

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ČERVENEC

Sekce měnová  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2016



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<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. Zaoštroeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Inflační očekávání v USA: iluze propadu?</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016</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**

15. července 2016

**Sběr dat CF**

11. července 2016

**Datum publikace GEVU**

22. července 2016

**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 předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF.

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	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz I. Shrnutí	<b>Oxana Babecká</b> oxana.babecka-kucharckova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko III.4 Brazílie	<b>Pavla Břizová</b> pavla.brizova@cnb.cz Editorka III.2 Indie IV. Grafy výhledů kurzů	<b>Iveta Polášková</b> iveta.polaskova@cnb.cz II.1 Eurozóna
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz II.2 Spojené státy II.4 Japonsko VI. Zaoštroeno na...	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz II.3 Německo	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích		

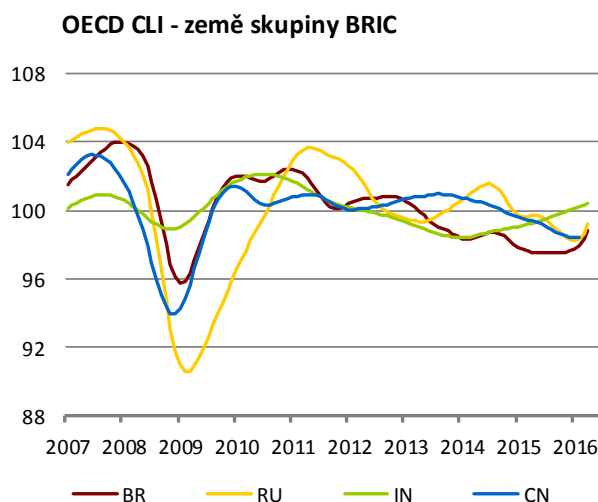
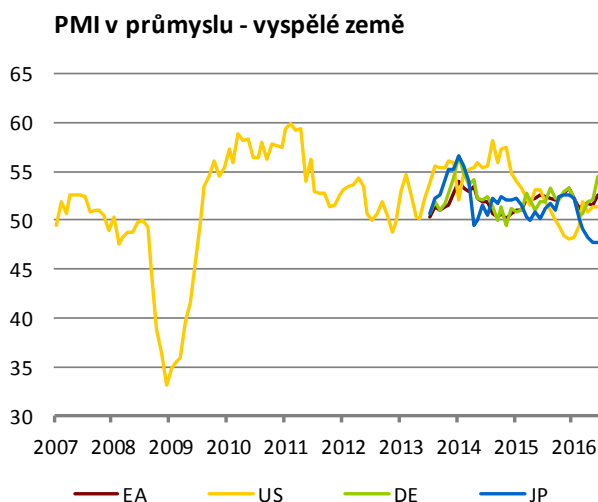
Červencové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního a očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost navíc zaostřena na pozorovaný rozdíl mezi inflačními očekáváním odvozenými z tržních instrumentů a těmi získanými z průzkumů mezi experty. Zatímco tržní výhledy naznačují pokles inflačních očekávání ve Spojených státech, z pohledu expertů k ohrožení plnění 2% inflačního cíle Fedu nedochází.

Výhledy hospodářského růstu vyspělých ekonomik byly ovlivněny především výsledky červnového referenda o vystoupení Velké Británie z EU. Předpokládaný ekonomický růst eurozóny byl snížen zejména pro rok 2017 (dle CF o 0,3 procentního bodu). Výhled pro německou ekonomiku je nyní mírně nižší jak pro letošní, tak příští rok. Hospodářský růst v eurozóně tak bude nadále pomalejší než ve Spojených státech, jejichž ekonomika by navíc měla do roku 2017 dále zrychlit. Hlasování o Brexitu ovlivnilo také vyhlídky japonského hospodářství. Zvýšená nejistota na finančních trzích povzbudila zájem investorů o bezpečná aktiva, v důsledku čehož výrazně posílily měny jako japonský jen či švýcarský frank. Pro dosud křehké oživení japonské ekonomiky přitom takový vývoj představuje hrozbu. Vyšší inflační tlaky jsou v souladu s rychlejším hospodářským růstem očekávány ve Spojených státech, zatímco v eurozóně a Japonsku budou spotřebitelské ceny v letošním roce zhruba stagnovat a jejich výraznější růst se předpokládá až v příštím roce. Fed v červnu opět odložil zpřísnění své měnové politiky a stabilita jeho sazeb se očekává i po dalším zasedání.

Výhledy růstu HDP zemí skupiny BRIC zůstávají i nadále značně heterogenní. Tempo meziročního růstu čínské ekonomiky se udrželo na hodnotě 6,7 %, ale výhled naznačuje jeho mírný pokles. Čínská centrální banka prohlásila, že za účelem podpory ekonomiky bude tolerovat oslabení renminbi. Vysoký hospodářský růst (přes 7 %) by si měla udržet také Indie. Naproti tomu Rusko a Brazílii letos nemine již druhý rok poklesu HDP. Aktuální výhledy však přinášejí přehodnocení dřívějšího pesimismu – nově je očekáván mírnější pokles těchto ekonomik v letošním roce a zvyšují se i odhady jejich růstu pro rok příští. Příznivé jsou rovněž výhledy inflace zemí BRIC. V Číně porostou spotřebitelské ceny přibližně 2% tempem, v Indii cca 5% (tj. v tolerančním pásmu tamního inflačního cíle). Díky výraznému poklesu inflace v posledních měsících však letos porostou ceny mnohem mírněji také v Rusku (zhruba polovičním tempem než vloni) a v Brazílii. Očekává se tak, že ruská centrální banka bude v právě započatém uvolňování své měnové politiky pokračovat.

Výhled krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu v eurozóně zůstává záporný. Ve Spojených státech je naopak očekáván jejich mírný nárůst. Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu je od června záporný. Rozdíl oproti výnosu jeho protějšku ve Spojených státech tak v průběhu června dosahoval 1,6 procentního bodu. Výhled obou instrumentů je rostoucí (méně v případě německého). V ročním horizontu je očekáváno posílení amerického dolaru vůči všem sledovaným měnám. Trendový růst ceny ropy Brent se v červnu zastavil. Tržní futures křivka zůstává relativně plochá (ač stále rostoucí), což reflektuje názor IEA, že nabídka s poptávkou se ve druhém čtvrtletí dostaly téměř do rovnováhy.

## Předstihové ukazatele pro sledované země

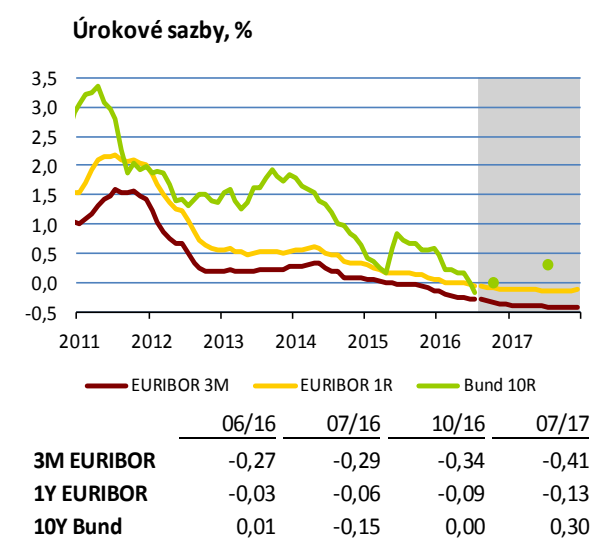
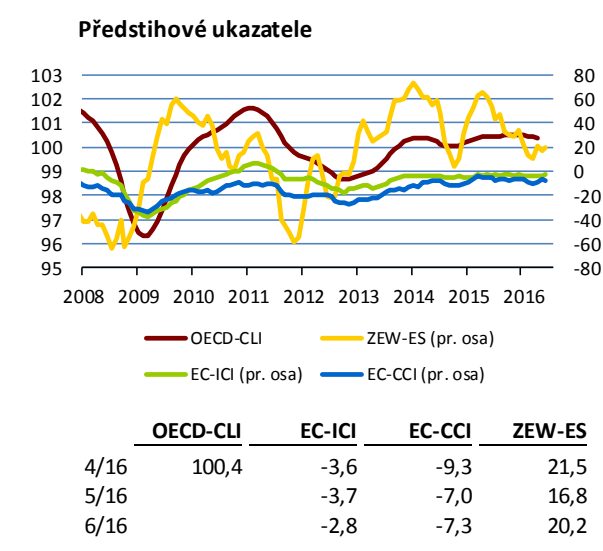
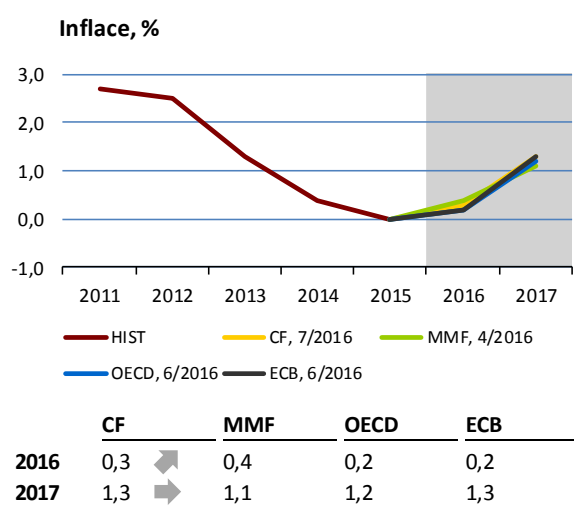
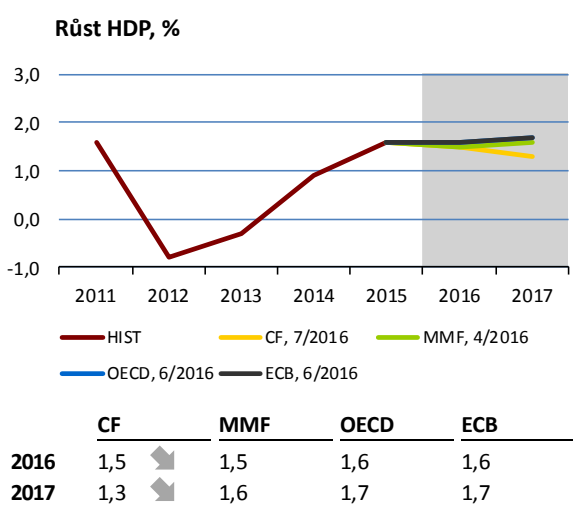


Zdroj: Bloomberg, Datastream

### II.1 Eurozóna

Nejnovější data o vývoji v eurozóně přinesla smíšené zprávy. Meziroční růst průmyslové produkce zpomalil v květnu na 0,5 %, především kvůli překlopení růstové dynamiky do záporných hodnot ve dvou velkých ekonomikách - Německu a Itálii. V eurozóně jako celku došlo k meziročnímu poklesu produkce energií a statků dlouhodobé spotřeby; meziměsíčně se pak produkce snížila ve všech základních odvětvích. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu si však v červnu výrazně polepšil, když se díky nárůstu nových objednávek podporovaných exportním výkonem, tvorbě pracovních míst a vyšším prodejem zvýšil o 1,3 bodu na 52,8 bodu. Naznačuje tak, že zpomalení průmyslové produkce bude jen krátkodobé. ZEW indikátor ekonomického sentimentu se v červnu zlepšil, stejně jako indikátor důvěry v průmyslu. Naopak spotřebitelská a obchodní důvěra se zhoršily. Míra nezaměstnanosti v květnu poklesla na 10,1 %, čímž dosáhla nejnižší hodnoty od července 2011. Postupně se snižuje již téměř dva roky a očekává se, že do konce roku se dostane pod 10% hranici. Právě snižující se nezaměstnanost spolu s rostoucí spotřebou přispěly v květnu k mírnému zrychlení meziročního růstu maloobchodních tržeb (na 1,6 %). CF snížil v reakci na výsledek britského referenda své výhledy hospodářského růstu pro tento i příští rok o 0,1, resp. 0,3 p. b.

Eurozóna se v červnu dostala z pásma deflace, když spotřebitelské ceny vzrostly meziročně o 0,1 %. Bylo to první kladné číslo od ledna tohoto roku. Celkovou inflaci podpořil růst cen služeb, potravin a průmyslových výrobků, ale také další zmírnění poklesu cen energií. Jádrová inflace se opět zvýšila o 0,1 p. b. a v červnu tak dosáhla již 0,9 %. Ceny průmyslových výrobců zmírnilly v květnu svůj meziroční propad na -3,9 % a zaznamenaly největší meziměsíční růst v tomto roce, k němuž přispěl zejména nárůst cen v energetickém sektoru. CF tak zvýšil predikci inflace pro letošní rok o 0,1 p. b. Růst měnového agregátu M3 v květnu zrychlil na 4,9 %. Důvodem jsou stále nízké úrokové sazby spolu s masivní podporou ze strany ECB. Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu je od 24. 6. trvale záporný, a to kvůli pokračujícím nejistotám na ostatních trzích. V ročním horizontu by však měl vzrůst na 0,3 %. Naopak krátkodobé úrokové sazby by měly v ročním horizontu ještě více klesnout.

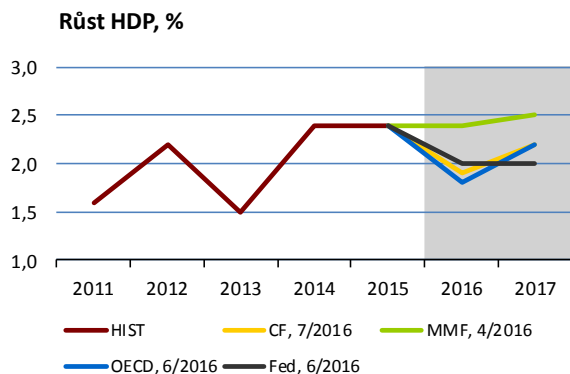


## II.2 Spojené státy

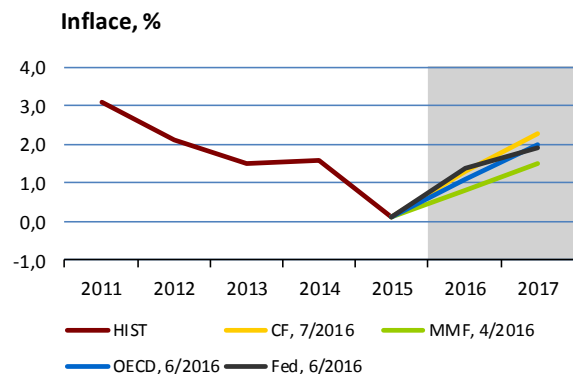
Finální odhad růstu americké ekonomiky v prvním čtvrtletí (1,1 %) byl opět vyšší než předchozí revize a přiblížil se hodnotě ze čtvrtého čtvrtletí 2015 (1,4 %). Ekonomický výkon byl nepříznivě ovlivněn zejména propadem zásob a kapitálových výdajů. Zpomalení dynamiky je patrné také u soukromé spotřeby. Panují však obavy, že vládou používaný model na odstranění sezónních efektů neplní svůj účel. V posledních šesti letech ekonomika v prvním čtvrtletí pětkrát zpomalila. Vláda proto přislíbila, že od poloviny roku 2018 bude publikovat sezónně neočištěné údaje.

Ve druhém čtvrtletí se pak očekává zrychlení americké ekonomiky, ale při omezených inflačních tlacích. Trh práce opět překvapil, i když opačným směrem než květnu. Červnový přírůstek nových pracovních míst v nezemědělském sektoru (287 tis.) výrazně předčil tržní výhled (180 tis.). Míra nezaměstnanosti vzrostla jen nepatrně (na 5 %). Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board dosáhla v červnu nejvyšší hodnoty za posledních 8 měsíců. Naopak průmyslová produkce v květnu opět meziměsíčně poklesla, a to zejména v automobilovém a energetickém sektoru. Patrný je také pokračující propad firemních investic.

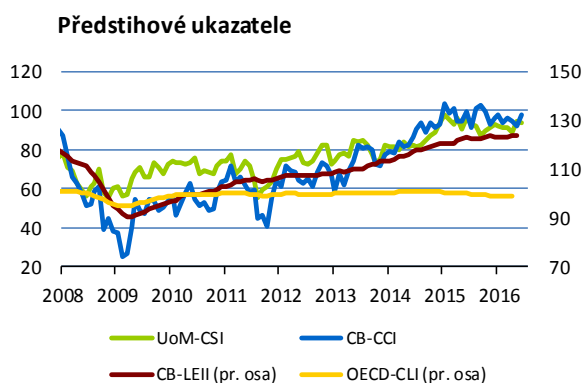
Meziroční inflace spotřebitelských cen v květnu změn nedoznala (1,1 %) a jádrová inflace jen mírně vzrostla na 2,2 %. Referendum o Brexitu a následné turbulence na finančních trzích představují nová rizika, jejichž dopad na americkou ekonomiku je zatím nejasný. Proto se představitelé Fedu v červnu rozhodli odložit další zpřísnění měnové politiky a stabilita sazeb se podle červencového šetření CF (93 % panelistů) očekává i po dalším zasedání. Americký dolar v reakci na britské hlasování krátkodobě posílil vůči ostatním měnám a výnosy desetiletých státních dluhopisů poklesly. Trajektorie implikovaných sazeb se ale oproti minulému měsíci výrazně nezměnila. Červencový CF revidoval pouze výhled růstu HDP v roce 2017 směrem dolů. Ostatní předpovědi změn nedoznaly.



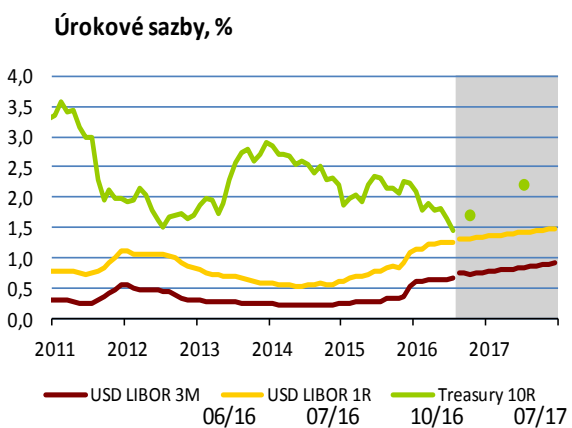
	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,9 →	2,4	1,8	2,0
2017	2,2 ↘	2,5	2,2	2,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2016	1,3 →	0,8	1,1	1,4
2017	2,3 →	1,5	2,0	1,9



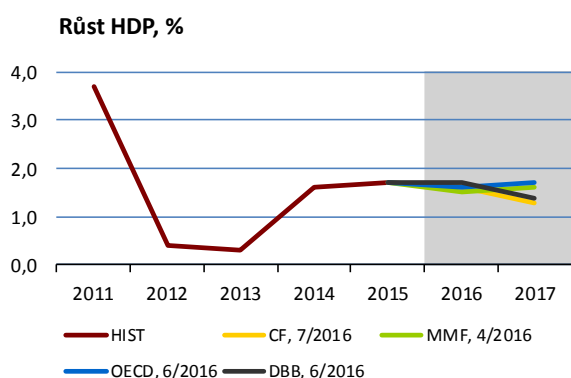
	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
4/16	123,9	99,0	89,0	94,7
5/16	123,7		94,7	92,4
6/16			93,5	98,0



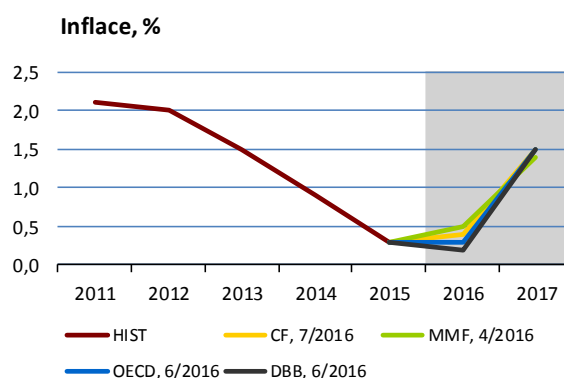
	USD LIBOR 3M	USD LIBOR 1R	Treasury 10R
06/16	0,65	1,26	1,64
07/16	0,66	1,26	1,45
10/16	0,72	1,31	1,70
07/17	0,84	1,43	2,20

### II.3 Německo

V prvním čtvrtletí letošního roku růst německé ekonomiky zesílil. Mezičtvrtletní tempo růstu HDP se zvýšilo proti předchozímu čtvrtletí z 0,3 % na 0,7 % a meziroční z 1,3 % na 1,6 %, a to hlavně díky vyššímu růstu domácí poptávky. Ve druhém čtvrtletí by hospodářská dynamika měla podle Bundesbanky i červencového CF oslabit. Nasvědčuje tomu též značné zpomalení průměrného meziročního růstu průmyslové výroby i maloobchodního obrátu za duben a květen ve srovnání s prvním čtvrtletím. Červencový CF snížil po referendu o odchodu Velké Británie z EU svůj výhled celoročního růstu německé ekonomiky (obdobně jako celé eurozóny) pro letošní rok z 1,7 % na 1,6 % a pro příští rok z 1,5 % na 1,3 %. Německá inflace v červnu vzrostla o 0,2 p. b. na 0,3 % v důsledku nižšího poklesu cen energií a mírně rychlejšího růstu cen potravin a služeb. CF ponechal svůj odhad růstu spotřebitelských cen v celém letošním roce na 0,4 % a snížil předpověď pro příští rok na 1,5 %.



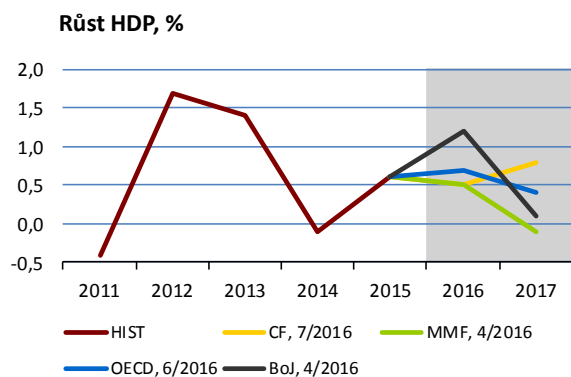
	CF	MMF	OECD	DBB
2016	1,6	1,5	1,6	1,7
2017	1,3	1,6	1,7	1,4



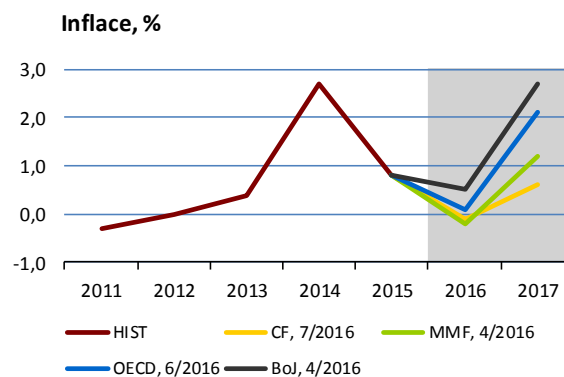
	CF	MMF	OECD	DBB
2016	0,4	0,5	0,3	0,2
2017	1,5	1,4	1,5	1,5

### II.4 Japonsko

Nejistota na finančních trzích v souvislosti s referendem ve Velké Británii zvýšila zájem investorů o bezpečná aktiva a měny jako japonský jen či švýcarský frank výrazně posílily. Na začátku července dosáhl japonský jen vůči americkému dolaru hranice 100 JPY/USD. V meziročním vyjádření přesáhl jeho posílení 17 %, což představuje hrozbu pro křehké oživení japonské ekonomiky. Silný jen a nižší poptávka v zahraničí se projevují v opatrném přístupu japonských firem, což potvrdilo i červencové šetření mezi podniky (tankan). Exportní výkonnost i průmyslová produkce klesají v meziročním vyjádření již od loňského podzimu. Ani poptávka spotřebitelů se výrazně nezlepšila. Maloobchodní prodeje v květnu meziročně poklesly o 2 % a důvěra spotřebitelů se od začátku roku nezlepšila. Červencový výhled CF snížil výhled růstu i inflace v roce 2017. Předpověď pro rok 2016 zůstala beze změn.



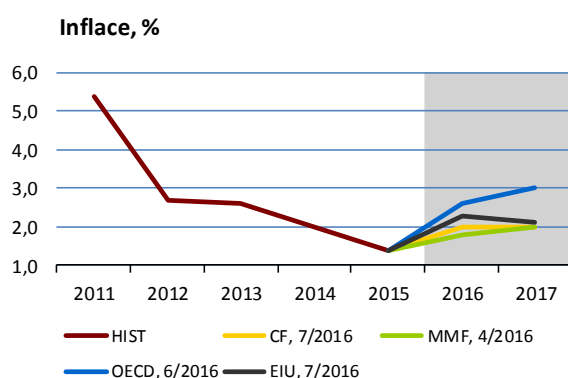
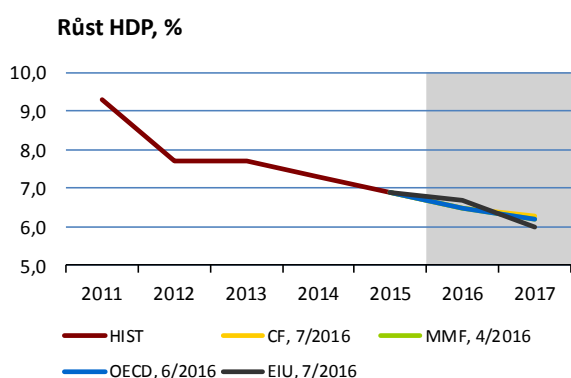
	CF	MMF	OECD	BoJ
2016	0,5	0,5	0,7	1,2
2017	0,8	-0,1	0,4	0,1



	CF	MMF	OECD	BoJ
2016	-0,1	-0,2	0,1	0,5
2017	0,6	1,2	2,1	2,7

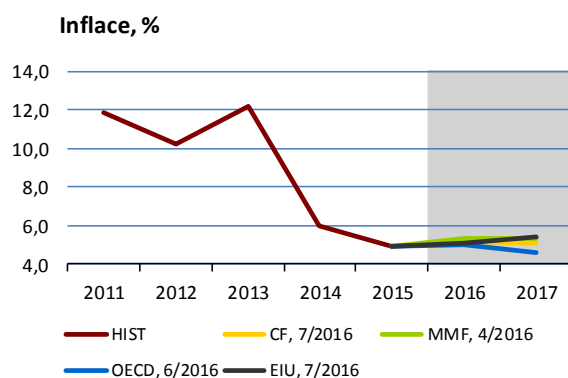
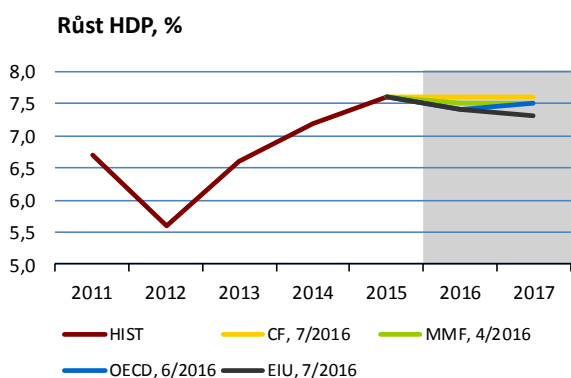
## III.1 Čína

Ve druhém čtvrtletí ekonomický růst Číny mezičtvrtletně zrychlil o 0,6 p. b. na 1,8 %. Tempo meziročního růstu zůstalo na 6,7 %. Analytici Reuters přitom očekávali jeho zpomalení na 6,6 % kvůli nedostatečnému růstu průmyslové produkce. Není tudíž vyloučeno, že ke zpomalování druhé největší světové ekonomiky dojde opět v následujících čtvrtletích. K jeho odvrácení by bylo třeba dalších a výraznějších prorůstových opatření ze strany vlády a centrální banky. Přestože byl ekonomický růst v prvním pololetí letošního roku slabší než loni, jeho dynamika se udržuje v cílovém pásmu 6,5–7,5 %. V závěru června centrální banka Číny prohlásila, že bude tolerovat oslabení renminbi za účelem podpory ekonomiky a ten do poloviny července postupně oslabil na 6,69 yuanů za dolar. Nové výhledy CF a EIU počítají s postupným zpomalením ekonomického růstu z 6,5–6,7 % letos na 6,0–6,3 % příští rok. Inflace se bude v tomto období nacházet mezi 2,0 % a 2,3 %.



## III.2 Indie

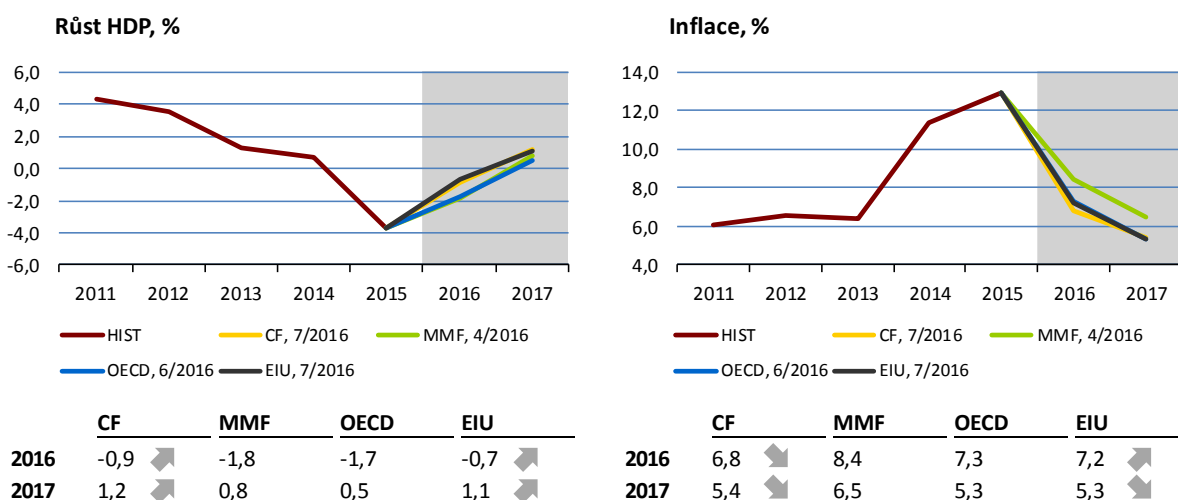
Dle nedávno publikovaného žebříčku UNCTAD byla Indie v loňském roce (stejně jako v roce 2014) desátým největším příjemcem přímých zahraničních investic na světě (44 mld. dolarů). Také nejnovější data z indické ekonomiky jsou vesměs pozitivní. Průmyslová produkce v květnu meziročně vzrostla o 1,2 % (po poklesu v dubnu), když se dařilo především zpracovatelskému průmyslu a těžbě. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se nachází v pásmu expanze (51,7) a signalizuje tak další oživení. Sledované instituce se shodují, že ekonomika si v letošním i příštím roce udrží zhruba 7,5% tempo růstu. Inflace v červnu dosahovala (stejně jako v květnu) 5,8 %, což je nejvíce od srpna 2014, avšak stále v tolerančním pásmu inflačního cíle (4 % ± 2 p. b.). Výrazně rostou především ceny potravin. K dalšímu snížení hlavní úrokové sazby centrální banky (aktuálně 6,5 %) tak v nejbližší době zřejmě nedojde. Výhledy inflace zůstávají pro oba roky lehce nad 5 % a rupie bude vůči dolaru zřejmě dále mírně oslabovat.





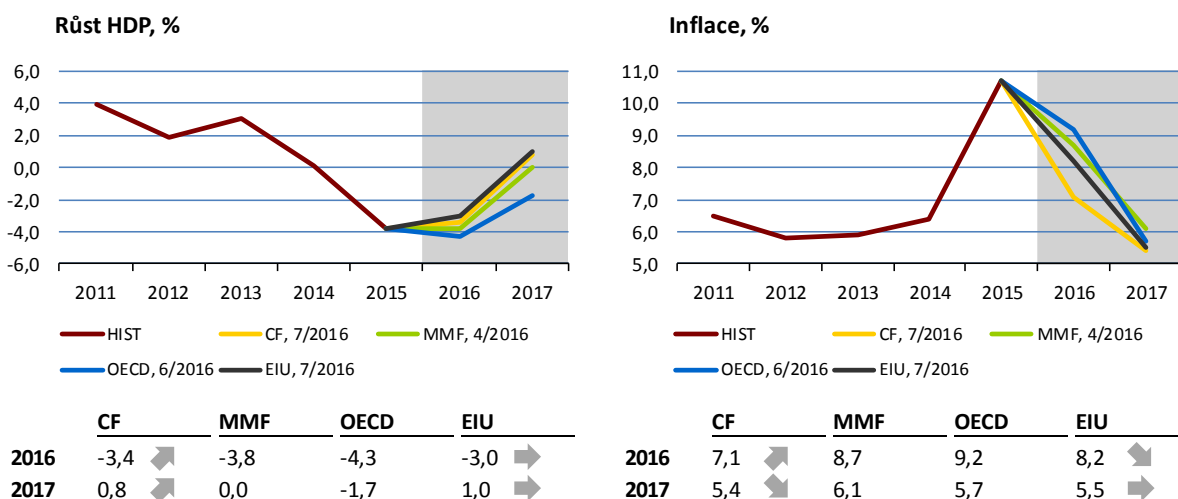
### III.3 Rusko

Dle prvního odhadu vývoje složek ruského HDP dopadl v prvním čtvrtletí nejhůře zahraniční obchod (meziroční pokles vývozu o 5,6 % a dovozu o 10,9%). Meziroční dynamika ostatních hlavních složek HDP byla rovněž záporná, ovšem méně než v předchozím čtvrtletí. Zmírnění poklesu ekonomické aktivity se odrazilo v nových výhledech sledovaných institucí. MMF v dokumentu připraveném v rámci konzultace Článku IV snížil odhad propadu ekonomiky v letošním roce na 1,2 % (oproti 1,5 % v květnu a 1,8 % v dubnovém WEO). Pro příští rok pak zvýšil předpověď růstu HDP na 1 %. K významné revizi výhledů došlo rovněž u CF a EIU, které snížily svůj odhad poklesu HDP pro letošní rok o 0,3–0,4 p. b. na 1,1–1,2 % a zlepšily výhled růstu pro příští rok. Zároveň byl snížen výhled inflace (s výjimkou EIU pro rok 2016, který jej naopak zvýšil). V červnu RCB snížila poprvé od listopadu 2015 klíčovou sazbu (na 10,5 %). Ruští analytici očekávají do konce roku její další snížení (na 9–9,5 %). Schodek vládního rozpočtu dosáhl v prvním pololetí 4–4,3 % HDP, což výrazně převyšuje plánovaná 3 % v rozpočtu pro letošní rok, který ovšem počítal s vyšší cenou ropy. O 0,6 % vzrostla v prvním pololetí vnější zadluženost Ruské federace.



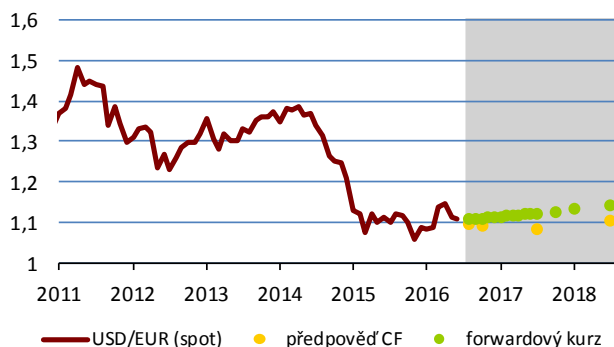
### III.4 Brazílie

Přestože politická situace v Brazílii se uklidňuje, ta ekonomická zůstává složitá. Po předchozím nepatrném meziměsíčním růstu v dubnu index ekonomické aktivity Brazílie v květnu neočekávaně výrazně poklesl (o 0,5 %) kvůli horšímu vývoji farmářského sektoru a také průmyslu. Průmyslová produkce se propadla meziročně o 7,8 % (oproti 6,9 % v dubnu). Horší, než se očekávalo, byly rovněž maloobchodní tržby. Nezaměstnanost v květnu zůstala na dubnových 11,2 %. Červencový CF a předpověď EIU počítají s 3,0–3,4% poklesem HDP v letošním roce a příští rok očekávají 0,8–1,0% růst. Tempo růstu spotřebitelských cen již od ledna postupně zpomaluje (z 10,7 % na 8,8 % v červnu) a bude v tomto vývoji pokračovat i nadále, a to na 7,1–8,2 % v letošním roce a 5,4–5,5 % příští rok. Hlavní úroková sazba centrální banky se drží už téměř rok na úrovni 14,25 %.



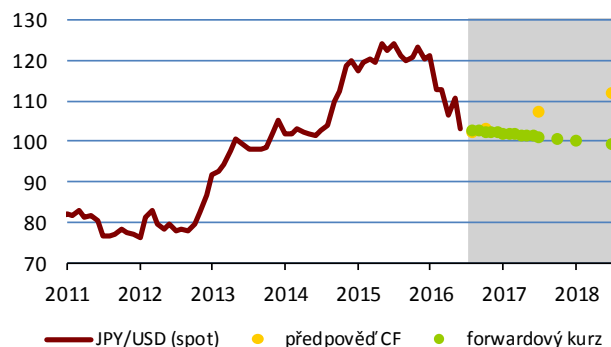
## IV. Grafy výhledů kurzů

Americký dolar (USD/EUR)



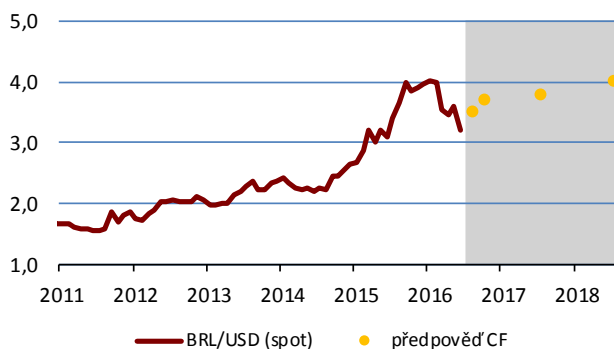
	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	1,105				
předpověď CF		1,096	1,090	1,084	1,104
forwardový kurz		1,107	1,110	1,123	1,143

Japonský jen (JPY/USD)



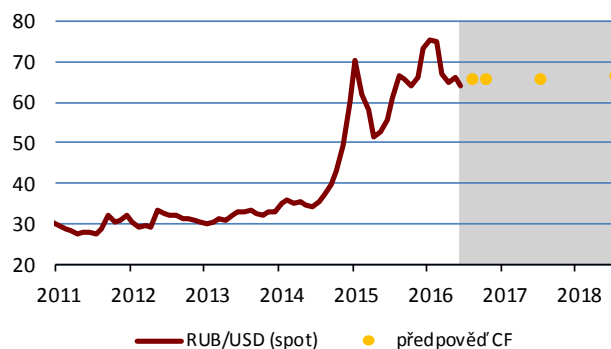
	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	102,6				
předpověď CF		102,2	103,2	107,3	111,7
forwardový kurz		102,7	102,4	101,2	99,2

Brazilský real (BRL/USD)



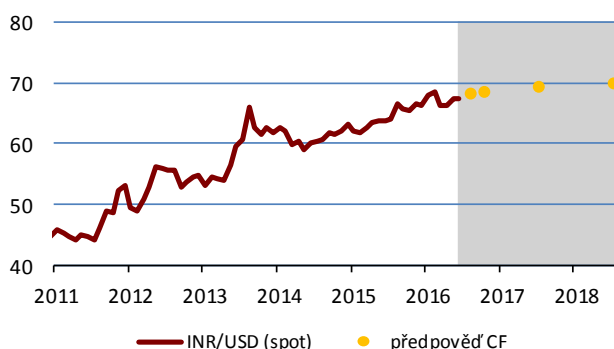
	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	3,301				
předpověď CF		3,511	3,697	3,803	4,014

Ruský rubl (RUB/USD)



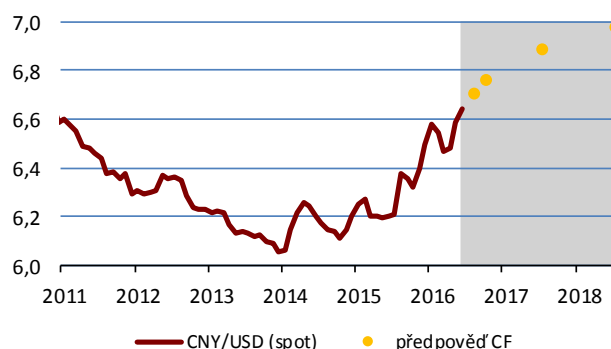
	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	64,06				
předpověď CF		65,69	65,88	65,49	66,69

Indická rupie (INR/USD)



	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	67,17				
předpověď CF		68,08	68,41	69,31	69,95

Čínský renminbi (CNY/USD)



	11/7/16	08/16	10/16	07/17	07/18
spotový kurz	6,688				
předpověď CF		6,705	6,759	6,890	6,981

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.

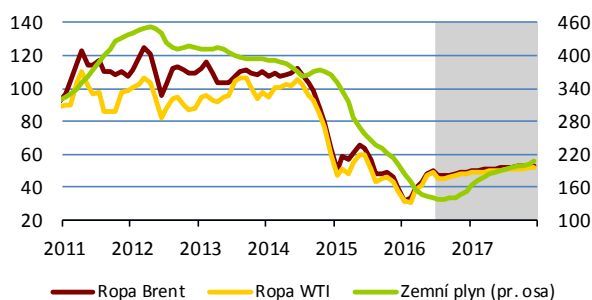
## V.1 Ropa a zemní plyn

Trendový růst cen ropy, který trvá již od února, pokračoval i na začátku června, kdy cena ropy Brent dosáhla 52,5 USD/b, což je nejvyšší hodnota od října 2015. Poté se však trendový růst zastavil a cena ropy Brent nyní kolísá v pásmu 46 – 51 USD. Směrem dolů ji tlačí zvýšená nejistota a posílení dolaru po britském referendu. Vlivem zvýšené produkce rafinérií v prvním čtvrtletí, kdy využívaly nízkých cen ropy a příznivých marží, došlo k rychlému růstu zásob rafinérských produktů. Současné vysoké zásoby (zejména benzínu) jsou rovněž jedním z faktorů, který limituje další růst cen ropy, zvláště pokud by zeslábl silný růst poptávky po pohonných hmotách. Dalším limitujícím faktorem je snižování čistých dlouhých pozic investorů, kteří při ceně nad 50 USD/b již nechtějí spekulovat na další růst cen ropy. Naopak pokles zásob ropy a břidlicové těžby v USA omezuje prostor pro výraznější pokles cen ropy.

Tržní futures křivka z 11. 7. se posunula oproti minulému měsíci směrem dolů a implikuje průměrnou cenu ropy Brent v letošním roce 44,5 USD/b a v příštím 51,7 USD/b. Prakticky stejné hodnoty očekává i EIA. Předpověď CF pro konec července 2017 se posunula dolů jen minimálně, a je tak o necelý dolar nad tržní křivkou (52,8 USD/b). Tržní křivka zůstává relativně plochá (ač stále rostoucí), což reflektuje názor IEA, že po velkém převisu těžby nad spotřebou v letošním prvním čtvrtletí se nabídka s poptávkou ve druhém čtvrtletí v důsledku velkých výpadků těžby dostaly téměř do rovnováhy.

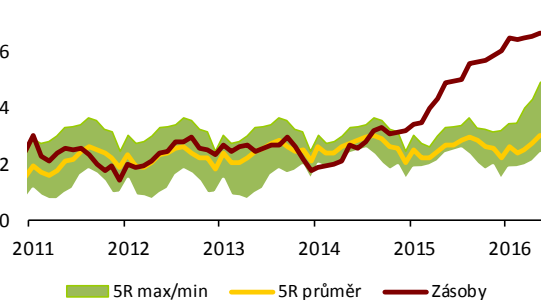
Ceny zemního plynu vzrostly zejména v USA (mzm. o 34 %), když teplé počasí zvyšovalo spotřebu elektřiny, a tedy poptávku po plynu, zatímco těžba zemního plynu klesala. V Evropě rostla cena plynu na terminálech jen mírně (mzm. 2,2 %).

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

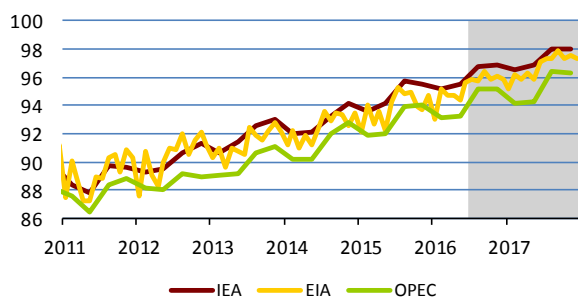


	Brent	WTI	Plyn
2016	44,51 ↘	43,12 ↘	149,73 ↗
2017	51,66 ↘	50,39 ↘	188,97 ↗

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

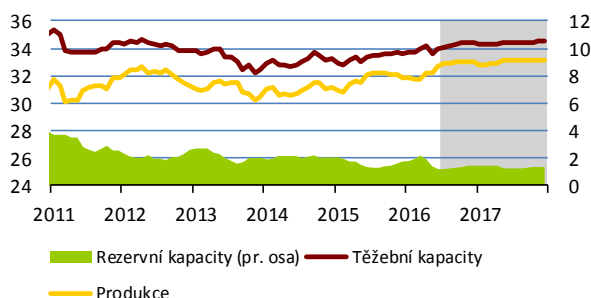


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2016	96,07 ↗	95,29 ↗	94,20 ↗
2017	97,36 ↗	96,78 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2016	32,53 ↗	34,06 ↗	1,53 ↘
2017	33,04 ↗	34,39 ↗	1,35 ↗

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

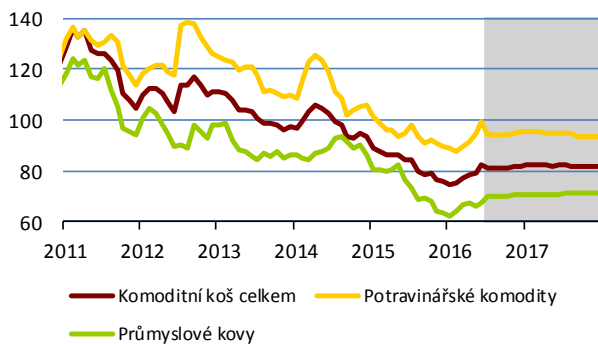
## V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v červnu zrychlil svůj růst a v první polovině července jen mírně poklesl. Tento vývoj odrážel zejména silný červnový růst indexu potravinářských komodit a jeho rychlý návrat pod květnovou hodnotu v první polovině července. Index cen průmyslových komodit se v červnu již čtvrtý měsíc v řadě pohyboval v úzkém pásmu, v první polovině července však vzrostl o téměř 4 %. Výhled u všech tří indexů je jen nepatrně rostoucí.

Ceny většiny potravinářských komodit ještě na začátku června rostly pod vlivem špatného počasí. Ceny kukuřice a sóji rostly v důsledku sucha v USA a rovněž poté, co USDA snížila odhad sklizně v Brazílii. Tam silně deště zpozdily rovněž sklizeň cukrové třtiny, na což reagovaly silným růstem ceny cukru. Ve druhé polovině června však do pěstitelských oblastí USA dorazily deště a ceny zrnin až do začátku července klesaly. Nejvíce se propadla cena pšenice (až na desetileté minimum), neboť USDA nadále očekává bohatou letošní sklizeň. Spolu s cenou cukru pokračovala v růstu i cena kávy. Cena vepřového masa zaznamenala v červnu sezónní maximum a ve zbytku roku by měla klesat. Naopak v silném trendovém poklesu, který trvá již od března, pokračovala cena hovězího masa.

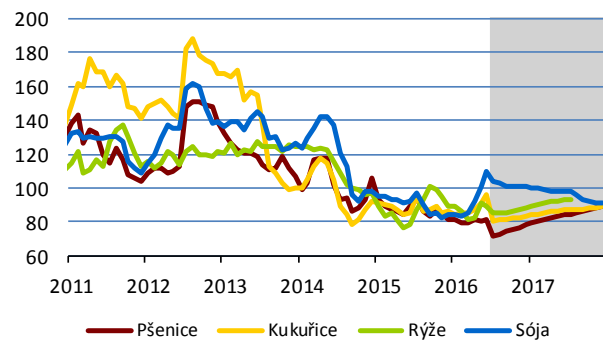
Na ceny průmyslových surovin působily protichůdné vlivy. Britské referendum o setrvání Spojeného království v EU vedlo k posílení dolaru a tlačilo ceny komodit dolů. Smíšené byly výhledy průmyslu, když PMI vzrostl v červnu v USA a eurozóně, ale klesl v Číně. To však bylo kompenzováno zlepšením na čínském trhu nemovitostí. Ceny většiny průmyslových kovů tak v uplynulém měsíci vzrostly, nejvíce cena niklu (očekává se regulace těžby na Filipínách) a zinku v důsledku omezování produkce.

### Indexy cen neenergetických komodit



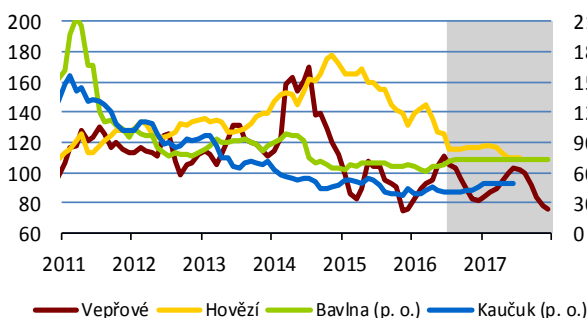
	Celkem	Potraviny	Kovy
2016	79,6 ↘	93,3 ↘	67,9 ↗
2017	82,0 ↘	94,6 ↘	71,0 ↗

### Potravinářské komodity



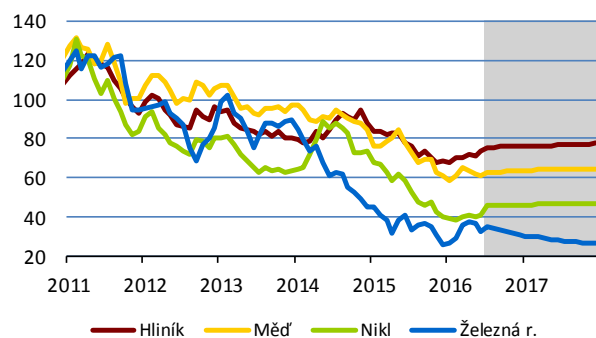
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2016	77,8 ↘	85,0 ↘	86,6 ↘	97,0 ↘
2017	84,4 ↘	86,9 ↘	91,8 ↘	96,2 ↘

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2016	94,3 ↘	125,9 ↘	68,8 ↗	41,7 ↗
2017	90,6 ↘	113,2 ↘	72,8 ↗	48,8 ↗

### Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2016	73,4 ↗	62,5 ↗	42,9 ↗	33,0 ↗
2017	76,7 ↗	64,0 ↗	46,5 ↗	28,1 ↗

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.

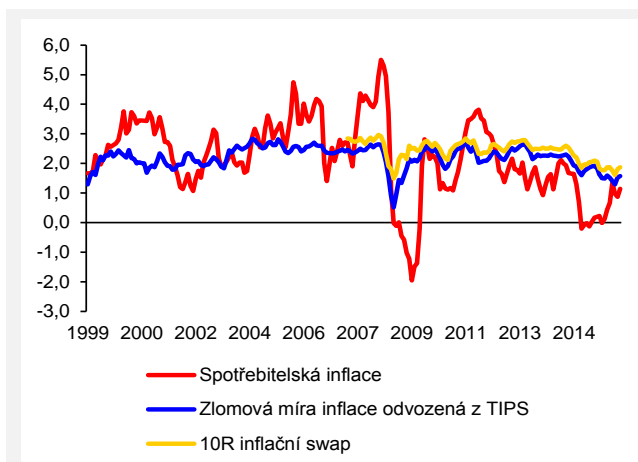
## Inflační očekávání v USA: iluze propadu?<sup>1</sup>

Pro centrální banky, jejichž mandát zahrnuje cenovou stabilitu, je přetrvávající pokles inflačních očekávání silným signálem. Na příkladu Spojených států lze ilustrovat, jak složitá může být jejich interpretace v situaci, kdy se výhled odvozený z tržních kontraktů začne dlouhodobě odchylovat od názorů expertů. Aktuální tržní výhledy naznačují pokles inflačních očekávání, zatímco z pohledu expertů či analytiků nedochází k ohrožení naplnění cíle Fedu. Jak naznačuje odborná literatura, finanční trhy mohou mít vyšší citlivost na nové informace než experti v bankách a promítat je do výhledů rychleji. Delší období nízké inflace tak vede k poklesu inflačních očekávání a obrát v trendu lze očekávat teprve po vyprchání dočasných protiinflačních tlaků (pokles cen ropy, posílení dolaru, přelévání inflačních očekávání z eurozóny). Alternativní studie dále naznačují, že pokles inflačních očekávání by mohl být zapříčiněn i nižším rizikem, že inflace se razantně odchýlí od cíle (hyperinflace, deflace). Nelze však vyloučit ani možnost, že došlo k zásadní korekci výhledu americké ekonomiky. Podle finančních trhů by takový scénář zahrnoval dlouhé období nízké inflace pod cílem centrální banky.

### 1 Měření inflačních očekávání v USA

Na červnovém vystoupení ve Filadelfii<sup>2</sup> zmínila předsedkyně Fedu Yellenová, že věnovala velkou pozornost poklesu inflačních očekávání odvozených z tržních instrumentů (inflační kompenzace)<sup>3</sup>. Pro centrální banky, které mají ve svém mandátu udržování cenové stability, je přetrvávající pokles inflačních očekávání silným signálem. Nejen že tím může být ohrožena důvěryhodnost cíle centrální banky, ale očekávání nízké inflace mívají sebenaplňující se charakter. A tržní instrumenty naznačují, že v USA v posledních dvou letech došlo k výraznému poklesu inflačních očekávání. Na druhé straně průzkum mezi experty (Survey of Professional Forecasters, SPF) indikuje velmi stabilní výhled inflace v 10letém horizontu. Nejprve se tedy podíváme na rozdílné způsoby zachycení inflačních očekávání – z tržních kontraktů a z dotazníkových šetření.

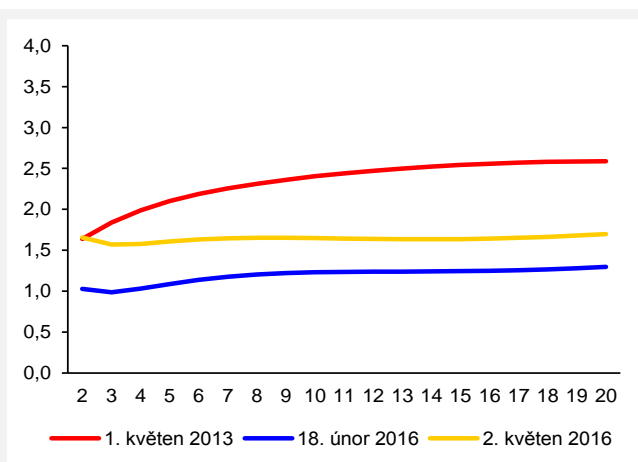
Nejrozšířenějším nástrojem k zachycení **tržních** inflačních očekávání jsou vládní dluhopisy chráněné proti inflaci (Treasury Inflation Protected Securities, TIPS). Rozdíl mezi výnosem TIPS a klasického vládního dluhopisu se pak označuje jako zlomová míra inflace („break-even inflation rate“) a je chápána jako indikátor inflace, která je očekávána na dluhopisových trzích. Jak ukazuje Graf 1, v roce 2013 se míra zlomové inflace pohybovala v pásmu 2 až 2,3 %. Od poloviny roku 2014 však míra klesala a v únoru 2016 se přiblížila hodnotám z dubna 2009. TIPS tehdy indikovaly, že v desetiletém horizontu bude průměrná inflace pouhých 1,2 % (Graf 2)<sup>4</sup>. Aktuálně se očekává míra inflace sice vyšší (1,6 %), ale stále výrazně pod 2% inflačním cílem Fedu. Oproti květnu 2013 je též patrný nižší sklon křivky – je tedy otázkou, zda dluhopisové trhy očekávají trvale nízkoinflační prostředí v USA.



Graf 1 Tržní inflační očekávání a skutečná inflace

Zdroj: Datastream, Gurkaynak, Sack a Wright (2008)

Pozn. Měsíční údaje. Zlomová míra inflace je odvozena z TIPS, kde referenční horizont je 10 let.



Graf 2 Zlomová míra inflace ve vybraných dnech

Zdroj: Gurkaynak, Sack a Wright (2008)

Pozn. Horizontální osa – počet let dopředu od uvedeného data. Vertikální osa – míry zlomové inflace na tom horizontu k uvedenému datu

<sup>1</sup> Autorkou je Soňa Benecká (sona.benecka@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Tématu inflačních očekávání se věnoval rovněž příspěvek v publikaci Monitoring centrální banky z prosince 2013.

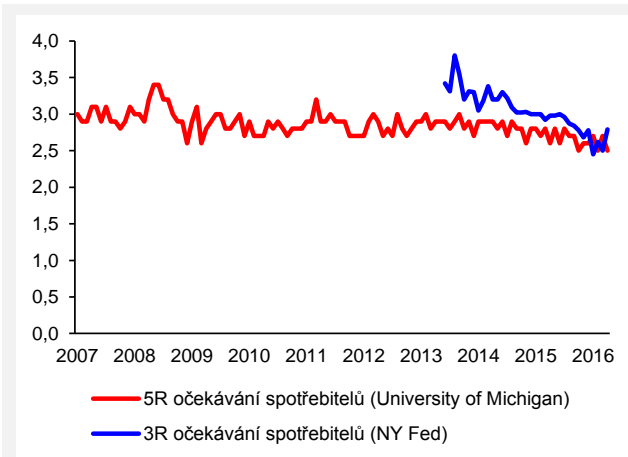
<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160606a.htm>

<sup>3</sup> Kompenzace se odvíjí od nákupu/prodeje ochrany proti inflaci ve formě finančního instrumentu, zatímco inflační očekávání by měl být celkový pohled trhu na budoucí vývoj inflace s ohledem na aktuální dostupné údaje.

<sup>4</sup> Graf ukazuje míru zlomové inflace (ve formě průměrné očekávané inflace na daném horizontu) jako funkci délky splatnosti cenného papíru na horizontální ose. Více o metodě lze nalézt v Gurkaynak, Sack a Wright (2008).

Jak ale ukázala celá řada studií, hodnota TIPS může odrážet více faktorů než jen očekávanou inflaci. Před rokem 2004 byly dluhopisy podhodnoceny (např. Shen, 2006), zatímco výprodej na vrcholu finanční krize v druhé polovině roku 2008 posunul jejich výnosy nad rozumnou úroveň (Christensen a kol., 2010). Riziková prémie a variabilní likvidita na trhu s TIPS tak zhoršuje interpretaci míry zlomové inflace.

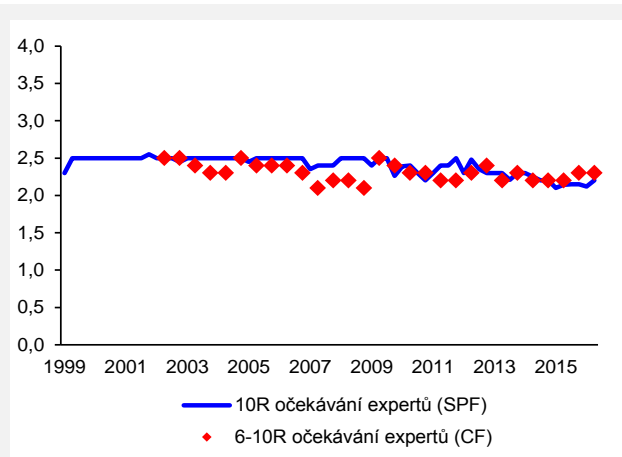
Jako alternativa jsou tedy diskutovány výhledy inflace odvozené z kontraktů na inflační swapy, které jsou vysoce likvidní a transparentní. Nevýhodou tohoto přístupu jsou podstatně kratší časové řady. Nicméně i u swapů je patrný pokles v závěru sledovaného období, podobně jako u zlomové míry inflace odvozené z TIPS (Graf 1).



Graf 3 Inflační očekávání spotřebitelů

Zdroj: Datastream, NY Fed

Pozn. Měsíční údaje. V závorce jsou uvedeny instituce, které šetření mezi spotřebiteli provádí.



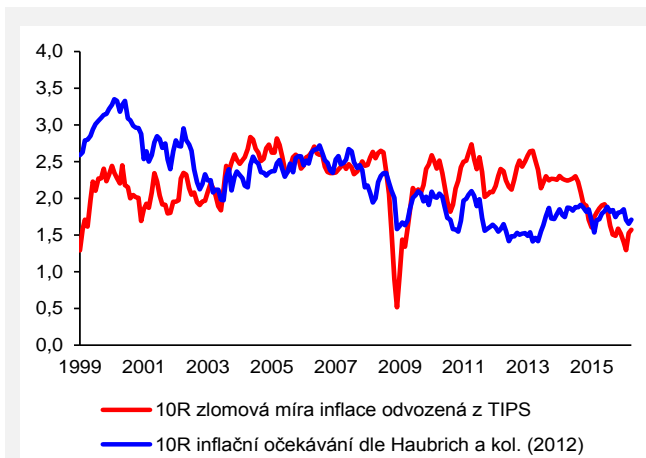
Graf 4 Inflační očekávání expertů

Zdroj: Datastream, CF

Pozn. Měsíční údaje. Očekávání expertů jsou odvozena ze Survey of Professional Forecasters (SPF) a publikací (Consensus Forecasts, pouze v dubnu a říjnu, výhled 6-10 let)

K dispozici jsou však i ukazatele inflačních očekávání založené na dotazníkových **šetřeních**. Jak ukazují Grafy 3 a 4, střednědobá a dlouhodobá inflační očekávání spotřebitelů stejně jako inflační očekávání expertů byla v průběhu krize stabilní. V roce 2013 byla 10R inflační očekávání expertů (podle SPF) blízko zlomové inflaci (2,3 %), zatímco spotřebitelé očekávali v kratším horizontu 5 let inflaci o půl procentního bodu vyšší (podle šetření University of Michigan). I zde je však od tohoto období patrný mírný pokles, obě šetření ale stále indikují výhled inflace nad cílem Fedu. Dlouhodobé výhledy Consensus Forecasts se s výjimkou období finanční krize pohybovaly na stejné úrovni jako očekávání SPF.

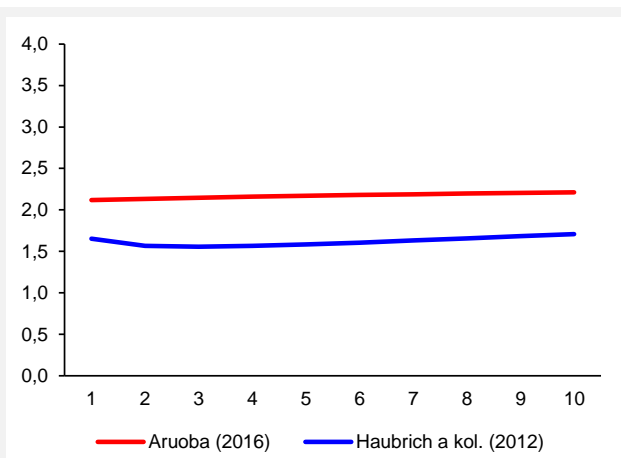
Ze srovnání by se mohlo zdát, že finanční trhy jsou na rozdíl od respondentů ohledně očekávané inflace podstatně méně optimistické. Jednou z možností, jak se s rozdíly mezi jednotlivými alternativami vyrovnat, je shrnout informace z více zdrojů do jednoho ukazatele. Haubrich, Pennacchi a Ritchken (2012) vyvinuli přístup na základě swapových kontraktů a výsledků šetření a své odhady dále aktualizují (Graf 5).



Graf 5 Alternativní ukazatele inflační očekávání

Zdroj: Gurkaynak, Sack a Wright (2008), Haubrich a kol. (2012)

Pozn. Měsíční údaje. Zlomová míra inflace je odvozena z TIPS, kde referenční horizont je 10 let.



Graf 6 Časová křivka inflačních očekávání, duben 2016

Zdroj: Haubrich a kol. (2012), Aruoba (2016)

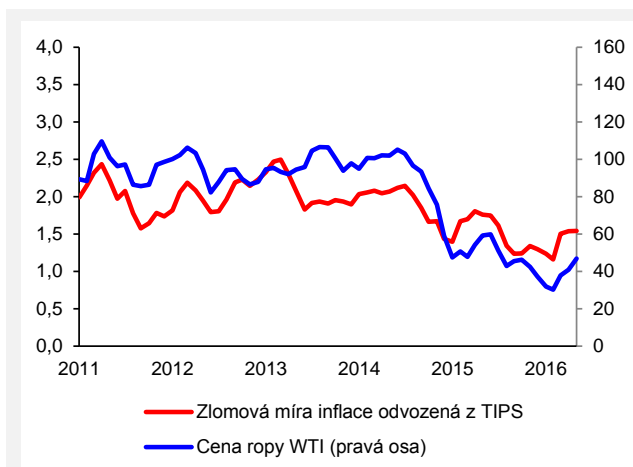
Pozn. Haubrich a kol. (2012) – složený ukazatel, Aruoba (2016) – očekávání expertů

Jejich měřítko inflačních očekávání vykazuje mírný pokles v předkrizovém období a relativní stabilitu v průběhu globální finanční krize. Od roku 2013 je na rozdíl od zlomové míry inflace z TIPS patrná jeho stabilita. Výnosová křivka opět naznačuje trvale nízkoinflační prostředí v USA, na úrovni o půl procentního bodu nižší, než očekávají experti (Aruoba, 2016; Graf 6). V následující části se proto podíváme na možné příčiny tohoto rozdílu, zejména s ohledem na faktory, které inflační očekávání aktuálně ovlivňují.

## 2 Dlouhodobá vs. krátkodobá inflační očekávání

Dlouhodobá inflační očekávání jsou obvykle velmi stabilní. Podle Marcet a Nicolini (2003), se odhady dlouhodobé inflace ze strany agentů mění jen velmi pomalu s tím, jak postupně přibývá počet pozorování. Jen pokud jsou překvapování **opakovaně** nebo **výrazně**, přesunou ekonomičtí agenti důraz na aktuální informace a dlouhodobá inflační očekávání jsou pak citlivější na nové údaje. K revizi tedy dojde, pokud nové informace výrazně posunou krátkodobá inflační očekávání. Dalším faktorem je i rozdílné chování agentů. Pokud mají účastníci na finančních trzích vzhledem k vnitřní dynamice (tj. likviditě na trhu, rizikové prémii atd.) vyšší citlivost na nové informace než experti v bankách, pak je mohou do výhledů promítnout rychleji. Experti pak mohou více spoléhat na kroky centrální banky, jejíž mandát je zaměřen na cenovou stabilitu. Například dlouhodobá inflační očekávání Consensus Forecasts (výhled na 6-10 let) pro Japonsko byla v minulé dekádě kladná a stabilní (zhruba ve výši 1 %) navzdory tomu, že tato země čelila po mnoho let mírné, ale trvalé deflaci.

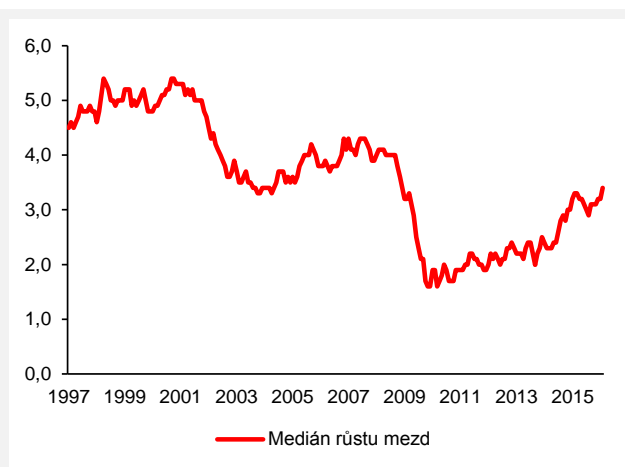
Aktuální tlak na pokles inflačních očekávání může být jen dočasným jevem, který souvisí s relativně dlouhým obdobím nízké inflace, a po vyrchání protiinflačních tlaků se očekávání opět zvýší. Celková míra inflace v USA se v březnu 2015 propadla na nulu a teprve v prvním čtvrtletí 2016 přesáhla 1% hranici (Graf 1). Hlavním důvodem byl výrazný pokles cen ropy, zatímco výkon americké ekonomiky se v minulém roce podstatně zlepšoval. Inflace za posledních deset let však dosáhla v průměru jen 1,6 %. Protiinflačně působilo i posilování amerického dolaru vůči ostatním měnám, zejména rozvíjejících se ekonomik. V posledních dvou měsících je však patrný obrat v trendu – ceny ropy se opět zvýšily a dolar oslabil. Proto i zlomová míra inflace (5letý horizont) zaznamenala nárůst (Graf 7). Protiinflační vlivy by tedy měly v průběhu následujícího půl roku vyrchat a do inflace a inflačních očekávání by se měl promítnout silný výkon ekonomiky a tlak na růst mezd. Hodinové výdělky podle Atlanta Fed's Wage Growth Tracker od finanční krize stabilně rostou, i když jsou stále pod úrovní z roku 2007 (Graf 8).



Graf 7 Inflační očekávání a cena ropy

Zdroj: Gurkaynak, Sack a Wright (2008)

Pozn. Měsíční údaje. Zlomová míra inflace je odvozena z TIPS, kde referenční horizont je 5 let. Cena ropy v USD/b.



Graf 8 Proinflační faktory – růst mezd

Zdroj: Atlanta Fed Wage Growth Tracker

Pozn. Měsíční údaje. 3měsíční klouzavý průměr, medián, populace celkem

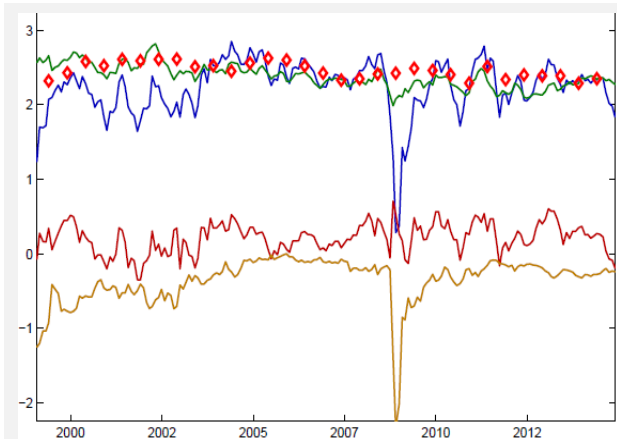
Proto aktuální výhled sazeb ze strany FOMC zahrnuje postupné zpřísnění měnové politiky. Riziko scénáře nicméně představuje nejen nízký růst domácí produktivity ale také výrazné zpomalení v zahraničí (zejména v Číně). Trhy tak mohou dávat signál o tom, že scénář pokračujícího oživení v USA s postupným zvyšováním sazeb nepovažují za reálný. Americká ekonomika zpomaluje, zlepšování na trhu práce se zastavilo a ani předstihové ukazatele nejsou výrazně pozitivní. Na druhou stranu nelze vyloučit, že do aktuálního poklesu zlomové míry inflace se promítají i další faktory.

## 3 Tržní faktory a efekt přelévání

Jak již bylo naznačeno v první části, TIPS nemusí být ideálním instrumentem pro odhad inflačních očekávání. Celá řada prací se pokusila analyzovat příčiny. Pro ilustraci uvádíme rozklad zlomové míry inflace z Abrahams a kol. (2015). Tento model naznačuje, že po očištění byla inflační očekávání stabilní na úrovni nad 2 % (Graf 9). Záporná likviditní premie se výrazněji projevila pouze v době finanční krize, zatímco

aktuální pokles souvisí s nižší rizikovou prémie. Riziková premie vyjadřuje kompenzaci pro investory za riziko, že jejich odhad budoucí inflace je chybný. Tato premie je úzce navázána na aktuální vývoj, tj. dlouhodobě stabilní inflace snižuje kompenzaci za riziko, které musí investor nést. Zde může být patrný nejen vliv cen ropy, ale také důvěra finančních trhů v připravenost centrálních bank zasáhnout proti nechtěné odchylce od předpokládaného scénáře. Větší důvěru ve stabilní inflaci ze strany finančních trhů pak ukazují i distribuce očekávané inflace z opcí.

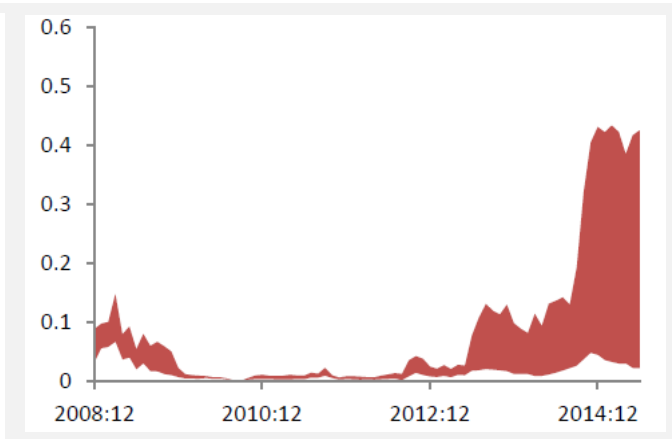
Dalším faktorem může být přelévání efektů mezi trhy v globálním měřítku. Ciccarelli a García (2015) ve své práci ukazují, že od podzimu 2014 přispíval k poklesu amerických inflačních očekávání také vývoj v eurozóně (Graf 10). Asymetrický efekt je přítomen pouze u dlouhodobých inflačních očekávání bez ohledu na typ finančního instrumentu. Tento šok patrně vznikl v souvislosti s prudkým zhoršením výhledu inflace v eurozóně z titulu nižších cen ropy a záporné mezery výstupu. Podle autorů studie mají vnitřní (idiosynkratické) šoky vliv zejména na krátkodobá inflační očekávání, zatímco u dlouhodobých dosahuje téměř jedné třetiny příspěvek přelévání.



Graf 9 Rozklad zlomové míry inflace

Zdroj: Abrahams a kol. (2015)

Pozn. Zlomová míra inflace (modrá), Riziková premie (červená), Likviditní složka (žlutá), Inflační očekávání (zelená), Blue Chip Financial Forecasts (červená tečka)



Graf 10 Časově variabilní efekt přelévání

Zdroj: Ciccarelli a García (2015)

Pozn. Přelévání domácích šoků v okně 48 měsíců (rolující odhady).

## 4 Závěr

Lze tedy shrnout, že tržní výhledy naznačují pokles inflačních očekávání ve Spojených státech, zatímco z pohledu expertů k ohrožení naplnění cíle Fedu nedochází. Pokusili jsme se popsat možné důvody (různá citlivost na nové informace, vliv rizikové premie či efektů přelévání). Většina z nich má dočasný charakter a neměla by být zdrojem znepokojení Fedu. Nelze však vyloučit ani možnost, že by došlo k zásadní korekci výhledu americké ekonomiky. Podle finančních trhů by takový scénář zahrnoval dlouhé období nízké inflace pod cílem centrální banky.

## Zdroje

Gürkaynak, R. S., Sack B. a Wright J. H. (2008): The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation, FEDS Working Paper No. 2008-05.

Shen, P. (2006): Liquidity Risk Premia and Breakeven Inflation Rates, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Second Quarter, pp. 29-53.

Christensen, I., F. Dion a C. Reid (2004): Real Return Bonds, Inflation Expectations and the Break Even Inflation Rate", Bank of Canada Working Paper, 2004-43.

Haubrich, J. G., Pennacchi, G. a Ritchken, P. H. (2012): Inflation Expectations, Real Rates, and Risk Premia: Evidence from Inflation Swaps, FRB of Cleveland Working Paper No. 1107.

Aruoba, S. B. (2016): Term Structures of Inflation Expectations and Real Interest Rates, Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 16-09.

Abrahams, M. G., Adrian, T., Crump, R. K. a Moench, E. (2015): Decomposing Real and Nominal Yield Curves, Staff Report No. 570, Federal Reserve Bank of New York.

Ciccarelli, M. a García, J. A. (2015): International spillovers in inflation expectations, ECB Working Paper 1857, October 2015.



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	<b>-0,1</b>	2016/7	<b>-0,2</b>	2016/4	<b>+0,2</b>	2016/6	<b>+0,2</b>	2016/6
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/3
US	<b>0</b>	2016/7	<b>-0,2</b>	2016/4	<b>-0,2</b>	2016/6	<b>-0,2</b>	2016/6
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/3
DE	<b>-0,1</b>	2016/7	<b>-0,2</b>	2016/4	<b>+0,3</b>	2016/6	<b>-0,1</b>	2016/6
		2016/6		2016/1		2016/2		2015/12
JP	<b>0</b>	2016/7	<b>-0,5</b>	2016/4	<b>-0,1</b>	2016/6	<b>-0,3</b>	2016/4
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/1
BR	<b>+0,3</b>	2016/7	<b>-0,3</b>	2016/4	<b>-0,3</b>	2016/6	<b>0</b>	2016/7
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/6
RU	<b>+0,3</b>	2016/7	<b>-0,8</b>	2016/4	<b>-1,3</b>	2016/6	<b>+0,4</b>	2016/7
		2016/6		2016/1		2015/11		2016/6
IN	<b>0</b>	2016/7	<b>0</b>	2016/4	<b>0</b>	2016/6	<b>0</b>	2016/7
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/6
CN	<b>-0,1</b>	2016/7	<b>+0,2</b>	2016/4	<b>0</b>	2016/6	<b>0</b>	2016/7
		2016/6		2016/1		2016/2		2016/6

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	<b>+0,1</b>	2016/7	<b>-0,6</b>	2016/4	<b>-0,7</b>	2016/6	<b>+0,1</b>	2016/6
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/3
US	<b>0</b>	2016/7	<b>-0,3</b>	2016/4	<b>+0,1</b>	2016/6	<b>+0,2</b>	2016/6
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/3
DE	<b>0</b>	2016/7	<b>-0,7</b>	2016/4	<b>-0,7</b>	2016/6	<b>-0,9</b>	2016/6
		2016/6		2015/9		2015/11		2015/12
JP	<b>0</b>	2016/7	<b>-0,6</b>	2016/4	<b>-0,6</b>	2016/6	<b>-0,3</b>	2016/4
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/1
BR	<b>+0,1</b>	2016/7	<b>+2,4</b>	2016/4	<b>+3,4</b>	2016/6	<b>-0,2</b>	2016/7
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/6
RU	<b>-0,4</b>	2016/7	<b>-0,2</b>	2016/4	<b>-2,2</b>	2016/6	<b>+0,6</b>	2016/7
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/6
IN	<b>+0,1</b>	2016/7	<b>-0,2</b>	2016/4	<b>+0,1</b>	2016/6	<b>0</b>	2016/7
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/6
CN	<b>+0,1</b>	2016/7	<b>0</b>	2016/4	<b>+0,1</b>	2016/6	<b>0</b>	2016/7
		2016/6		2015/9		2015/11		2016/6

### A3. Seznam zkratkou použitých v GEVu

<b>ABS</b>	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	<b>HICP</b>	harmonizovaný index spotřebitelských cen
<b>b</b>	barel	<b>CHF</b>	švýcarský frank
<b>BoJ</b>	Bank of Japan	<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange
<b>BR</b>	Brazílie	<b>IEA</b>	International Energy Agency
<b>BRIC</b>	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	<b>IFO</b>	Institute for Economic Research
<b>BRL</b>	brazilský real	<b>IFO-BE</b>	IFO Business Expectations
<b>CB</b>	centrální banka	<b>IN</b>	Indie
<b>CB-CCI</b>	Conference Board Consumer Confidence Index	<b>INR</b>	indická rupie
<b>CB-LEII</b>	Conference Board Leading Economic Indicator Index	<b>IRS</b>	Interest rate swap (úrokový swap)
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade	<b>ISM</b>	Institute for Supply Management
<b>CBR</b>	centrální banka Ruska	<b>JP</b>	Japonsko
<b>CF</b>	Consensus Forecasts	<b>JPY</b>	japonský jen
<b>CN</b>	Čína	<b>LIBOR</b>	úroková sazba britského mezibankovního trhu
<b>CNY</b>	čínský renminbi	<b>MER</b>	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
<b>ČNB</b>	Česká národní banka	<b>MMBtu</b>	milion britských termálních jednotek
<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>EBRR</b>	Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj	<b>PMI</b>	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka	<b>PPI</b>	ceny průmyslových výrobců
<b>EC-CCI</b>	European Commission Consumer Confidence Indicator	<b>PU</b>	předstihové ukazatele
<b>EC-ICI</b>	European Commission Industrial Confidence Indicator	<b>QE</b>	kvantitativní uvolňování
<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>EK</b>	Evropská komise	<b>TLTRO</b>	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
<b>EU</b>	Evropská unie	<b>UNCTAD</b>	Konference Organizace spojených národů o obchodu a rozvoji
<b>EUR</b>	euro	<b>UoM</b>	University of Michigan
<b>EURIBOR</b>	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	<b>UoM-CSI</b>	University of Michigan Consumer Sentiment Index
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	<b>US</b>	Spojené státy americké
<b>FOMC</b>	Federální komise pro volný trh	<b>USD</b>	americký dolar
<b>FRA</b>	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	<b>USDA</b>	Ministerstvo zemědělství (USA)
<b>GBP</b>	britská libra	<b>WEO</b>	World Economic Outlook
<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt	<b>WTI</b>	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		<b>ZEW-ES</b>	ZEW Economic Sentiment

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2016

	č. GEVu
Inflační očekávání v USA: iluze propadu? (Soňa Benecká)	2016-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2016-6
Konkurenceschopnost v mezinárodním srovnání optikou souhrnných ukazatelů (Iveta Polášková)	2016-5
Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit? (Jan Hošek)	2016-4
Strategie Evropa 2020 – dojde svého naplnění? (Pavla Břízová)	2016-3
Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice (Luboš Komárek a Vladimír Žďárský)	2016-2
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR (Filip Novotný)	2016-1

### 2015

	č. GEVu
Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu (Oxana Babecká Kucharčuková)	2015-12
Zlaté rezervy centrálních bank (Iveta Polášková)	2015-11
Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky (Soňa Benecká, Luboš Komárek a Filip Novotný)	2015-10
Ekonomické reformy indického premiéra Modiho (Pavla Břízová)	2015-9
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne? (Soňa Benecká)	2015-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2015-7
Sezónní cenové pohyby na komoditních trzích (Martin Motl)	2015-6
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam a 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 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

	<b>č. GEVu</b>
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**

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

**2012**

	<b>č. GEVu</b>
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

	č. GEVu
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

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