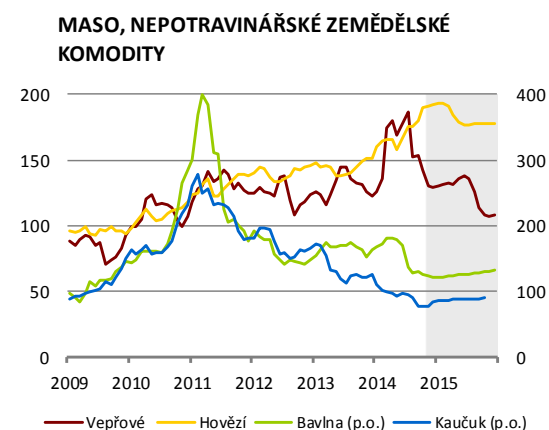
	Celkem	Potraviny	Kovy
2014	-5,5	-6,0	-1,1
2015	-5,1	-7,0	-0,3



	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2014	-15,4	-28,6	-10,1	-11,5
2015	-5,8	-3,5	-12,0	-17,5



	Hliník	Měď	Nikl
2014	1,6	-6,6	11,6
2015	8,6	-3,7	-8,6



	Vepřové	Hovězí	Bavlna (p.o.)	Kaučuk (p.o.)
2014	18,8	20,1	-8,1	-31,8
2015	-19,3	4,8	-16,8	-4,1

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.

Normalizace měnové politiky v USA¹

Tento článek přibližuje v současnosti největší výzvu pro americkou centrální banku (Fed) – ukončení měnových stimulů a přechod na standardní měnovou politiku (tzv. exit). Normalizace měnové politiky bude probíhat ve flexibilním rámci s ohledem na to, jak nestandardní nástroje změnily fungování amerického finančního trhu a jeho reakce na komunikaci centrální banky. Opuštění nulových sazeb bude prvním krokem směrem k utažení měnové politiky, bez ohledu na stávající portfolio aktiv. Pro hladký a úspěšný přechod byly zavedeny nové instrumenty na peněžním trhu a stabilizující úlohu bude hrát i komunikace jako nástroj pro ukotvení očekávání vývoje krátkodobých sazeb. Proces snižování objemu portfolia začne až za jistý čas po opuštění nulových sazeb. Přesto se nedají vyloučit další výkyvy na trzích, které však centrální banka jen málo může předvídat.

Nestandardní nástroje Fedu a volba strategie exitu

Když se na podzim roku 2007 krize na hypotečním trhu v USA začala postupně měnit na krizi v celém finančním systému s efektem přelévání do zahraničí, začal Fed snižovat úrokové sazby. Do konce roku 2008 byla základní sazba snížena až na efektivní spodní hranici, tj. sazba federálních fondů (FFR) se smí pohybovat v pásmu 0 až 0,25 %. Tím se vyčerpala možnost dále uvolnit měnové podmínky snížením krátkodobých úrokových sazeb a v následujících letech Fed začal využívat nekonvenční nástroje. Cílem bylo zprvu podpořit fungování finančního systému, ale zpomalování americké ekonomiky si vyžádalo jejich pokračování. Nestandardní nástroje Fedu lze obecně rozdělit na:

- 1) Nástroje s dopadem na rozvahu centrální banky (kvantitativní uvolňování, QE) – jedná se zejména o 3 programy nákupů dlouhodobých aktiv (LSAPs), zaměřené na různé typy aktiv (zejm. státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy), a program prodloužení splatnosti dluhopisů držených Fedem (operace Twist). Zatímco první dva programy LSAPs měly stanovený celkový objem nakoupených aktiv, poslední program LSAP III probíhal v pevných měsíčních objemech. Měsíční objemy byly od ledna 2014 snižovány a na konci října bylo oznámeno ukončení programu.
- 2) Komunikační nástroje (tzv. forward guidance) – zveřejňování informací ohledně budoucího vývoje sazeb s cílem stabilizovat očekávání finančních trhů a tedy ovlivnit sklon výnosové křivky.

Celá řada článků se věnovala dopadům kvantitativního uvolňování Fedu a jejich závěry potvrzují jistý efekt na finanční trhy (např. Glick & Leduc, 2012), zatímco názory ohledně dopadu na celou americkou ekonomiku se různí (Weale & Wieladek, 2014). V každém případě se ekonomická situace USA v posledních letech stabilně zlepšovala, což vedlo k prvním úvahám o omezení měnových stimulů. Když v květnu 2013 předseda rady guvernérů Fedu Bernanke poprvé zmínil možnost omezení měnových stimulů v budoucnosti, finanční trhy po celém světě zasáhly výprodeje a panika (tzv. taper tantrum). Mezi nejvýznamněji zasaženými byly „křehké“ trhy (Brazílie, Indie, Indonésie, Jihoafrická republika, Turecko), které trpí zejména dvojími deficity (běžného účtu, fiskální). Znepokojující domácí ekonomický výkon a nárůst vnějších a vnitřních nerovnováh přispěl u těchto zemí k přehodnocení očekávaných výnosů ze strany investorů a nastal obrat v kapitálových tocích.

Skutečné snížení objemu nakupovaných aktiv Fedem o rok později již paniku nevyvolalo. Bylo však zřejmé, že reakce finančních trhů na změnu nastavení měnové politiky jsou do jisté míry nepředvídatelné. Při dalším plánování přechodu na standardní měnovou politiku považoval Fed za nutné zvolit transparentní strategii, která bude co nejúčinnější s ohledem na duální mandát centrální banky (tj. dosažení maximální zaměstnanosti a cenové stability).

Ve strategii exitu se nabízel dvě možnosti: (i) v prvním kroku opustit nekonvenční opatření - nejdříve snížit objem aktiv a následně zvýšit sazby, nebo (ii) zvýšit sazby bez ohledu na stávající portfolio. Volba s ohledem na duální mandát a specifickou pozici USA jako hlavního finančního centra padla volba na variantu (ii). Tato strategie zřejmě umožní vytvořit více měnově politického prostoru, lépe kontrolovat sklon výnosové křivky a vrátit se ke standardnímu fungování peněžního trhu. Ukončení reinvestic před zvýšením sazby by navíc mohlo zkomplikovat komunikaci a naznačit zpříšňování podmínek bez takového záměru FOMC. Na druhou stranu na dluhopisových trzích bude přetrvávat distorze a rostoucí úrokové náklady budou mít dopad na hospodaření centrální banky.

¹ Autorkou je Soňa Benecká (sona.benecka@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky. Ukončování nekonvenčních nástrojů měnové politiky se v širší rovině věnoval zářijový Monitoring centrálních bank (dostupný [zde](#)), zatímco tento článek se zabývá návratem ke standardní měnové politice Fedu do větší hloubky.

První oficiální dokument ohledně exitu Fedu vznikl již v červnu 2011, ale nové podmínky (vyšší úroveň přebytečných rezerv, větší a složitější portfolio s delší splatností atd.) a podstatně výraznější reakce trhu na kroky Fedu si vyžádaly postupnou revizi. Poslední upřesnění Principů a plánů normalizace měnové politiky bylo zveřejněno v září 2014. Principy exitu lze v krátkosti shrnout následovně:

- Načasování a rychlost normalizace musí sledovat duální mandát, není tedy stanoven pevný časový harmonogram a jsou možné úpravy dle aktuální situace ekonomiky a finančních trhů (zachována flexibilita).
- Klíčový je návrat k fungování měnové politiky přes základní krátkou sazbu a normalizace na peněžních trzích, proto opuštění nulových sazeb bude prvním krokem směrem k utažení měnové politiky. Trhy při současných ekonomických podmínkách očekávají zvýšení sazeb již v roce 2015.
- Portfolio aktiv, které vzniklo v důsledku programů LSAPs, bude snižováno postupně a předvídatelně až za nějaký čas po opuštění nulových sazeb.

Opuštění nulových sazeb představuje pro centrální banku s rozvahou v objemu 4,5 biliónů USD a největším finančním trhem na světě výzvu. Pro hladký a úspěšný přechod Fed zavedl v první řadě nové instrumenty na peněžním trhu a otestoval kontrolu nad základní tržní sazbou, kterou již v nových podmínkách nelze udržet na fixní hodnotě. Podobnou úlohu bude hrát komunikace centrální banky. Podívejme se nyní na obě části.

Část 1: nové instrumenty na peněžním trhu a opuštění nulových sazeb

Normální fungování měnové politiky po exitu se bude stejně jako v předkrizovém období opírat o peněžní trh, tj. trh k poskytování/ukládání likvidity přes noc, a jeho základní tržní sazbu (sazbu federálních fondů, viz Box 1). Tento trh byl v posledních letech podstatně ovlivněn nákupy aktiv Fedem. V důsledku LSAPs došlo k nárůstu rezerv ve Fedu (viz Graf 1). Postiženy byly zejména fondy peněžního trhu, které neměly možnost na rozdíl od bank mít úročené rezervní zůstatky. Některé zahraniční banky mohly benefitovat z této situace – získávaly likviditu z fondů peněžního trhu za mizivý úrok a získávaly od Fedu úrok na přebytečné rezervy v podstatě bez rizika.

Box 1: Přehled sazeb v USA k poskytování/ukládání likvidity přes noc (overnight, O/N)

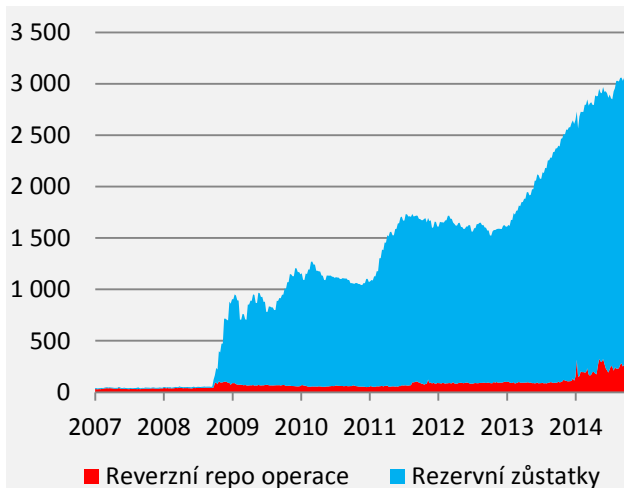
Sazba federálních fondů (FFR) je sazba, za kterou depozitní instituce aktivně obchodují zůstatky na svých účtech ve Fedu (efektivní FFR). Fed jako základní měnově-politický nástroj v předkrizovém období stanovoval cílovou sazbu FFR, které bylo dosaženo pomocí přímých operací na trhu (Open Market Operations, OMO). Operace měly formu reverzních repo operací v případě dočasných potřeb, popř. operace s cennými papíry v případě růstu peněžní zásoby.

Sazba na přebytečné rezervy (IOER) je sazba, kterou Fed platí depozitním institucím na jejich rezervní zůstatky. Instrument byl zaveden v roce 2008 s cílem zvětšit kontrolu Fedu nad sazbami na peněžním trhu. Aktuální hodnota je 0.25%.

Sazba na reverzní repo operace (ON RRP) je pevná sazba, za kterou centrální banka prodává aktiva vybraným subjektům s dohodou o budoucím odkupu. Přístup k ON RRP mají oproti IOER kromě bank a primárních dealerů zejména fondy peněžního trhu (největší příjemci) a státem podporované společnosti (GSE – Fannie Mae, Freddie Mac, atd.). Nástroj je v testovacím režimu od září 2013, kdy byla postupně upravován objem facility i její sazba.

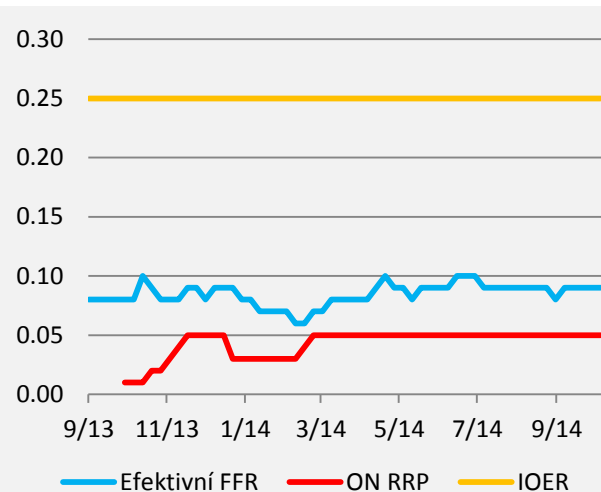
Fed reagoval v září 2013 na tuto situaci zavedením reverzních repo operací. Největšími klienty těchto operací jsou právě fondy peněžního trhu. Reverzní repo operace se staly natolik populární, že vznikly obavy, zda Fed nenahradí část peněžního trhu. Proto byl stanoven strop pro celkový objem operace (300 mld. USD). Na druhou stranu po jejich zavedení se zlepšila kontrola Fedu nad tržní sazbou a zmenšily se možnosti pro arbitráž. Již nehrozí propad do záporného teritoria u zajištěných i nezajištěných sazeb, protože na trhu je možné získat bezpečná aktiva (ovšem bez možnosti prodat je dále).

Sazba na rezervní repo operace (ON RRP) tak tvoří spodní hranici sazeb na trhu k poskytování/ukládání likvidity přes noc, jak ukazuje Graf 2. Naopak sazba na přebytečné rezervy (IOER) se nachází nad tržní sazbou federálních fondů (FFR). Při opuštění nulových sazeb by tedy měla sazba IOER táhnout efektivní sazbu FFR nahoru, zatímco sazba ON RRP bude hrát roli jen v udržení pásma. Reverzní repo operace budou pouze dodatkovým nástrojem, který bude opuštěn poté, co již nebude nutné kontrolovat FFR. Existuje totiž obava, že v případě finančního napětí se mohou účastníci na trhu hromadně přesunout k reverzní repo operaci a dále prohloubit problémy s financováním na trhu. Normální fungování na peněžních trzích podpoří také termínovaná depozita pro banky a termínované reverzní repo operace pro širší okruh účastníků (od září 2014).



Graf 1: Likvidita ve Fedu (mld. USD)

Zdroj: Datastream



Graf 2: Sazby na O/N trhu

Zdroj: Datastream, Fed

Část 2: komunikace Fedu

Před rokem 2007 byla komunikace Fedu relativně omezená, ale finanční krize a zavádění nových opatření nebylo možné ponechat bez komentářů a vysvětlení. Proto se v prosinci 2008 po dosažení nulové hranice sazeb objevuje v prohlášení Fedu první zmínka o delším období nízkých sazeb („forward guidance“). V dubnu 2011 se uskutečnila první tisková konference s otázkami a odpověďmi a v srpnu 2011 přešel Fed k zveřejňování více explicitních informací ohledně budoucího vývoje sazeb. Rétorika Fedu se změnila z velmi obecné („ponechání sazeb na nízkých úrovních po delší dobu“) na časově podmíněnou („minimálně do poloviny roku 2013“). V roce 2012 získala indikace budoucího vývoje sazeb ekonomickou podmíněnost – na výši inflace a nezaměstnanosti. Trhy však začaly být citlivé na aktuální údaje z ekonomiky a klesající nezaměstnanost v průběhu roku 2013 dostala komunikaci Fedu do složité situace.

Příchod nové předsedkyně Fedu Yellenové přinesl v březnu 2014 návrat k obecné rétorice („udržet sazbu FFR v současném pásmu po značný čas od ukončení nákupu dluhopisů“). Změna komunikace se tentokrát obešla bez reakce trhu. Nejasnost tohoto prohlášení však ihned vzbudila dohady, jak dlouho trvá „značný čas“, když nákupy byly ukončeny již v říjnu. Trhy spekulují o délce 6 měsíců až rok, ale centrální banka zopakovala, že preferuje nestanovit konkrétní datum.

Jak nastavit konkrétně formu „forward guidance“ ale není jediný problém, kterému musí v současnosti Fed v komunikaci čelit. Fed nemá jednotný hlas, přestože názory a prohlášení předsedy mají hlavní váhu. Ale i ostatní členové komise FOMC, která o nastavení sazeb rozhoduje, se liší v názoru na budoucí vývoj sazeb. Jejich očekávání jsou od ledna 2012 zveřejňována ve formě tečkového diagramu (dots diagram). Například tečkový diagram ze září 2014 ukazuje, že sazby budou na konci roku 2016 mezi 0,5 a 4 procenty, což je značný rozptyl. Zahrnuje však i členy komise, kteří aktuálně v komisi nehlasují.

A právě nejednotnost FOMC může zvýšit nejistotu na finančních trzích, které mají tendenci přestřelovat reakce. Fed se rovněž obává, že trhy nebudou interpretovat správně prohlášení. Jakákoliv změna ve „forward guidance“ může být vyložena jako signál o zásadní změně nastavení politiky, což vede k prudkým korekcím na trzích.

Snaha Fedu o maximální předvídatelnost a transparentnost se v minulosti ukázala jako účinný nástroj na řízení tržních očekávání. Praktickou implementaci však komplikuje omezená flexibilita tohoto nástroje. Fed tak může ještě více zobecnit prohlášení, kdy ke zvýšení sazeb přistoupí („načasování a rychlost zvyšování sazeb se bude odvíjet podle aktuálního ekonomického vývoje a očekávaného posunu směrem k cílům..“), a zároveň zopakovat, že nastavení politiky se nemění. Komunikační strategie je však pro klidný přechod ke kladným hodnotám tržních sazeb nezbytná. Přesto se nedají vyloučit další prudké výkyvy na trzích, které však centrální banka jen málo může předvídat.

A v budoucnu..

Portfolio aktiv bude v dlouhém horizontu snižováno na nejmenší úroveň nutnou pro efektivní provádění měnové politiky a bude složeno pouze ze státních dluhopisů. Snižování držby aktiv je navrženo tak, že splátky jistiny nebudou reinvestovány. Proces začne až za jistý čas po opuštění nulových sazeb v závislosti na aktuálních ekonomických podmínkách. Hypoteční zástavní listy (MBS) nebudou odprodávány.

Vzhledem k očekávanému opuštění nulových sazeb v prvním kroku, pak může dojít k poklesu ceny aktiv v držbě Fedu. Centrální banka by tím utrpěla účetní ztrátu, která by se však nerealizovala a byla by

uhrazena z budoucích zisků. Simulace z práce Carpenter et al. (2013) ukazují, jak vysoké ztráty by mohl Fed čelit v závislosti na očekávané trajektorii sazeb. Při zvýšení základní sazby FFR v průběhu let 2015 až 2018 až na 4 % (s následnou stabilitou) nepředstavuje žádnou hrozbu pro vyplácení úhrad finanční správě (remittances to Treasury). Kumulovaná nerealizovaná ztráta bude postupně klesat až na -100 mld. USD v roce 2025, z maximální hodnoty -300 mld. USD v roce 2017. Vyšší sazby by však podle autorů přinesly pozastavení vyplácení úhrad finanční správě a tedy i nižší fiskální příjmy.

Zdroje

Carpenter S., Ihrig J., Klee E., Quinn D., and A. Boote (2013): "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", Finance and Economics Discussion Series 1/2013, Federal Reserve Board

Glick, R. and S. Leduc (2012): "Central bank announcements of asset purchases and the impact on global financial and commodity markets", Journal of International Money and Finance, Volume 31, Issue 8, December 2012, Pages 2078-2101

Policy Normalization Principles and Plans, září 2014,

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917c.htm>

Weale, M and T Wieladek (2014), "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", External MPC Unit Discussion Paper 42.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0,0	2014/11 2014/10	-0,3	2014/10 2014/7	-0,4	2014/9 2014/5	-0,1	2014/9 2014/6
US	0,0	2014/11 2014/10	0,5	2014/10 2014/7	-0,5	2014/9 2014/5	-0,1	2014/9 2014/6
DE	0,0	2014/11 2014/10	-0,5	2014/10 2014/7	-0,4	2014/9 2014/5	0,2	2014/6 2013/12
JP	-0,1	2014/11 2014/10	-0,7	2014/10 2014/7	-0,3	2014/9 2014/5	-0,5	2014/10 2014/7
BR	-0,1	2014/11 2014/10	-1,0	2014/10 2014/7	-1,5	2014/9 2014/5	0,0	2014/11 2014/10
RU	0,1	2014/11 2014/10	0,0	2014/10 2014/7	-1,8	2014/5 2013/11	0,0	2014/11 2014/10
IN	0,0	2014/11 2014/10	0,2	2014/10 2014/7	0,8	2014/9 2014/5	0,0	2014/11 2014/10
CN	0,1	2014/11 2014/10	0,0	2014/10 2014/7	0,0	2014/9 2014/5	0,0	2014/11 2014/10

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2014

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	0,0	2014/11 2014/10	-0,4	2014/10 2014/4	-0,5	2014/5 2013/11	-0,1	2014/9 2014/6
US	-0,1	2014/11 2014/10	0,6	2014/10 2014/4	-0,3	2014/5 2013/11	0,0	2014/9 2014/6
DE	0,0	2014/11 2014/10	-0,5	2014/10 2014/4	-0,7	2014/5 2013/11	-0,2	2014/6 2013/12
JP	0,0	2014/11 2014/10	-0,1	2014/10 2014/4	0,3	2014/5 2013/11	-0,1	2014/10 2014/7
BR	0,1	2014/11 2014/10	0,4	2014/10 2014/4	0,9	2014/5 2013/11	0,0	2014/11 2014/10
RU	0,5	2014/11 2014/10	1,6	2014/10 2014/4	0,3	2014/5 2013/11	0,0	2014/11 2014/10
IN	-0,4	2014/11 2014/10	-0,2	2014/10 2014/4	-1,4	2014/5 2013/11	0,0	2014/11 2014/10
CN	-0,2	2014/11 2014/10	-0,7	2014/10 2014/4	0,0	2014/5 2013/11	0,0	2014/11 2014/10

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
Normalizace měnové politiky v USA (Soňa Benecká)	2014-11
Změny v přílivu přímých zahraničních investic a jejich výnosnosti v ČR a v zemích Střední Evropy (Vladimír Žďárský)	2014-10
Konkurenceschopnost a růst vývozu zboží ve vybraných střeoevropských zemích (Oxana Babecká Kucharčuková)	2014-9
Vývoj a struktura zaměstnání na kratší pracovní dobu v evropském srovnání (Eva Hromádková)	2014-8
Budoucnost zemního plynu (Jan Hošek)	2014-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2014-6
Jak daleko mají země V-4 do Rakouska: Detailní pohled na úrovni CPL (Václav Žďárek)	2014-5
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
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
Financionalizace 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	2013-5

Hlaváček a Luboš Komárek)	
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
Zahraníční 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

	Č. GEVU
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