

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – KVĚTEN

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015



<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaoštrěno na...</b>	<b>11</b>
<b>Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>16</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>17</b>

**Datum uzávěrky dat**

11. - 15. května 2015

**Sběr dat CF**

11. květen 2014

**Datum publikace GEVu**

22. květen 2015

**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 první 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**

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz Garant Shrnutí	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz II.1 Eurozóna Zaoštrěno na...	<b>Tomáš Adam</b> tomas.adam@cnb.cz Editor II.2 Spojené státy	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.4 Japonsko	<b>Pavla Břízová</b> pavla.brizova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích		

Květnové 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 zaměřujeme naši pozornost na zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech. Zde docházíme k závěru, že se Fedu podařilo prostřednictvím tlaku na pokles dlouhodobých úrokových sazeb zlepšit situaci na trhu práce a zároveň povzbudit inflaci, a to alespoň prozatím při absenci negativních efektů, na které kritici kvantitativního uvolňování zpočátku upozorňovali.

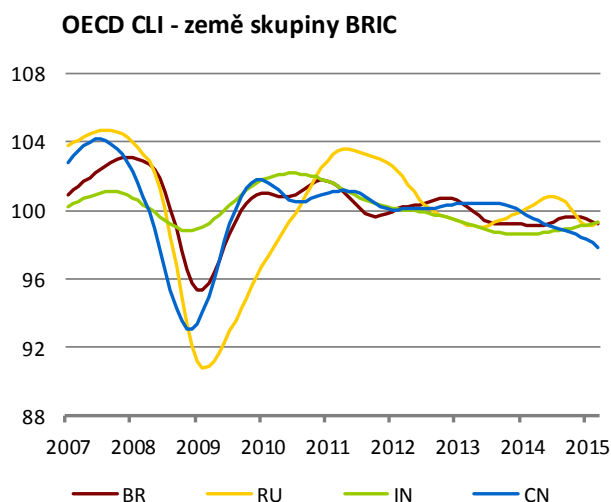
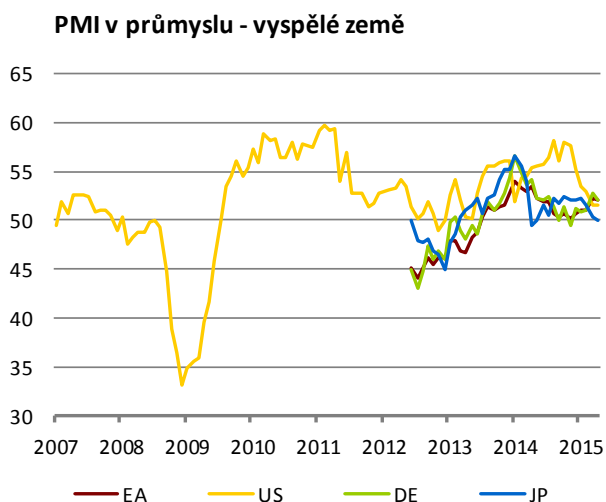
Výhledy růstu sledovaných vyspělých ekonomik se oproti dubnu zvýšily u Německa (a zůstaly na stejné úrovni u eurozóny), k jejich snížení došlo u Spojených států a Japonska (viz rovněž graf vývoje PMI níže). Celkově však lze hodnotit výhledy hospodářského růstu příznivě, zejména pro rok 2016, kdy se budou pohybovat kolem 2% úrovně, ve Spojených státech pak ještě o téměř 1 p.b. výše. Nově přichází údaje o cenovém vývoji nadále potvrzují, že spotřebitelská inflace bude v letošním roce ve vyspělých zemích velmi nízká. Přiblížení se k 2% hodnotě by mělo nastat až v roce 2016, nicméně inflace v eurozóně na tomto horizontu jen lehce převyšuje 1% úroveň.

Výhledy pro rozvíjející se země skupiny BRIC zůstávají na dvouletém horizontu nesourodé. Čína – dlouhodobý premiant měřítkem dosahovaného ekonomického růstu – je pozvolna v této roli nahrazována Indií. Dynamika indického hospodářství postupně zrychlí až lehce nad 8% úroveň, a to při stabilizovaném růstu spotřebitelských cen lehce převyšujícím 5% hladinu. Naopak aktualizované výhledy potvrzují, že se recesi v letošním roce nevyhne ruská a zřejmě ani brazilská ekonomika. Obě země navíc budou letos čelit vysoké inflaci, která v případě Ruska dosáhne dvouciferných hodnot. Jistou míru optimismu přináší výhledy pro obě země na rok 2016, kdy by mělo dojít k obnově hospodářského růstu současně s viditelným snížením inflace.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají na velmi nízkých hodnotách bez náznaku jejich viditelného růstu do konce roku 2016. Tento výhled odráží mj. kvantitativní uvolňování Evropské centrální banky, které bylo spuštěno v první polovině března. V případě Spojených států se pravděpodobný nárůst úrokových sazeb posunul zhruba na konec třetího čtvrtletí 2015, zejména vlivem slabšího aktuálního výkonu americké ekonomiky. V ročním horizontu by měl americký dolar dle CF velmi mírně posílit vůči euru, mírně posílovat by měl rovněž vůči všem sledovaným měnám vyjma čínského renminbi a indické rupie, vůči nimž by se měl pohybovat zhruba na současných úrovních.

Cena ropy Brent zaznamenala v dubnu růst, a to jak vlivem zpomalení růstu jejich zásob, tak i částečné korekce ve vývoji kurzu USD. Výhled cen ropy zůstává mírně rostoucí, v ročním horizontu by měly dosáhnout 70 USD/b. Ceny plynu na základě dlouhodobých kontraktů jsou za cenami ropy standardně opožděny o 6 až 9 měsíců, a proto se očekává v nejbližších měsících pokračování jejich poklesu až pod úroveň 200 USD/1000 m<sup>3</sup>, poté by se měl obnovit jejich růst. Index cen neenergetických surovin v ročním horizontu mírně vzroste, zejména vlivem vývoje indexu potravinářských komodit; index cen průmyslových kovů bude ve shodném horizontu stagnovat.

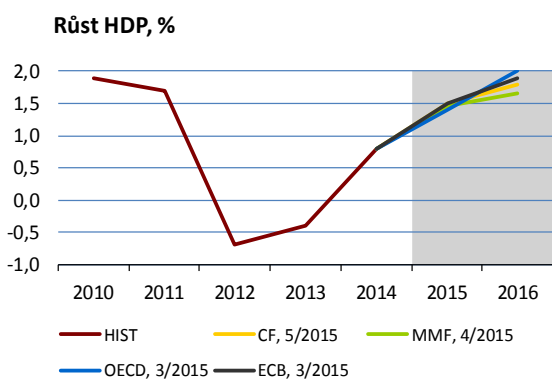
## Předstihové ukazatele pro sledované země



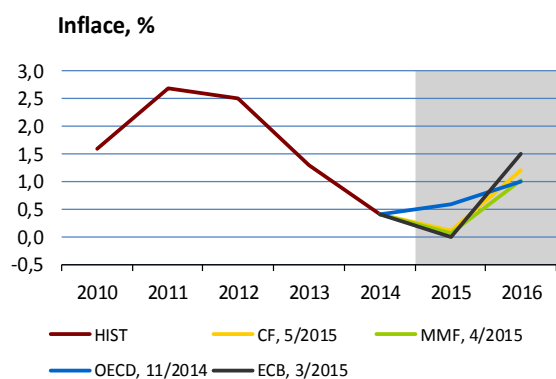
Zdroj: Bloomberg, Datastream

### II.1 Eurozóna

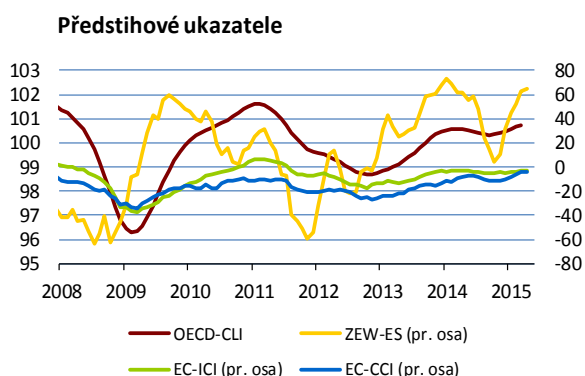
Tempo růstu HDP eurozóny by mělo v letošním i příštím roce postupně zrychlovat. Spotřeba domácností by měla hrát hlavní roli v tomto zrychlování v letošním roce. Výhled CF se v tomto směru oproti předchozímu měsíci nezměnil. V prvním čtvrtletí 2015 zrychlil mezičtvrtletní růst HDP na 0,7 % (1,3 % meziročně). Dostávají se tak pravděpodobně pozitivní efekty uvolněných měnových podmínek v eurozóně. Poklesly klientské úrokové sazby a došlo k uvolnění úvěrových standardů u podnikových a spotřebních úvěrů. K tomu navíc pozitivně působil slabší kurz eura a přetrvávající nižší cena ropy. Po výrazném únorovém růstu průmyslová produkce v březnu meziměsíčně poklesla, v meziročním vyjádření nicméně dále zrychlila na 1,8 %. Předstihový ukazatel PMI v průmyslu z dubna naznačuje další zlepšení průmyslové výroby. Růst maloobchodních tržeb v reálném vyjádření se v březnu oproti předchozímu slibnému vývoji zhoršil a míra nezaměstnanosti se v letošním roce prozatím stabilizovala na úrovni 11,3 % po loňských poklesech. Výhled inflace podle CF zůstal ve srovnání s předchozím měsícem také stabilní. Napříč všemi sledovanými institucemi je očekávána stagnace inflace v letošním roce a její opětovné zrychlení až v roce 2016. Ani potom se však inflace nepřiblíží 2% inflačnímu cíli ECB. Pokles spotřebitelských cen v eurozóně dosáhl svého dna v lednu 2015 (-0,6 %). Od té doby je patrný postupný obrat, když v dubnu ceny meziročně stagnovaly. Toto zmírnění deflace je dáno cenami energií a potravin, neboť jádrová inflace byla víceméně stabilní a v dubnu setrvala na 0,6 %. Peněžní agregát M3 zrychloval své meziroční tempo růstu až na 4,6 % v březnu. Na dubnovém zasedání ponechala ECB své základní úrokové sazby beze změny a rozhodla nadále pokračovat v rozšířeném programu nákupu dluhopisů (QE), dokud inflace nebude na jejím cíli. Toto odhodlání M. Draghi v polovině května při svém veřejném vystoupení opět potvrdil. Od konce dubna totiž došlo ke znatelnému nárůstu výnosů desetiletých Bundů, za kterým mohly stát i obavy z předčasného ukončení QE v eurozóně. Výhled výnosu desetiletého Bundu se ve srovnání s předchozím měsícem mírně zvýšil. Tržní výhled krátkodobých sazeb zůstává na velmi nízkých úrovních.



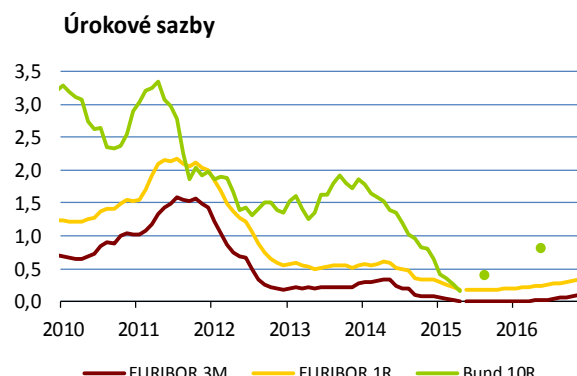
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,5	1,5	1,4	1,5
2016	1,8	1,7	2,0	1,9



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	0,1	0,1	0,6	0,0
2016	1,2	1,0	1,0	1,5



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
2/15	100,7	-4,6	-6,7	52,7
3/15	100,7	-2,9	-3,7	62,4
4/15		-3,2	-4,6	64,8



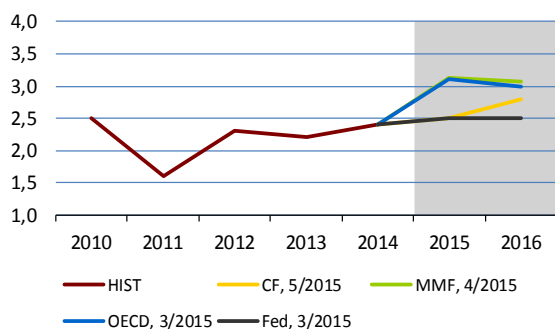
	04/15	05/15	06/15	12/15	06/16	12/16
EURIBOR 3M	0,01	-0,01	0,01	0,00	0,03	0,11
EURIBOR 1R	0,18	0,17	0,17	0,19	0,26	0,34
	04/15	08/15	05/16			
Bund 10R	0,16	0,40	0,80			

## II.2 Spojené státy

Ekonomika Spojených států podle očekávání v prvním čtvrtletí 2015 výrazně zpomalila. Růst HDP podle předběžného odhadu poklesl v anualizovaném vyjádření oproti předchozímu čtvrtletí o 2 p.b. na 0,2 %. Ke zpomalení ekonomiky přispěl nižší kladný příspěvek spotřeby domácností a dále pokles vývozu a nerezidenčních fixních investic. Vývoj v americké ekonomice tak odráží negativní efekt silného kurzu dolaru na obchodní bilanci, pokles investic v ropném průmyslu a dále dočasné faktory (výkyvy počasí a problémy s dodávkami z přístavů na západním pobřeží), o jejichž síle ale panuje výrazná nejistota. Údaje za duben totiž překvapily negativně, když například maloobchodní tržby stagnovaly navzdory nižším cenám paliv a zlepšujícímu se trhu práce. Většina sledovaných předstihových ukazatelů také signalizuje zpomalení hospodářského růstu, ten se má ale i nadále držet na solidních hodnotách. Květnový CF revidoval svůj výhled pro letošní rok mírně směrem dolů na 2,5 %. Ostatní instituce počítají se stejnou nebo o něco vyšší hodnotou hospodářského růstu. Přibližně stejným tempem by měla ekonomika růst i v příštím roce.

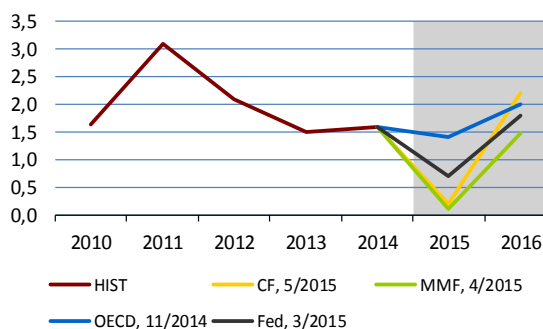
U cenového vývoje jsou patrné náznaky stabilizace související s korekcí cen ropy. Celková (PCE) inflace i inflace bez cen potravin a energií v březnu rostly druhý měsíc v řadě (na 0,3 %, resp. 1,8 %). Obrat trendu ve vývoji inflace signalizují svým nárůstem i tržní indikátory inflačních očekávání. Květnový CF revidoval svůj výhled inflace pro letošní rok, která by měla dosáhnout 0,2 % a v příštím roce o 2 p.b. zrychlit. Výnosy vládních dluhopisů v posledních týdnech rostly, a reagovaly tak na posun inflačních očekávání a stabilizaci cen ropy. Kvůli horšímu výkonu ekonomiky ale květnový CF očekává zvýšení sazeb Fedu až ke konci září 2015. Kurz dolaru v posledních týdnech oslabil v souvislosti s oživením v eurozóně a zpomalením ekonomiky Spojených států.

Růst HDP, %



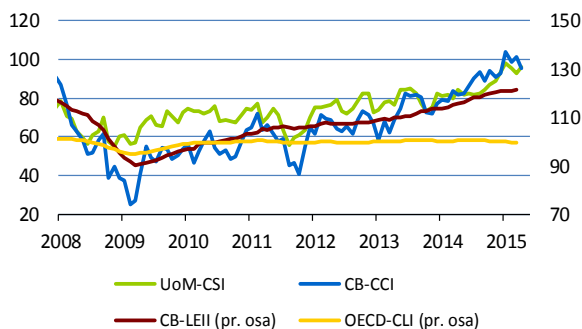
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	2,5	3,1	3,1	2,5
2016	2,8	3,1	3,0	2,5

Inflace, %



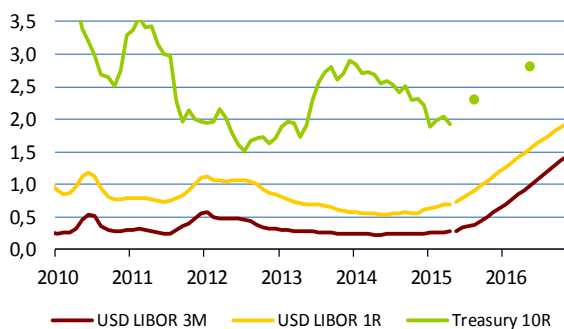
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,2	0,1	1,4	0,7
2016	2,2	1,5	2,0	1,8

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
2/15	121,2	99,8	95,4	98,8
3/15	121,4	99,6	93,0	101,4
4/15			95,9	95,2

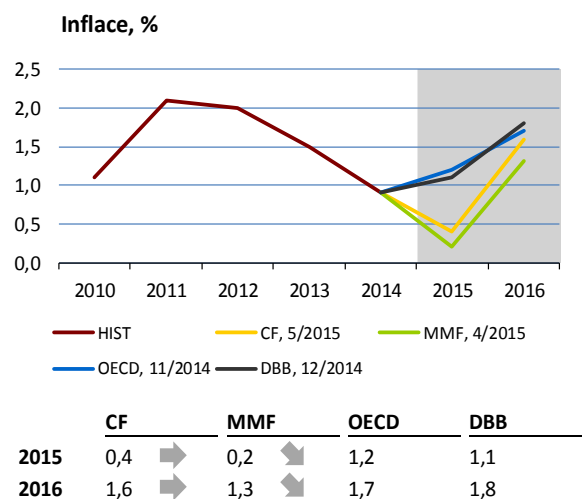
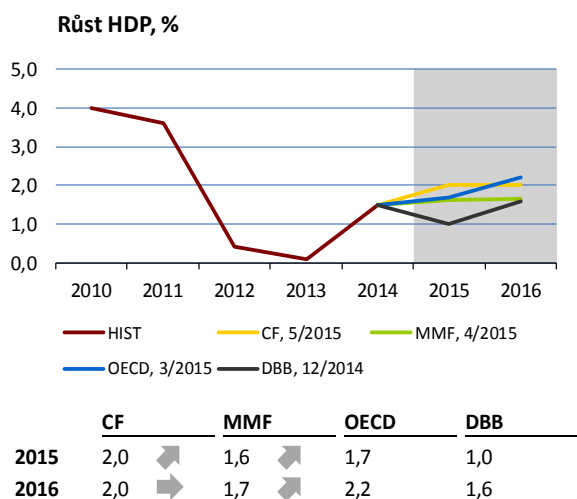
Úrokové sazby



	04/15	08/15	05/16
Treasury 10R	1,92	2,30	2,80

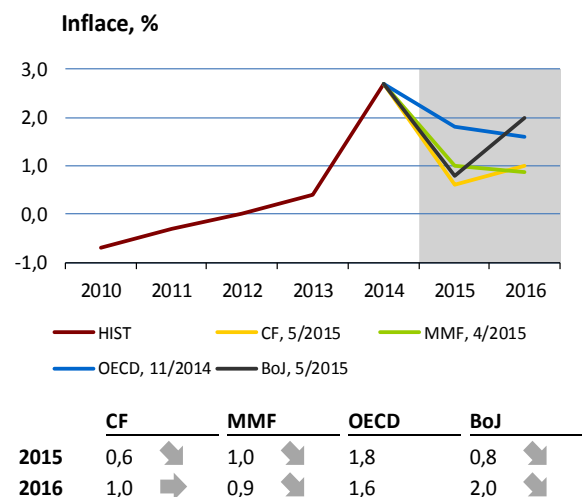
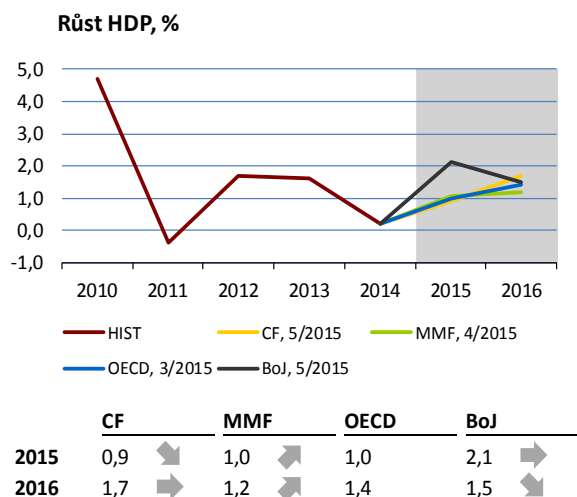
### II.3 Německo

Podle předběžného odhadu růst německé ekonomiky v 1. čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletně i meziročně oproti předchozímu čtvrtletí značně zpomalil (z 0,7 % na 0,3 %, resp. z 1,5 % na 1 %). K růstu přispěla kladně spotřeba domácností podpořená vysokou zaměstnaností a růstem reálných mezd. Zvyšovaly se také spotřeba vlády a investice. Opačným směrem působilo klesající kladné saldo čistého vývozu. Podle květnového CF by mělo již ve 2. čtvrtletí dojít k obnovení silnějšího hospodářského růstu, který by měl za celý rok 2015 dosáhnout úrovně 2 %. Tento výhled podporují vysoké hodnoty předstihových ukazatelů, které se v dubnu sice vesměs mírně snížily, ale zůstávají nad svými dlouhodobými průměry. V dubnu se německá inflace v důsledku zpomalení poklesu cen energií dále zvýšila na 0,5 %. Také pokles cen průmyslových výrobců se březnu dále zmírnil na -1,7 %. Za celý letošní rok by inflace měla dosáhnout 0,4 % a v příštím roce zrychlit na 1,6 %.



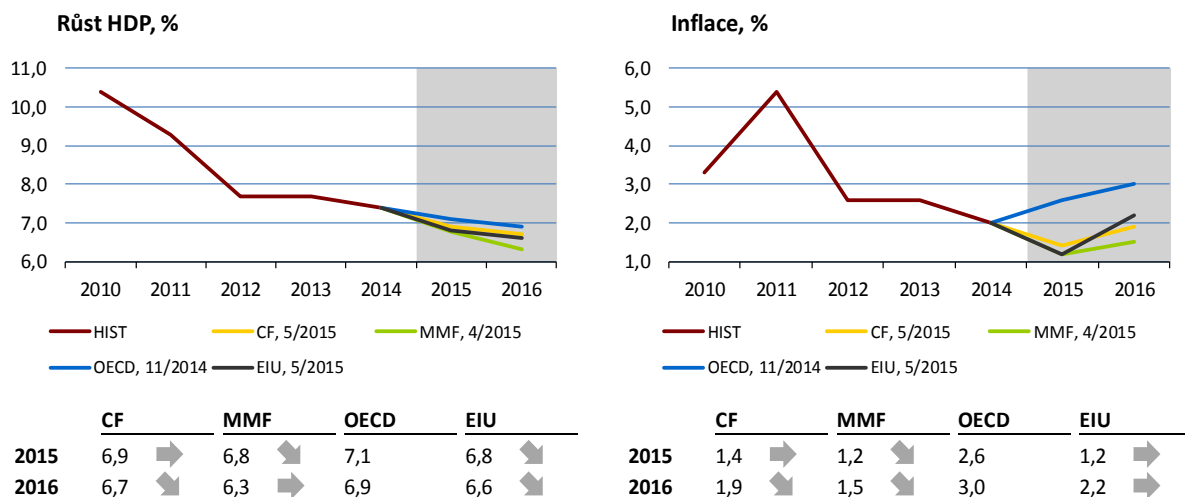
### II.4 Japonsko

Pokles japonské inflace bez započtení volatilních cen potravin se v březnu téměř po roce zastavil a inflace mírně stoupla na 2,2 %. Celková inflace ale zůstala na únorové hodnotě (2,4 %). V současnosti nelze očekávat změny v nastavení měnové politiky BOJ, i když centrální banka snížila svůj výhled inflace pro tento i příští rok. Podle centrální banky by měla do konce roku inflace vzrůst s tím, jak bude odeznívat efekt poklesu cen ropy. Rizikem výhledu růstu však zůstává soukromá spotřeba, která zůstává slabá i přes patrná zlepšení na trhu práce. Aktuální údaje z ekonomiky zatím robustní oživení nenaznačují. Průmyslová produkce v březnu dále prohloubila svůj meziroční propad (na -2,8 %) a také meziroční pokles maloobchodních tržeb byl výraznější, než finanční trhy očekávaly. Květnový CF revidoval směrem dolů výhled inflace i růstu HDP pro letošní rok, zatímco předpověď pro rok 2016 změn nedoznala. Nová předpověď BOJ je pak v porovnání s CF výrazně optimističtější s ohledem na růst v letošním roce a zrychlení inflace v roce příštím.



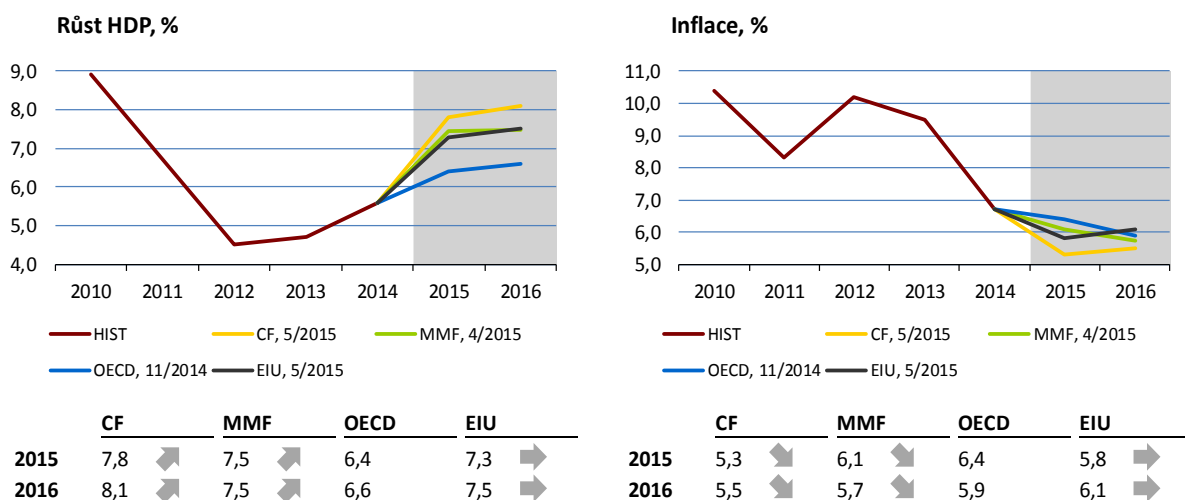
## III.1 Čína

Čínská ekonomika v dubnu vykázala další známky zpomalení. Meziroční růst průmyslové produkce dosáhl 5,9 % a zůstal jedním z nejnižších v posledních letech. HSBC PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl na 48,9. Nepříznivě překvapila i data za obchod - vývoz a dovoz v dubnu meziročně klesly o 6,4 % a 16,2 %. Přestože čínská ekonomika stále vykazuje solidní tempo růstu jak v porovnání s vyspělými zeměmi, tak s ohledem na velikost HDP, její zpomalení je stále více znepokojivé. Čínská centrální banka v této souvislosti přistoupila k dalšímu uvolňování měnové politiky. S účinností od 11. května byla jednoletá zápůjční úroková sazba snížena o 0,25 p.b. na 5,1 % a depozitní sazba také o 0,25 p.b. na 2,25 %. Jde o třetí snížení úrokové sazby za posledních 6 měsíců. Zároveň banka snížila sazbu povinných minimálních rezerv o 1 p.b.. Čínská vláda zvýšila schodek rozpočtu na rok 2015 za účelem podpory spotřeby a ekonomického růstu. Nejnovější výhledy CF, MMF a EIU očekávají, že čínská ekonomika letos poroste tempem dosahujícím necelých 7 %.



## III.2 Indie

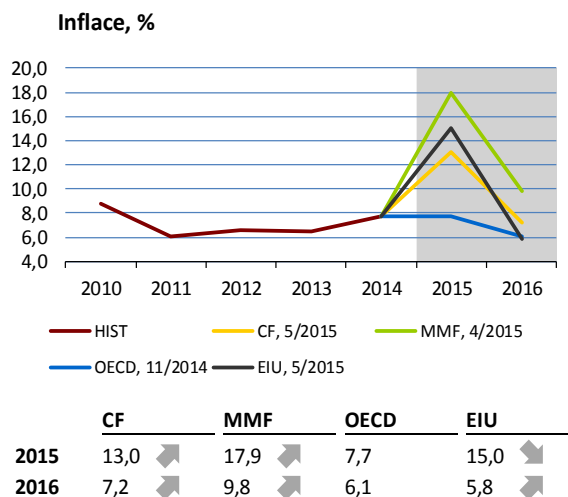
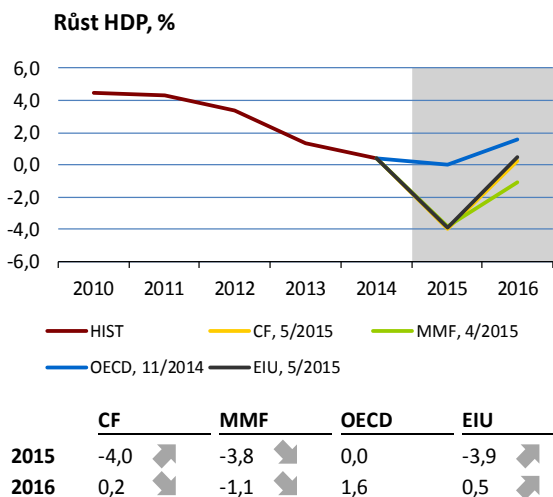
Výkon indického průmyslu lehce zpomaluje, lékem by mohlo být případné další uvolnění měnové politiky, jež umožňují pozitivní data o inflaci. Růst spotřebitelských cen v dubnu zpomalil na 4,9 %, nejnižší hodnotu za pět měsíců. Inflace tak zůstává v souladu s inflačním cílem bezpečně pod 6 %. Indická centrální banka ale s dalším snížením hlavní úrokové sazby (v současnosti 7,5 %) čeká na transmisi předchozích snížení, k níž postupně dochází. Posun sazby však může být odložen v obavě z rostoucích cen ropy a slabých srážek souvisejících s meteorologickým jevem El Nino. Zpomalování růstu průmyslové produkce (v březnu vzrostla o 2,1 % oproti únorovému 4,9 %) tak může pokračovat. Nasvědčuje tomu dubnový údaj předstihového ukazatele PMI pro zpracovatelský průmysl, jenž ve srovnání s březnem mírně klesl. Předpověď nicméně zůstává optimistická. CF svůj výhled vývoje HDP přehodnotil o 1 p.b. nahoru, na 7,8 % pro fiskální rok 2015/2016 a na 8,1 % o rok později. Odhady EIU zůstávají střídavější. Výhledy inflace se rovněž mírně zlepšily, na 5,3 % až 5,8 % v letošním roce a 5,5 % až 6,1 % v tom následujícím.





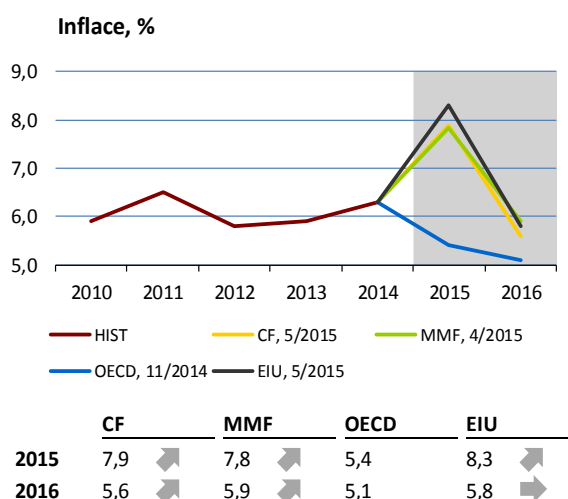
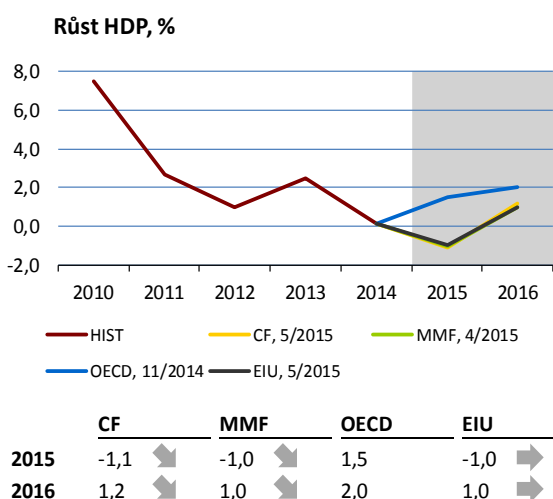
### III.3 Rusko

Zatímco krátkodobý vývoj ekonomické situace v Rusku zůstává nepříznivý, nedávný vzestup cen ropy a následné posílení rublu (na pětiměsíční maximum vůči USD) přinesly ruské ekonomice stabilizační impuls. V letošním roce ovšem dle nových výhledů dojde k poklesu HDP o 3,8 % až 4,0 %, což do určité míry bude ovlivněno dopadem ekonomických sankcí. Jen za první 2 měsíce letošního roku dovoz Ruska dle metodiky platební bilance meziročně poklesl o 36,4 %. Inflace v dubnu stoupla na 16,4 % (7,9% růst vykázaly ceny od začátku roku) a v průběhu roku se očekává její zpomalení až na 13 % (CF). Celkově by ceny v roce 2015 měly růst 15% - 17,9% tempem. Za účelem podpory ekonomického růstu CBR v letošním roce snížila již třikrát klíčovou úrokovou sazbu (ze 17 % na současných 12,5 %). S účinností od 13. května rozhodla centrální banka znovu začít pravidelné intervence na domácím devizovém trhu v malých objemech za účelem oplnění mezinárodních rezerv, které v dubnu meziročně poklesly o téměř 25 % na 356 mld. USD.



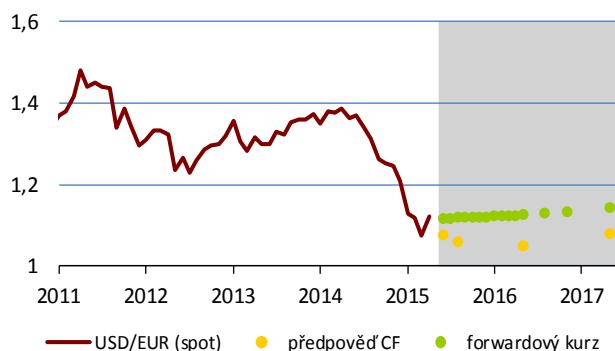
### III.4 Brazílie

Inflace v Brazílii dosáhla v dubnu 8,2 % (oproti březnovým 8,1 %) a zůstává tak vysoko nad inflačním cílem (4,5 % ±2 p.b.). Centrální banka reagovala již pátým zvýšením hlavní úrokové sazby (o 0,5 p.b. na 13,25 %) a očekává se, že zpřísnování měnové politiky bude pokračovat. Nepříznivý vývoj se odrazil i ve zhoršení výhledů. Pro letošek zvýšily CF i EIU svou předpověď inflace na 7,9 % a 8,3 %. V roce 2016 předpokládají 5,6 % a 5,8 %. Výrazné zrychlování růstu spotřebitelských cen je pozorováno od ledna, kdy byl spuštěn plán úsporných opatření z pera nového ministra financí Joaquina Levyho. Zvyšování daní a škrty vládních výdajů mají napravit špatnou fiskální pověst země a zabránit odlivu kapitálu. Otázkou zůstává, zda neprohloubí vynořující se recesi. Průmyslová produkce klesla v březnu meziročně o 3,5 % a předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu signalizuje negativní výhled. CF tak pro letošek zhoršil svůj odhad propadu HDP na 1,1 %, EIU očekává pokles o 1,0 %. Odhady na rok 2016 počítají s růstem o 1,0 % až 1,2 %.



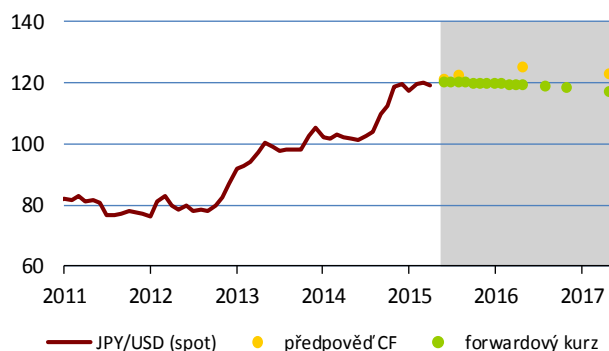
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## Euro



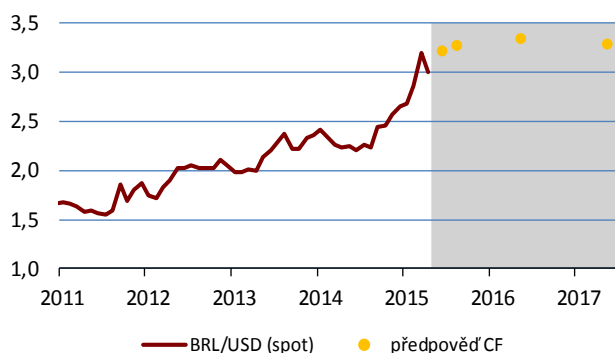
	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	1,115				
předpověď CF		1,074	1,059	1,049	1,077
forwardový kurz		1,116	1,117	1,124	1,142

## Japonský jen



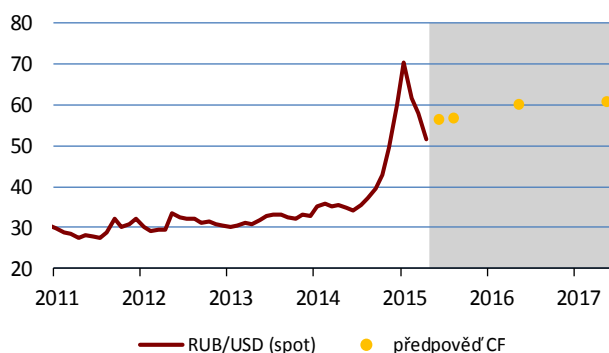
	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	119,9				
předpověď CF		120,9	122,1	125,2	122,8
forwardový kurz		120,0	119,9	119,1	117,0

## Brazilský real



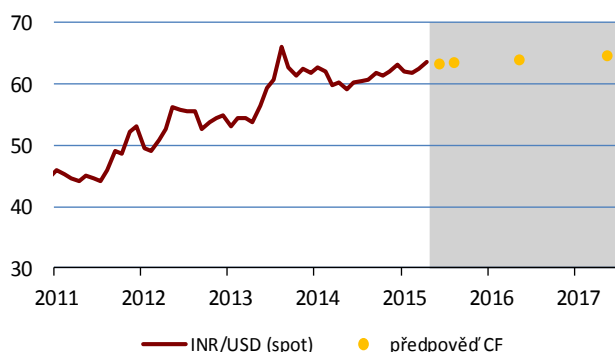
	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	3,026				
předpověď CF		3,211	3,272	3,339	3,289

## Ruský rubl



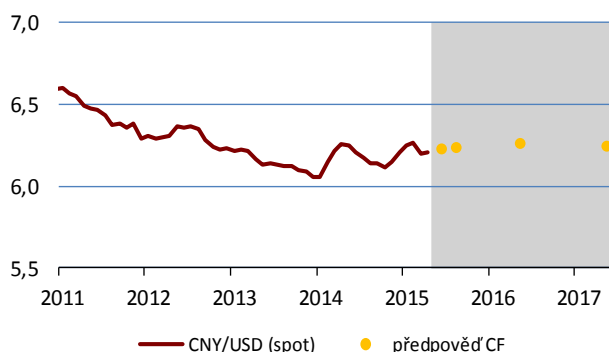
	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	51,62				
předpověď CF		56,26	56,80	60,03	60,54

## Indická rupie



	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	63,93				
předpověď CF		63,27	63,45	63,93	64,49

## Čínský renminbi



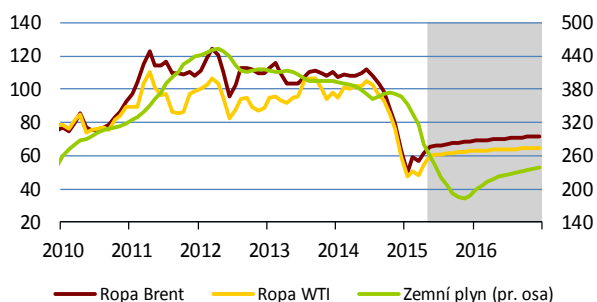
	11/5/15	06/15	08/15	05/16	05/17
spotový kurz	6,209				
předpověď CF		6,224	6,232	6,257	6,239

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

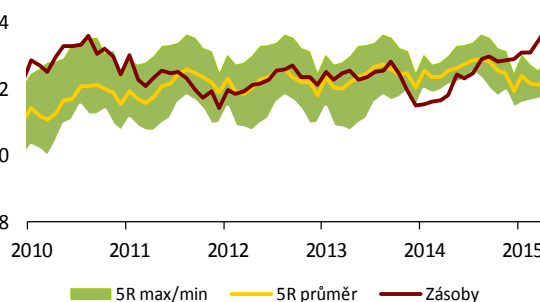
V polovině dubna cena ropy Brent skokově vzrostla o cca 6 USD/b v reakci na zpomalení růstu zásob ropy v USA. Poté cena pokračovala v pozvolnějším růstu v důsledku oslabujícího dolaru. Průměrná měsíční cena ropy Brent se tak v dubnu dostala poprvé v letošním roce nad 60 USD/b, když proti březnu vzrostla o více než 7 %. Ještě větší meziměsíční růst (zhruba dvojnásobný) vykázala v dubnu cena ropy WTI. Ropný kartel OPEC vidí za růstem ceny výrazné oživení globální poptávky a pokračuje v navyšování těžby. Naopak Mezinárodní energetická agentura (IEA) nadále varuje před přetrvávajícím převisem nabídky nad poptávkou s tím, že globální růst zásob se jen přesouvá od ropy k rafinérským produktům, když rafinérie využívají aktuálně vysoké marže k navyšování své produkce. Vysoká poptávka po fyzické ropě a růst spotových cen vedly ke zmírnění sklonu futures křivky, i když rostoucí trajektorie (contango) nadále přetrvává. Výraznou aktivitu na trzích futures vykazují spekulativní investoři. Dle EIA by měl výrazný pokles počtu nově hloubených vrtů mít za následek v období od června do září dočasný pokles produkce ropy v USA. Poté by však měl pokračovat další růst produkce. Současná relativně vysoká cena ropy WTI již vede k opětovnému otevírání části dočasně odstavených vrtů a ke zvýšené kompletaci nedokončených břídicových vrtů v USA. Velká část producentů využívá též současnou cenu k hedžování budoucí produkce, což bude dále prodlužovat období převisu nabídky nad poptávkou na trhu ropy. EIA proto výrazně snížila předpověď průměrné ceny pro příští rok (o 5 USD na 70 USD/b pro Brent a na 65 USD/b u WTI). To je v souladu s květnovým CF, který očekává v ročním horizontu cenu ropy Brent 69,2 USD/b.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD/1000m<sup>3</sup>)

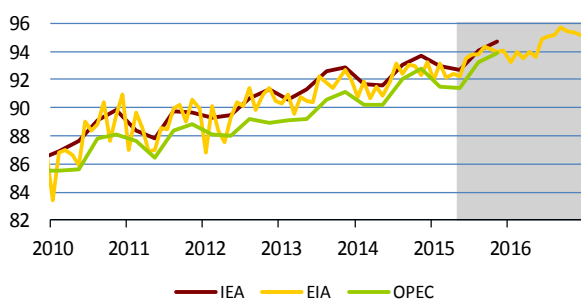


	Brent	WTI	Plyn
2015	63,56 ↗	57,60 ↗	246,07 ↘
2016	70,34 ↗	63,79 ↗	222,96 ↘

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

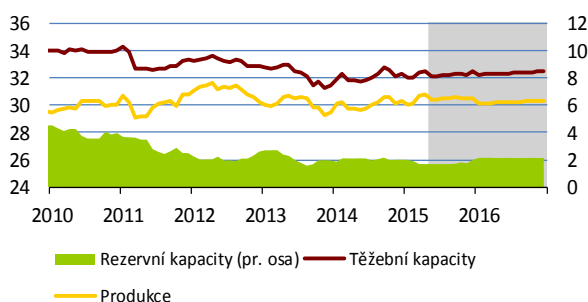


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	93,59 ↗	93,28 ↗	92,50 ↗
2016		94,58 ↗	

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	30,47 ↗	32,24 ↘	1,76 ↘
2016	30,22 ↗	32,35 ↗	2,13 ↘

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (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.

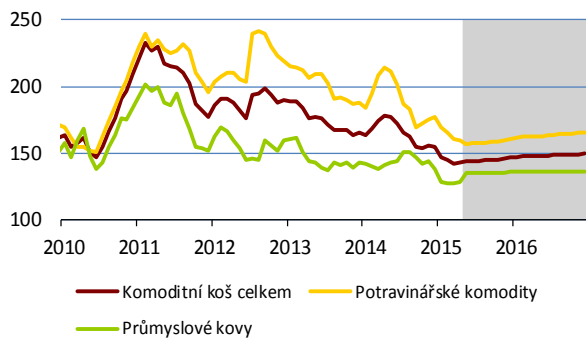
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v dubnu prakticky stagnoval a v první polovině května mírně vzrostl, když růst indexu cen průmyslových kovů převážil nad poklesem indexu cen potravinářských komodit. Na výhledu by měl celkový index pokračovat v mírném růstu, za kterým však při očekávané stagnaci cen průmyslových kovů stojí převážně jen mírný růst cen potravinářských komodit.

Dynamika trendového poklesu indexu cen potravinářských komodit sice slábne, ale ceny pšenice, kukuřice a rýže v dubnu dále klesaly v očekávání dobré úrody v důsledku zatím příznivého počasí. USDA navíc oznámila větší osevnické plochy kukuřice a jarní pšenice v USA. Ceny sóji stagnovaly, růst jsme zaznamenali v uplynulém měsíci u ceny cukru (v důsledku posílení brazilské měny), kakaa a vepřového masa, zatímco cena hovězího masa klesala. Díky aktuálně vysokým globálním zásobám je očekávaný růst indexu cen potravinářských komodit jen velmi pozvolný.

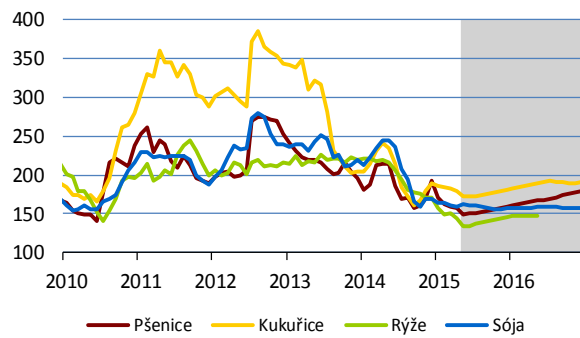
Ceny většiny základních kovů byly v dubnu podpořeny oznámením stimulačních opatření v Číně, která by měla zvýšit objem úvěrů do zpracovatelského sektoru a sektoru nemovitostí. Růst cen podpořilo rovněž oslabení amerického dolaru a rostoucí ceny energií, které zvyšují náklady na těžbu a zpracování. Proti růstu cen kovů naopak působil nižší růst zpracovatelského průmyslu v USA, Číně a Japonsku. Cena železné rudy v průběhu dubna dále silně poklesla, na konci měsíce však část poklesu korigovala po oznámení stimulačních opatření v Číně a oddálení investic do těžby velkou těžbařskou společností v Austrálii.

### Indexy cen neenergetických komodit



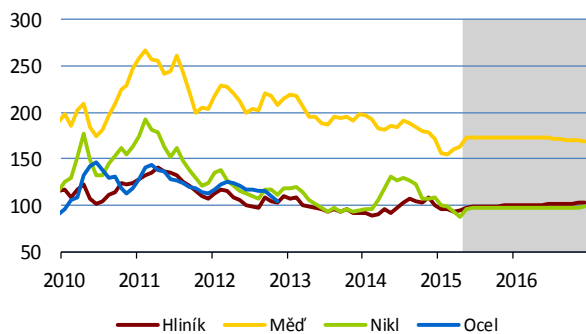
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	144,5 ↗	160,1 ↘	132,6 ↗
2016	148,2 ↗	163,5 ↘	135,7 ↗

### Potravinářské komodity



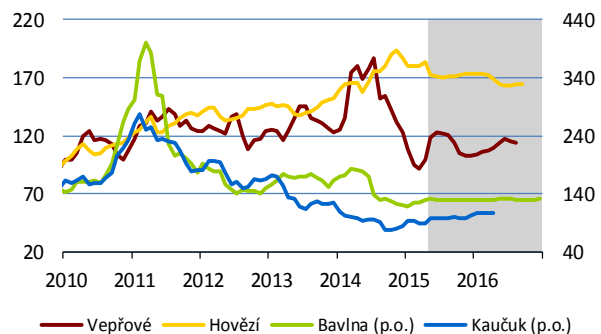
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	156,4 ↘	177,9 ↘	143,3 ↘	159,8 ↗
2016	169,6 ↘	188,7 ↘	147,8 ↘	158,0 ↗

### Kovy



	Hliník	Měď	Nikl
2015	97,6 ↗	168,0 ↗	96,3 ↗
2016	101,2 ↗	171,7 ↗	97,7 ↗

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	108,5 ↗	174,7 ↗	127,9 ↘	96,0 ↗
2016	110,7 ↗	167,6 ↗	130,2 ↗	

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.

## Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech<sup>1</sup>

Na konci roku 2014 ukončil Fed po šesti letech měnovou politiku kvantitativního uvolňování (Quantitative Easing, QE), při kterém uvolnil do ekonomiky přibližně 3,6 bil. USD formou odkupu amerických vládních dluhopisů a dluhopisů krytých hypotékami. Zpočátku bylo motivací QE rychlé dodání chybějící likvidity a samotné rozhybání finančního trhu. Od svého druhého kola však již bylo QE používáno čistě jako nestandardní nástroj měnové politiky, poté co byly krátkodobé úrokové sazby na konci roku 2008 sníženy na nulu. V souladu s duálním mandátem Fedu bylo hlavním cílem QE zlepšení situace na trhu práce prostřednictvím tlaku na pokles dlouhodobých úrokových sazeb a zároveň dosažení 2% inflačního cíle, který byl během tohoto období nově explicitně stanoven. I když je velmi těžké oddělit samotné efekty QE od ostatních ekonomických vlivů, lze tvrdit, že QE převážně splnilo očekávání a, alespoň prozatím, se neprojevil negativní efekty, na které kritici QE zpočátku poukazovali.

### 1 Historie kvantitativního uvolňování

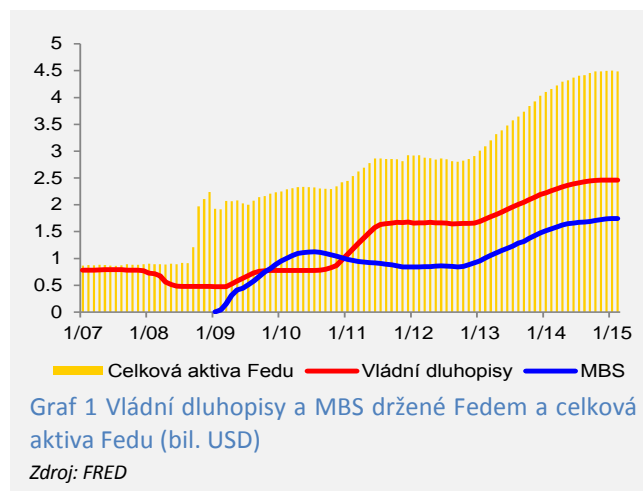
V říjnu 2014 byly ukončeny nákupy vládních dluhopisů a dluhopisů krytých hypotékami (MBS, mortgage-backed securities) centrální bankou Spojených států (Fed). Ve Spojených státech tak skončilo šestileté období politiky tzv. kvantitativního uvolňování (QE), při kterém Fed prostřednictvím výše zmíněných odkupů aktiv poskytoval likviditu finančnímu systému. Fed se tímto krokem zároveň vrátil ke svému standardnímu nástroji, kterým je ovlivňování krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, a přilákal tak pozornost finančních trhů ke spekulacím o pravděpodobném termínu prvního zvýšení základních úrokových sazeb (viz kapitola II.2).

Cílem této analýzy je historické ohlédnutí za obdobím provádění politiky QE ve Spojených státech a jeho dopady do hlavních makroekonomických veličin. Před hospodářským poklesem v letech 2008 a 2009 činila celková aktiva Fedu necelých 900 mld. USD (graf 1), tj. přibližně 6 % HDP Spojených států. Nicméně následné nákupy cenných papírů Fedem, mezi nimiž v první fázi dominovaly zejména MBS, vedly k rychlému nárůstu jeho celkové bilance. Nákupy MBS probíhaly od prosince 2008 s cílem dodání potřebné likvidity finančnímu sektoru a měly tak zajistit vlastní fungování finančního trhu. Až v následujících fázích se Fed zaměřil na vlastní využívání QE jako dalšího nástroje měnové politiky poté, co krátkodobé úrokové sazby snížil v prosinci 2008 na nulu (0-0,25 %).

Konkrétně v listopadu 2010 Fed spustil dlouho očekávané druhé kolo QE, pro které se vžilo označení QE2. Šlo o nákupy dlouhodobých vládních dluhopisů v celkovém objemu 600 mld. USD v období do června 2011, což bylo o 100 mld. USD více, než finanční trhy očekávaly. Na druhou stranu došlo k většímu rozložení těchto nákupů v čase. Největší podíl tvořily dluhopisy se splatností 5 až 10 let. Fed se zároveň zavázal reinvestovat prostředky z již vlastněných maturujících dluhopisů. Celkově tedy Fed měsíčně nakupoval cenné papíry v hodnotě 75 mld. USD a navíc reinvestoval předchozí splátky dluhopisů v hodnotě 35 mld. USD měsíčně. QE2 znamenalo přelomový okamžik, neboť centrální banka největší ekonomiky světa začala oficiálně využívat nestandardní nástroj měnové politiky se všemi diskutovanými přínosy a náklady.

Po skončení QE2 následovala v září 2011 tzv. operace Twist, s pomocí které chtěl Fed zploštit výnosovou křivku bez toho, aby nakupoval další cenné papíry do své bilance. Toho mělo být dosaženo nákupem dluhopisů se splatností 6 až 30 let a současným prodejem dluhopisů se splatností kratší než tři roky. Operace Twist tak měla prodloužit průměrnou splatnost dluhového portfolia Fedu. Tato operace probíhala kontinuálně i během roku 2012.

Následně Fed v září 2012 oznámil v pořadí třetí kolo kvantitativního uvolňování (QE3), které bylo časově neomezené, a při němž Fed nakupoval MBS v hodnotě 40 mld. USD měsíčně. K tomu navíc přidal v prosinci 2012 namísto programu „Twist“ ještě nákupy vládních dluhopisů v objemu 45 mld. USD měsíčně, čímž se celková částka nakupovaných cenných papírů zvýšila na 85 mld. USD měsíčně. QE3 mělo pomoci nastartovat ekonomiku a zlepšit situaci na trhu práce, neboť Fed má na rozdíl od jiných centrálních bank



Graf 1 Vládní dluhopisy a MBS držené Fedem a celková aktiva Fedu (bil. USD)

Zdroj: FRED

<sup>1</sup> Autorem je Filip Novotný (filip.novotny@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

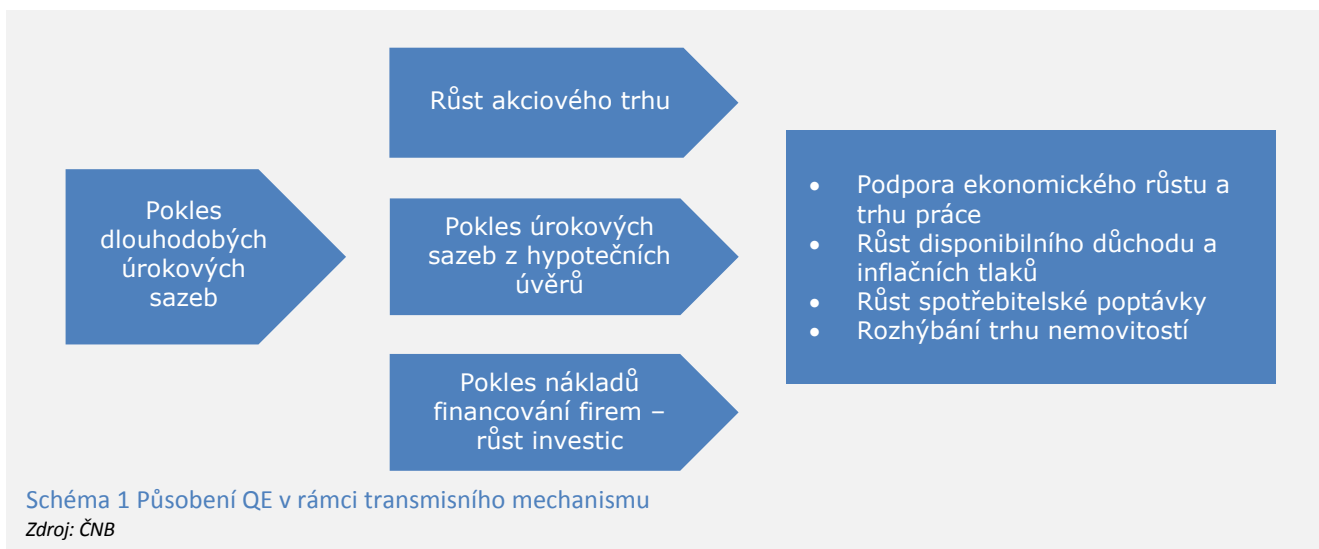
tzv. duální mandát, kdy na jedné straně usiluje o maximální zaměstnanost, tedy jinými slovy o ekonomický růst, a na druhé straně o stabilitu cen, resp. jejich 2% růst.

Se zlepšováním ekonomické situace byl v červnu 2013 oznámen záměr Fedu na postupné ukončování QE3, ke kterému mělo docházet od září téhož roku. Z následných vyjádření představitelů Fedu však bylo patrné, že rychlé ukončení měnové stimulace je čím dál tím méně pravděpodobné a v září k němu nakonec vůbec nedošlo. K oddálení postupného útlumu politiky QE mohla navíc přispět i horší než očekávaná data z trhu práce a říjnová fiskální krize ve Spojených státech. K oznámení o ukončování nákupů cenných papírů, tzv. tapering, tedy došlo až v prosinci 2013. Záměr snižovat postupně objem nakupovaných dluhopisů byl poté proveden během roku 2014 a k úplnému ukončení QE3 došlo v říjnu 2014. Výsledkem všech kol QE byl nárůst celkové bilance Fedu na hodnotu 4,5 bil. USD, tj. přibližně 25 % HDP Spojených států.

Již v září 2014 byly také Fedem zveřejněny principy přechodu ke standardní měnové politice. Vyplývá z nich, že Fed přistoupí ke snižování držby aktiv ve své bilanci až za určitou dobu po prvním zvýšení základních úrokových sazeb tím, že přestane reinvestovat splátky jistiny držných aktiv.

## 2 Makroekonomické dopady QE

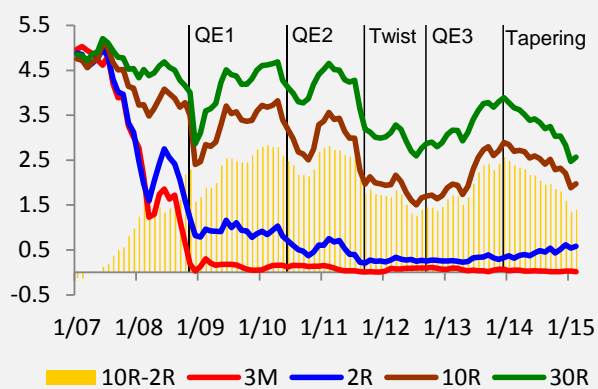
Měnová politika QE měla na ekonomiku Spojených států působit zejména prostřednictvím tlaku na pokles dlouhodobých úrokových sazeb, když manévrovací prostor v oblasti krátkodobých úrokových sazeb byl vyčerpán dosažením jejich nulové hranice. Působení transmisního mechanismu QE na ekonomiku znázorňuje následující schéma:



Tlak na pokles dlouhodobých úrokových sazeb při již nulových krátkodobých sazbách byl hlavním úkolem QE2, QE3 a operace Twist. Nákupy dluhopisů totiž působí na růst jejich cen a recipročně na pokles jejich výnosů, což se následně projeví v nižších úrokových sazbách z úvěrů domácnostem (zejména hypotečních úvěrů) a z investičních úvěrů firem. Nízké náklady financování jak domácností, tak firem by poté měly stimulovat ekonomickou aktivitu, jejímž dalším efektem by měl být také růst inflačních tlaků v ekonomice.

Jak je patrné z grafu 2, tak dlouhodobé úrokové sazby poklesly zejména po oznámení QE1 a následně začaly klesat těsně před oznámením QE2 a také těsně před operací twist. QE3 však již nemělo takový vliv na vývoj dlouhodobých úrokových sazeb. Sazby naopak mírně rostly se zlepšující se ekonomickou situací a dále potom vzrostly po prvotním oznámení Fedu o postupném ukončování QE3 v červnu 2013. Naopak v současnosti pozorovaný nízkoinflační vývoj spojený s poklesem inflačních očekávání vedl k poklesu dlouhodobých úrokových sazeb i přes úplné ukončení QE.

Mezi další zamýšlené efekty QE patřilo povzbuzení akciového trhu, který má ve Spojených státech (na rozdíl od Evropy) mnohem významnější roli pro spotřebitelské chování (graf 3). Růst tržní kapitalizace (navíc společně s poklesem nákladů na



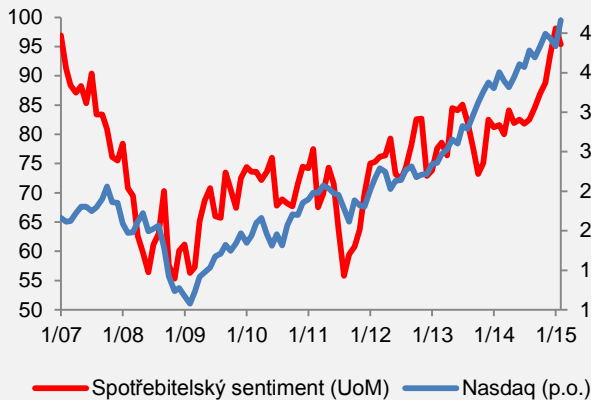
**Graf 2 Vývoj úrokových sazeb různých splatností a sklonu výnosové křivky (v %, v p.b.)**

Zdroj: Datastream

Pozn. Jelikož se krátkodobé úrokové sazby pohybovaly po většinu sledovaného období v blízkosti nuly, odpovídal sklon výnosové křivky (10R-2R) vývoji dlouhodobých úrokových sazeb.

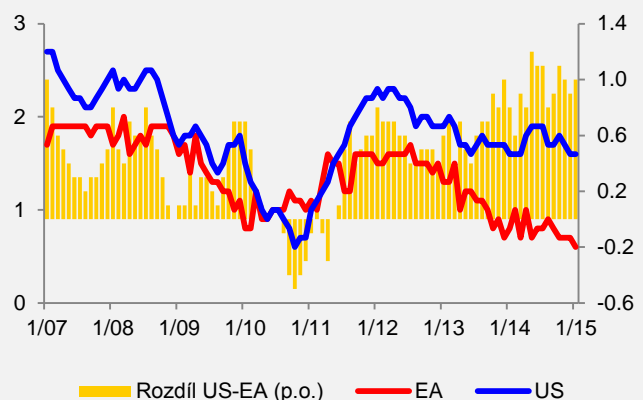
obsahu hypoték) by potom měl působit na zvyšování spotřebitelské poptávky a důvěry domácností, neboť se domácnosti cítí bohatší. Akciový trh od konce roku 2008 trendově rostl a v současnosti již překonal vrchol roku 2000, což je některými analytiky spojováno s možným přehříváním akciového trhu s možnými riziky pro finanční stabilitu. Spotřebitelská důvěra po prvních oznámeních o zavedení QE2 vzrostla. Její růst byl přerušen až negativními zprávami o vývoji ekonomiky z poloviny roku 2011, na které Fed reagoval operací Twist.

Neméně důležitým cílem QE bylo snížení výpůjčních nákladů pro nefinanční podniky a podpora investic. V tomto případě Fed narážel, i přes postupně rostoucí soukromé fixní investice, na omezení transmisního



Graf 3 Vývoj spotřebitelské nálady a akciového trhu ve Spojených státech

Zdroj: Datastream  
Pozn. UoM – University of Michigan



Graf 4 CPI bez cen energií a potravin (v %, v p.b.)

Zdroj: Datastream

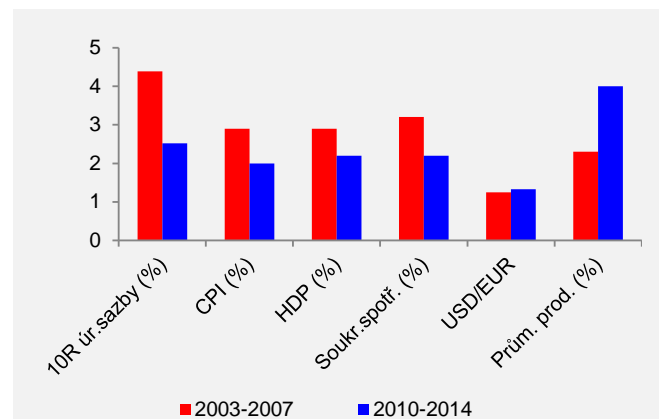
mechanismu, neboť i když se výpůjční náklady firem snížily a firmy disponovaly volnou hotovostí, tak tyto prostředky do domácí ekonomiky neinvestovaly v plné míře. Jedním z důvodů byla zvýšená nejistota vývoje domácí ekonomiky a relativně lepší investiční příležitosti v zahraničí. Podle MMF však přispělo QE ke snížení systémového rizika, zlepšení důvěry na trzích a vymanění se z recese v zemích G7 v druhé polovině roku 2009.

Přes prvotní obavy z možného rychlého růstu cen, které QE způsobí, se pohybovala inflace ve Spojených státech okolo 2% cílované hodnoty. Efekty QE se tak spíše přelily do zahraničí, slabšího kurzu USD<sup>2</sup> a nárůstu cen komodit. Sledujeme-li pouze inflaci bez cen energií a potravin (graf 4), tak lze vysledovat určitou divergenci zejména od roku 2013 mezi Spojenými státy a eurozónou, která k politice QE přistoupila až v březnu roku 2015. I když lze jen velmi těžko oddělit efekty QE od ostatních ekonomických vlivů, tak nelze vyloučit, že určitý pozitivní efekt na vzlínání jádrové inflace ve Spojených státech mělo na rozdíl od eurozóny právě QE.

### 3 Srovnání před a po krizového vývoje

Určitou hrubou představu o změnách ekonomických podmínkách, včetně vlivu měnové politiky Fedu, dává srovnání vývoje základních makroekonomických veličin před a po hospodářské krizi, která proběhla v letech 2008 a 2009.

Z grafu 5 je patrné, že po roce 2009 se skutečně podařilo snížit dlouhodobé úrokové sazby o bezmála 2 procentní body. Zároveň s tím však došlo k poklesu průměrné inflace a průměrného růstu hrubého domácího produktu, včetně soukromé spotřeby. Průměrný kurz dolaru vůči euru byl po krizi o přibližně 6 % slabší, což zcela evidentně pomáhalo domácí ekonomice a tlačilo na růst inflačních tlaků. Nejzřetelnější



Graf 5 Srovnání ekonomického vývoje ve Spojených státech před a po ekonomické krizi

Zdroj: Datastream  
Pozn. CPI, HDP, soukr. spotřeba a prům. produkce - meziroční změny v %

<sup>2</sup> Zvyšování nabídky peněz vede ke znehodnocování domácí měny vůči ostatním měnám prostřednictvím mechanismu úrokových sazeb.

rozdíl je však ve vývoji průměrného růstu průmyslové produkce, která v pokrizovém období výrazně zrychlila, i přes celkově nižší dosahované růsty HDP. K tomu je nutné poznamenat, že cena ropy byla v letech 2010 až 2014 zhruba dvojnásobná ve srovnání s obdobím let 2003 až 2007.

Meziroční dynamika HDP i soukromé spotřeby poklesla v eurozóně v pokrizovém období více než ve Spojených státech, a navíc v eurozóně poklesla i dynamika průmyslové produkce. Výnos desetiletého evropského syntetického dluhopisu poklesl mezi dvěma výše uvedenými obdobími v menším rozsahu (o přibližně 0,9 p. b.) navzdory poklesu výnosu německého desetiletého dluhopisu z 3,9 % na 2,0 %.

#### 4 Závěr

Po šesti letech uplatňování měnové politiky kvantitativního uvolňování se v říjnu 2014 Fed vrátil ke svému standardnímu měnověpolitickému nástroji v podobě řízení krátkodobých úrokových sazeb prostřednictvím operací na volném trhu. Fedu se během těchto šesti let podařilo přispět ke snížení dlouhodobých úrokových sazeb, které se od roku 2010 pohybovaly na průměrné úrovni 2,5 %. Zároveň lze předpokládat pozitivní vliv QE na udržení inflačních tlaků v ekonomice, což lze pozorovat zejména od roku 2013 v podobě divergence inflace bez cen energií a potravin mezi Spojenými státy a erozónou. Průměrná celková inflace ve Spojených státech nicméně od roku 2010 setrvala na nižší úrovni ve srovnání s předkrizovým obdobím. QE se také pozitivně projevilo v růstu akciového trhu, který má ve Spojených státech větší signalizační efekt než v eurozóně, a proto zároveň s jeho růstem docházelo ke zlepšování spotřebitelského sentimentu. Nicméně dynamika samotné spotřeby domácností poklesla v pokrizovém období výrazněji než celkový hrubý domácí produkt. Naopak pozitivně se v domácí ekonomice projevil slabší kurz dolaru, a to mimo jiné ve výrazném zlepšení dynamiky růstu průmyslové produkce v pokrizovém období.

Celkově tedy QE splnilo očekávání a zároveň nevyvolalo výraznou inflaci ve Spojených státech, na kterou kritici QE na začátku poukazovali. Na druhou stranu bylo efektů QE dosaženo za cenu výrazného nárůstu celkové bilance Fedu (portfolio Fedu je nyní pod výrazným úrokovým rizikem) a i přes současné nízkoinflační prostředí způsobené výrazným poklesem ceny ropy stále existuje riziko přelití dodané likvidity do spotřebitelských cen a cen aktiv v momentě výraznějšího zlepšení ekonomických podmínek, na které by musel Fed razantně reagovat.



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2015/5	+0,3	2015/4	+0,3	2015/3	+0,5	2015/3
		2015/4				2015/1		
US	-0,4	2015/5	-0,5	2015/4	+0,0	2015/3	-0,3	2015/3
				2015/4				2015/1
DE	+0,1	2015/5	+0,3	2015/4	+0,6	2015/3	-1,0	2014/12
				2015/4				2015/1
JP	-0,1	2015/5	+0,4	2015/4	+0,2	2015/3	0	2015/5
				2015/4				2015/1
BR	-0,4	2015/5	-1,3	2015/4	+0,1	2014/11	0	2015/5
				2015/4				2015/1
RU	+0,2	2015/5	-0,8	2015/4	-1,8	2014/11	+0,1	2015/5
				2015/4				2015/1
IN	+0,1	2015/5	+1,2	2015/4	+0,5	2014/11	0	2015/5
				2015/4				2015/1
CN	0	2015/5	-0,0	2015/4	-0,2	2014/11	-0,2	2015/5
				2015/4				2015/1

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	0	2015/5	-0,9	2015/4	-0,5	2014/11	-0,7	2015/3
		2015/4				2014/10		
US	+0,1	2015/5	-2,0	2015/4	-0,3	2014/11	-0,6	2015/3
				2015/4				2014/10
DE	0	2015/5	-1,0	2015/4	-0,6	2014/11	-0,4	2014/12
				2015/4				2014/10
JP	-0,1	2015/5	-1,0	2015/4	-0,2	2014/11	-0,2	2015/5
				2015/4				2014/10
BR	+0,2	2015/5	+2,0	2015/4	-0,1	2014/11	+0,2	2015/5
				2015/4				2014/10
RU	+0,2	2015/5	+10,6	2015/4	+3,1	2014/11	-0,2	2015/5
				2015/4				2014/10
IN	-0,1	2015/5	-1,4	2015/4	-0,3	2014/11	0	2015/5
				2015/4				2014/10
CN	0	2015/5	-1,3	2015/4	-0,4	2014/11	0	2015/5
				2015/4				2014/10

### A3. Seznam zkratk používaných v GEVU

<b>ABS</b>	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt
<b>BoJ</b>	Bank of Japan	<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotřebitelských cen
<b>BR</b>	Brazílie	<b>CHF</b>	švýcarský frank
<b>BRIC</b>	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange
<b>BRL</b>	brazílský real	<b>IFO</b>	Institute for Economic Research
<b>CB-CCI</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>IFO-BE</b>	IFO Business Expectations
<b>CB-LEII</b>	Conference Board Leading Economic Indicator Index	<b>IN</b>	Indie
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade	<b>INR</b>	indická rupie
<b>CBR</b>	centrální banka Ruské federace	<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>JP</b>	Japonsko
<b>CN</b>	Čína	<b>JPY</b>	japonský jen
<b>CNY</b>	čínský renminbi	<b>LIBOR</b>	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>MER</b>	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
<b>DBB</b>	Deutsche Bundesbank	<b>MMF</b>	Mezinárodní měnový fond
<b>DE</b>	Německo	<b>OECD</b>	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
<b>EA</b>	eurozóna	<b>OECD-CLI</b>	OECD Composite Leading Indicator
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka	<b>PMI</b>	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
<b>EC-CCI</b>	European Commission Consumer Confidence Indicator	<b>PPI</b>	Ceny průmyslových výrobců
<b>EC-ICI</b>	European Commission Industrial Confidence Indicator	<b>PU</b>	Předstihové ukazatele
<b>EIA</b>	Energy Information Administration (Americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	<b>RU</b>	Rusko
<b>EIU</b>	Economist Intelligence Unit	<b>RUB</b>	ruský rubl
<b>EIU</b>	databáze The Economist Intelligence Unit	<b>TLTRO</b>	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
<b>EK</b>	Evropská komise	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>EU</b>	Evropská unie	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>EUR</b>	euro	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>USD</b>	americký dolar
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>USD/b</b>	
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>GBP</b>	britská libra	<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		<b>ZEW-ES</b>	ZEW Economic Sentiment

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2015

	č. GEVu
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam, Jan Hošek)	2015-4
Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému (Luboš Komárek)	2015-3
Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko (Alexis Derviz)	2015-2
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

### 2014

	č. GEVu
Platnost Okunova zákona v zemích OECD a dalších ekonomikách (Oxana Babecká Kucharčuková a Luboš Komárek)	2014-12
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 středoevropských 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
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 dekadách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6

	č. GEVu
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

## 2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11
Vztah ceny ropy a základních makroekonomických veličin (Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl)	2012-10
Zahraniční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

	č. GEVu
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVu (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnila globální nerovnováha? (Vladimír Žďárský)	2011-6

	<b>č. GEVU</b>
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