

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – KVĚTEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

<b>OBSAH</b>	<b>2</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>3</b>
<b>II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ</b>	<b>4</b>
<b>II.1 HDP</b>	<b>4</b>
<b>II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>5</b>
<b>II.3 Inflace</b>	<b>6</b>
<b>II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>7</b>
<b>III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE</b>	<b>8</b>
<b>IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA</b>	<b>9</b>
<b>V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN</b>	<b>10</b>
<b>VI VÝHLED CEN KOMODIT</b>	<b>11</b>
<b>VI.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>VI.2 Ostatní komodity</b>	<b>11</b>
<b>VII ZAOSTŘENO NA...</b>	<b>12</b>
<b>Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů</b>	<b>12</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>19</b>

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV., VI.
	Soňa Benecká	V.
	Alexis Derviz	Zaostřeno na...
Editoři:	Oxana Babecká	
	Martin Motl	
Garant:	Luboš Komárek	

Výhledy pro vyspělé ekonomiky ukazují na přetrvávající, nicméně pomalé zotavení. V eurozóně se v horizontu dvou let očekává stabilizace růstu **HDP** na úrovni 1,7 %. Německá ekonomika by měla letos růst opět výrazněji, a to o 2,6-2,8 %, avšak příští rok by měla zpomalit na 1,9 %. Ekonomika USA, po mírném zpomalení na 2,6-2,7 % v letošním roce, by měla v roce 2012 svůj hospodářský růst zvýšit na 2,7-3,2 %. V Číně se letos očekává růst HDP mírně nad 9%.

Vývoj cen energetických komodit a potravin i přes své aktuální zpomalení je významným zdrojem inflačních tlaků. **Inflace** v eurozóně a Německu letos dosáhne 2,2 až 2,5 %. Příští rok se v eurozóně očekává návrat inflace pod cílovou 2% hranici; inflace se v Německu v roce 2012 udrží na 2 %. Mírně vyšší růst cen (2,5-3,0 %) zaznamená v roce 2011 ekonomika Spojených států. Další rok by měl přinést pokles cenového růstu na 1,5-2,1 %. V Číně cenová hladina vzroste mírně pod 5% hranici, poté by mělo následovat zpomalení inflace o cca 1 p.b.

Hodnoty **předstihových ukazatelů** v květnu naznačují udržení silného hospodářského růstu v USA a jeho mírné oslabení v eurozóně, Německu a Číně. Zvláště významné je posílení důvěry amerických spotřebitelů.

Od poloviny ledna je pozorován růst tříměsíčních a jednoletých **sazeb EURIBOR**, ovšem na úrovních nepatrně nižších ve srovnání s předpovědí z minulého měsíce. Nenaplnění tržních očekávání ohledně rychlosti zpřísnování měnové politiky ECB poměrně výrazně posunulo směrem dolů sazby očekávané pro konec roku 2012. Předpověď výnosu německých 10letých dluhopisů se oproti minulému měsíci nezměnila. Výhled dolarových **sazeb LIBOR** se pro konec roku 2012 posunul směrem dolů, v reakci na mírné snížení tržních sazeb v dubnu a první dekádě května.

V důsledku trendového oslabení dolaru vůči světovým měnám, které bylo pozorováno od ledna do dubna 2011, posunul květnový CF trajektorie předpovědi směrem ke slabšímu dolaru. Vývoj **kurzu** výrazně ovlivnila politika nízkých úrokových sazeb Fedu a zhoršení výhledu ratingu Standard & Poor's. Na druhou stranu přetrvávají nejisté výhledy pro eurozónu: zatímco jižní státy a Irsko hledají řešení dluhové krize, země na severu musí čelit přísnějším měnovým podmínkám a silnějšímu euru. Ve tříměsíčním horizontu by se kurz amerického dolaru vůči euru měl pohybovat okolo 1,43 USD/EUR. V horizontu dvou let dolar posílí o 5 %; zhodnocení dolaru se rovněž očekává vůči japonskému jenu i švýcarskému franku.

Prudký propad **ceny ropy** v prvním květnovém týdnu souvisel s rychlým posílením dolaru ve stejném období a s obavami, že zpřísnování měnové politiky ve většině zemí negativně ovlivní ekonomický růst a poptávku po ropě. Následně se cena ropy vrátila k březnovým hodnotám a nová předpověď se tak oproti minulému měsíci snížila po celém horizontu. Nové výhledy na základě tržních kontraktů nyní začínají na hodnotě 117 USD/barel a pro konec roku 2012 klesají na 108 USD/barel. Se zhruba půlročním zpožděním se tento vývoj promítne do ceny plynu.

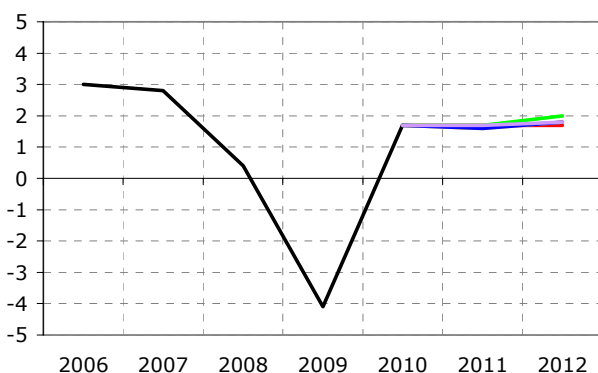
Propad na počátku května rovněž zaznamenaly ceny průmyslových kovů a v menší míře i ceny potravinářských komodit. Zatímco **ceny průmyslových kovů** by měly na stávajících úrovních stagnovat, u **cen potravinářských komodit** se očekává až do poloviny roku 2012 růst, za kterým stojí zejména napjatá situace na trhu s pšenicí.

## II.1 HDP

Květnový CF již po třetí období za sebou očekává udržení ekonomického růstu v eurozóně na loňské úrovni 1,7 % i pro následující dva roky. Oproti tomu ekonomika Německa letos poroste o 2,6-2,8 % (CF, EK) díky pokračujícímu zotavení, nízké nezaměstnanosti, stabilní domácí a vnější poptávce. V roce 2012 se růst německého HDP sníží na 1,9 %. EK očekává, že růst bude tažen především domácí spotřebou. Vliv čistého exportu se naopak sníží v důsledku stoupajícího dovozu. V příštích letech se rovněž očekává snížení rozpočtového schodku a vládního dluhu. Ekonomika Spojených států po letošním očekávaném zpomalení na 2,6-2,7 % má příští rok růst 2,7-3,2% tempem (CF, EK). Prognóza ekonomického růstu publikovaná Fedem i nadále zůstává na horní hranici rozpětí předpovědí sledovaných institucí: 3,2 % pro rok 2011 a 3,9 % pro rok 2012. Ekonomický růst Číny mírně zpomalí, ovlivněný stahováním fiskálních stimulů, zpřesňováním měnové politiky a inflačními tlaky, ale přesto se udrží kolem 9% hladiny. Dvanáctý pětiletý plán, uveřejněný Národním lidovým kongresem v březnu 2011, stanovil cílový růst na dalších pět let na úrovni minimálně 7 %, což je o půl procentního bodu níže ve srovnání s cílem předchozího pětiletého plánu.

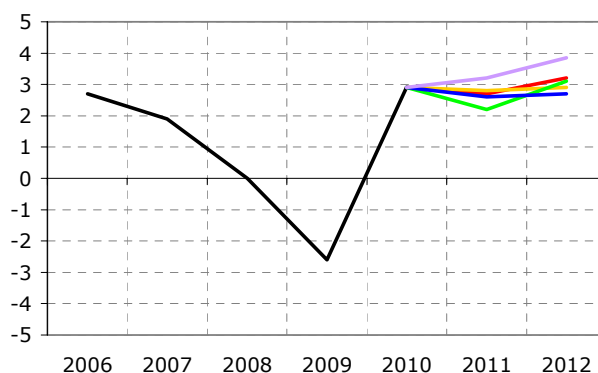
## EUROZÓNA

— HIST — CF, 5/11 — MMF, 4/11  
— OECD, 11/10 — EK, 5/11 — ECB, 3/11



## USA

— HIST — CF, 5/11 — MMF, 4/11  
— OECD, 11/10 — EK, 5/11 — Fed, 4/11

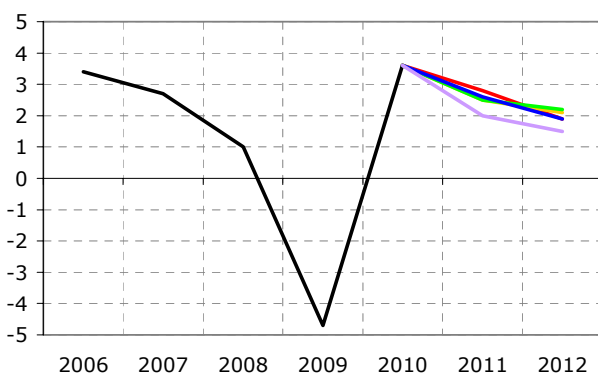


	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
2012		1,7	1,8	2,0	1,8	1,8

	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		2,7	2,8	2,2	2,6	3,2
2012		3,2	2,9	3,1	2,7	3,9

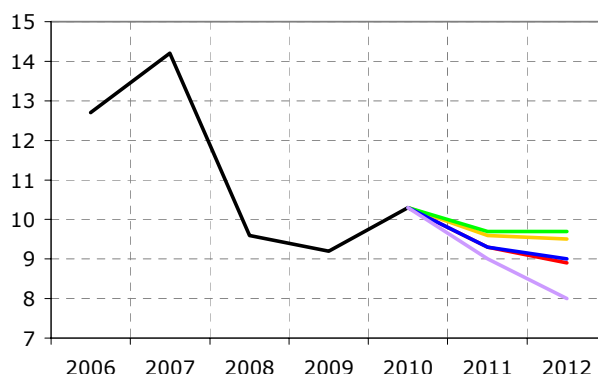
## NĚMECKO

— HIST — CF, 5/11 — MMF, 4/11  
— OECD, 11/10 — EK, 5/11 — DBB, 12/10



## ČÍNA

— HIST — CF, 5/11 — MMF, 4/11  
— OECD, 11/10 — EK, 5/11 — BOFIT, 3/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	3,6					
2011		2,8	2,5	2,5	2,6	2,0
2012		1,9	2,1	2,2	1,9	1,5

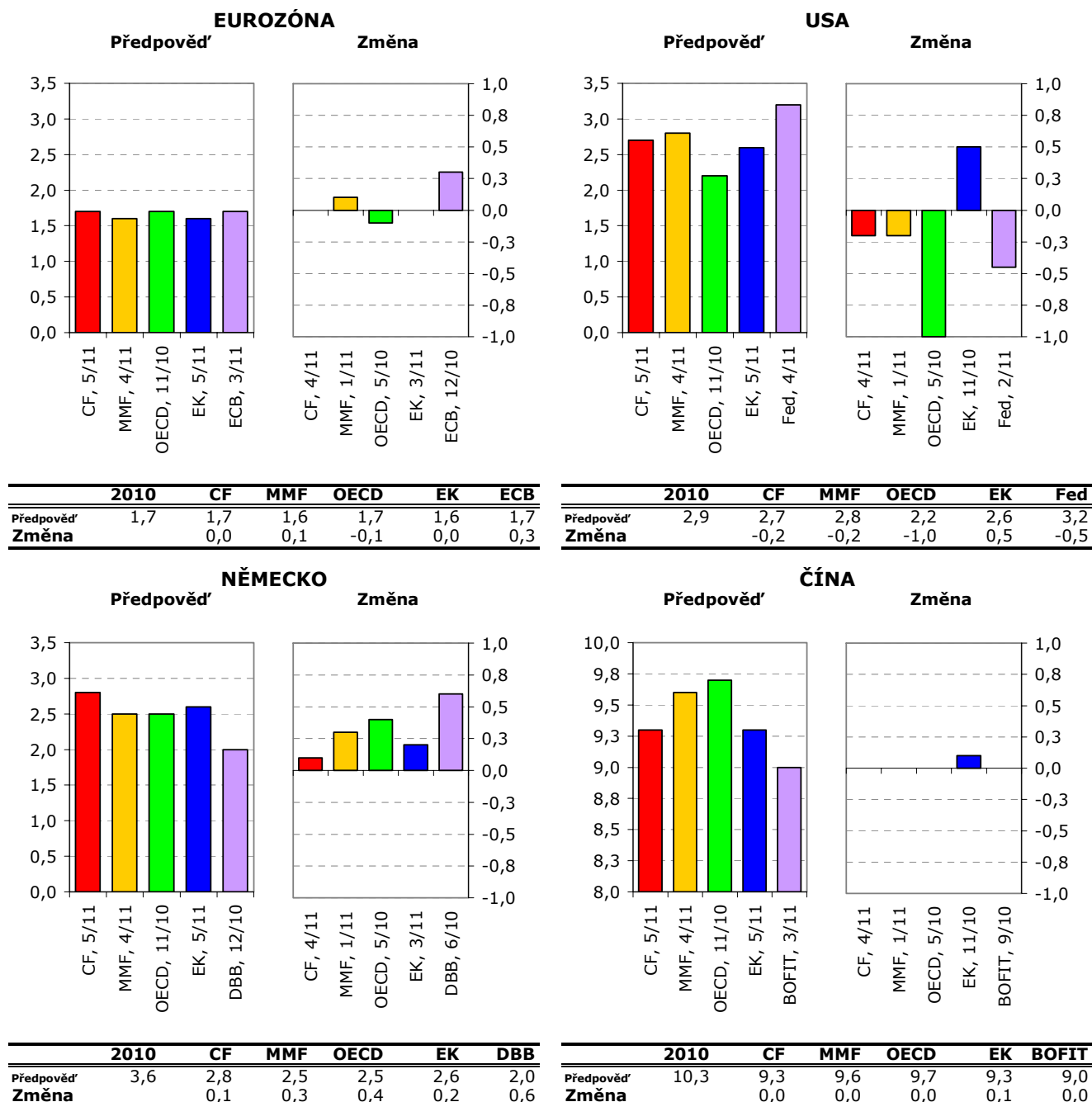
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,3	9,6	9,7	9,3	9,0
2012		8,9	9,5	9,7	9,0	8,0

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. května 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

### II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi

Nové výhledy CF a EK ponechaly očekávaný růst ekonomiky eurozóny beze změny. Oproti tomu se obě instituce shodují v očekávání silnějšího vývoje ekonomické aktivity v Německu ve srovnání s minulou prognózou. CF od března postupně reviduje směrem dolů růst HDP Spojených států. Prognóza této instituce se opírá o zpomalení ekonomického růstu v 1. kvartálu 2011 (předběžný odhad) pod vlivem pokračujícího oslabování sektoru nemovitostí a vysokých cen komodit. EK oproti své listopadové prognóze zvýšila růst HDP USA o půl procentního bodu.



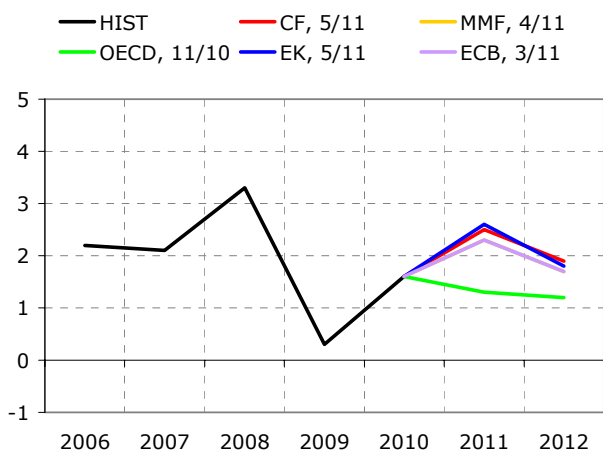
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. května 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

### II.3 Inflace

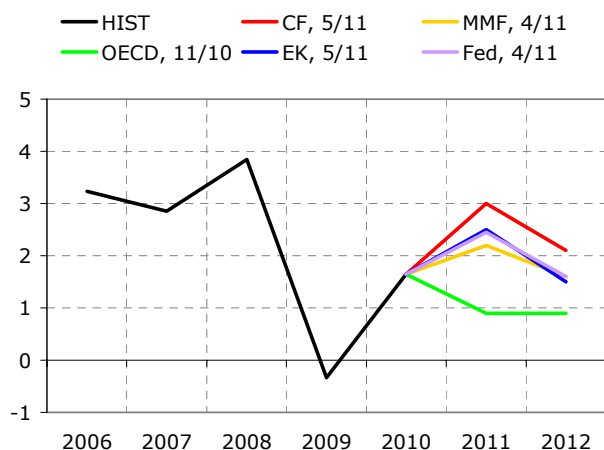
Podle CF a EK v roce 2011 mají ceny v eurozóně vzrůst o 2,5-2,6 %, což by bylo nejvíc od vzniku eurozóny. Další rok se očekává snížení míry inflace na 1,8-1,9 %. Německá inflace dosáhne letos 2,2-2,3 %. Udržování cenové hladiny, která je pro Německo poměrně vysoká, je dle CF částečně odůvodněno omezeným prostorem ke zvyšování úrokových sazeb ECB (riziko zhoršení ekonomické situace v „problémových“ ekonomikách periferie měnové unie), a v důsledku toho i nadbytkem levných peněz. Návrat k cílové hranici nastoupí v roce 2012. Inflace ve Spojených státech dosáhne v tomto roce 2,5 až 3 % pod vlivem vysokých cen energií, ale další rok zpomalí na 1,5-2,1 % (CF, EK a Fed). Čínská inflace v roce 2011 výrazně překročí 4% cíl. Dle CF dosáhne letošní inflace 4,7 %, ale v roce 2012 se inflace zpomalí na 3,8 %.

#### EUROZÓNA



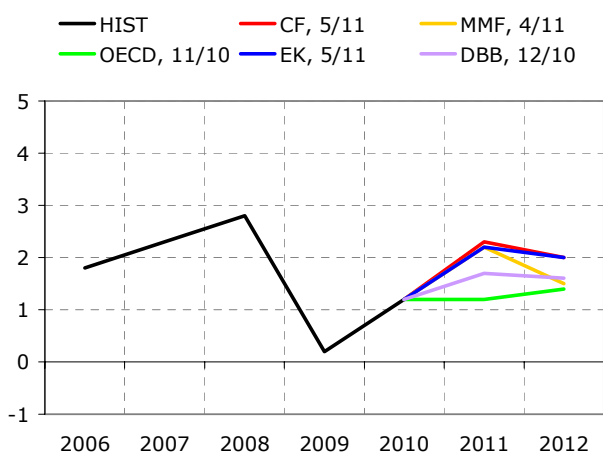
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,5	2,3	1,3	2,6	2,3
2012		1,9	1,7	1,2	1,8	1,7

#### USA



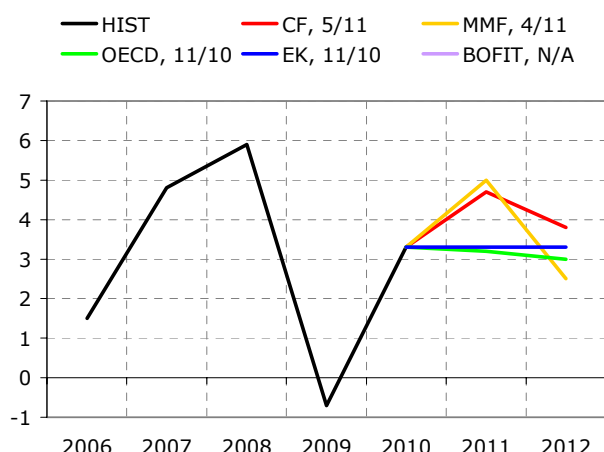
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		3,0	2,2	0,9	2,5	2,5
2012		2,1	1,6	0,9	1,5	1,6

#### NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,3	2,2	1,2	2,2	1,7
2012		2,0	1,5	1,4	2,0	1,6

#### ČÍNA



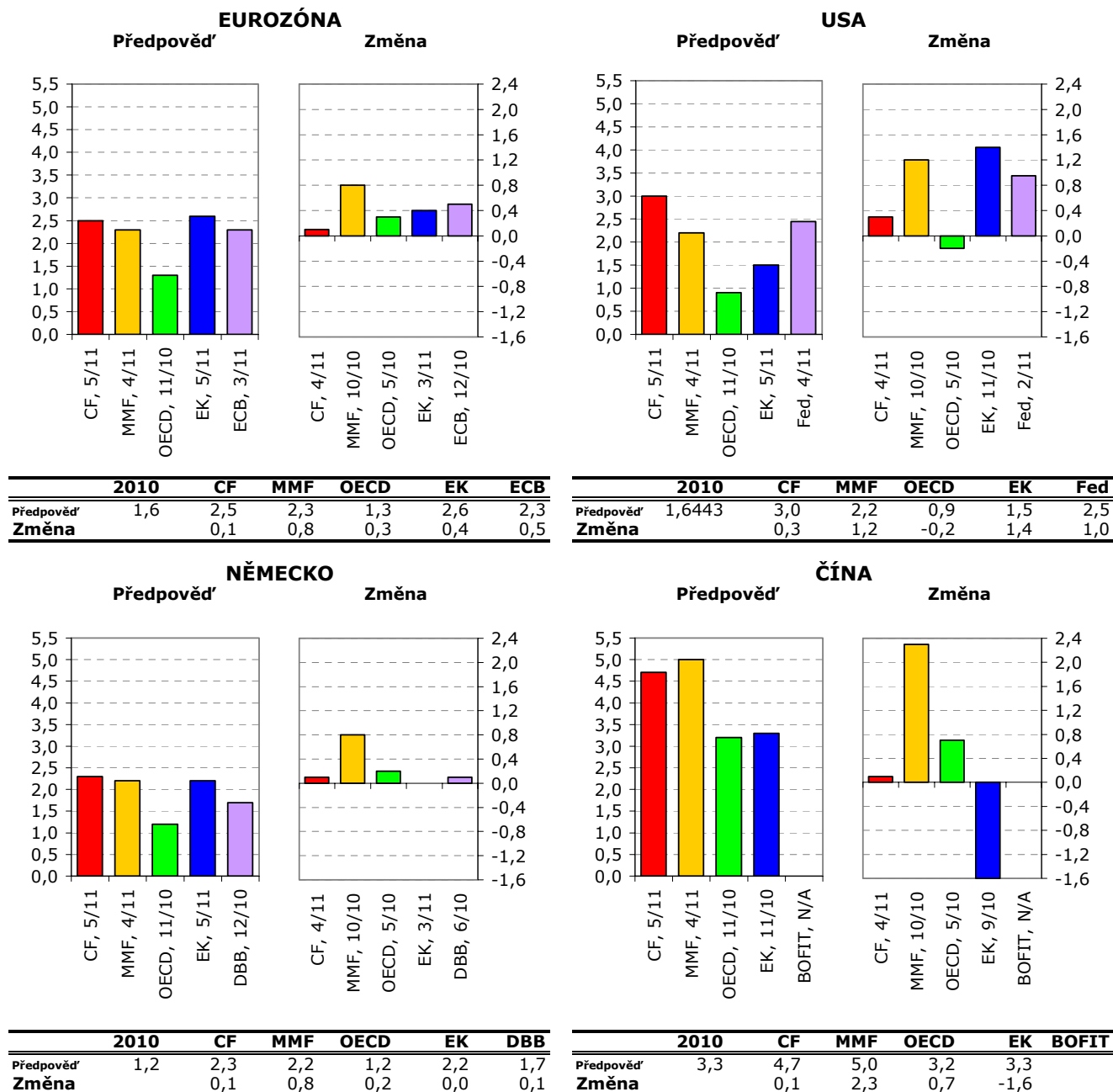
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	3,3					
2011		4,7	5,0	3,2	3,3	
2012		3,8	2,5	3,0	3,3	

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. května 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

## II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi

Oproti minulé prognóze se očekává vyšší inflace v eurozóně. CF nepatrně zvýšil výhled růstu cen v Německu. EK svůj výhled ponechala beze změny. Dle nových předpovědí ceny ve Spojených Státech budou růst více, než se očekávalo. Svou předpověď pro Čínu mírně zvýšil CF.

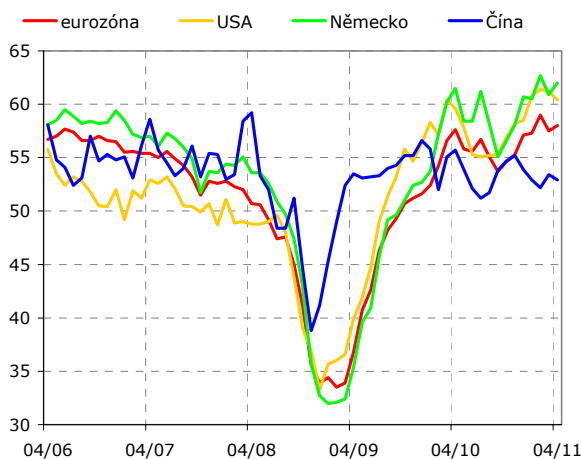


Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. května 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

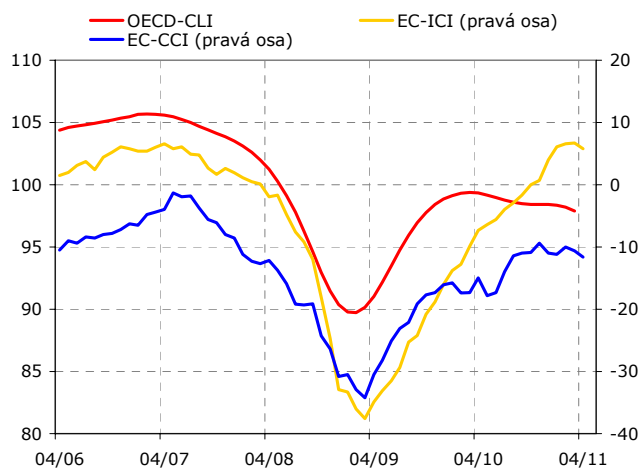
Předstihové ukazatele PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se v květnu v USA a Číně poněkud snížily z předchozích vysokých hodnot a tím naznačily určité oslabení růstu v tomto odvětví. V eurozóně včetně Německa se tyto ukazatele naopak zvýšily. V USA ostatní předstihové ukazatele (kromě PMI) posílily a signalizují tak pokračování silného hospodářského růstu. Zvláště významné je zvýšení spotřebitelské důvěry. V eurozóně a Německu je situace zcela opačná: předstihové ukazatele (s výjimkou PMI) poklesly a to přes vysokou dynamiku průmyslové výroby ukazují na nižší tempo hospodářského oživení.

**PMI V PRŮMYSLU**



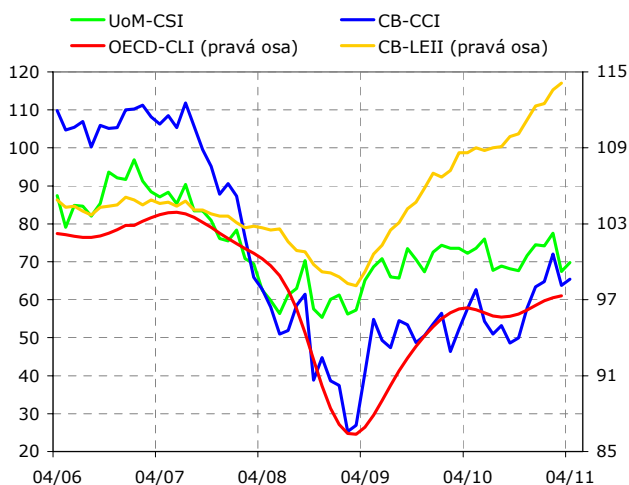
	EA	US	DE	CN
<b>2/11</b>	59,0	61,4	62,7	52,2
<b>3/11</b>	57,5	61,2	60,9	53,4
<b>4/11</b>	58,0	60,4	62,0	52,9

**EUROZÓNA**



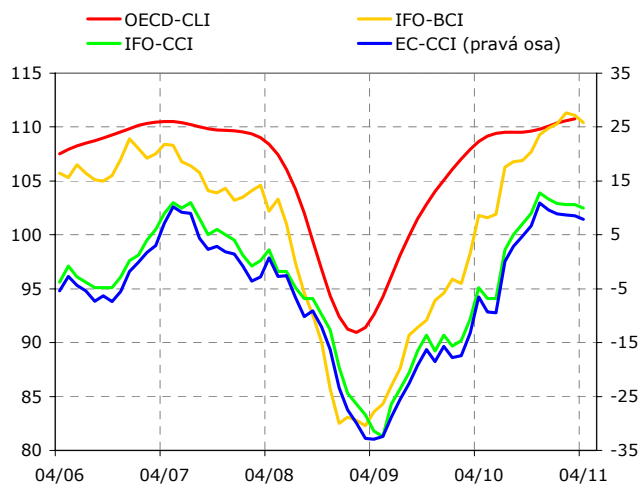
	OECD-CLI	EC-ICI	OECD-CCI
<b>2/11</b>	98,2	6,6	-10,0
<b>3/11</b>	97,9	6,7	-10,6
<b>4/11</b>		5,8	-11,6

**USA**



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
<b>2/11</b>	97,2	113,6	77,5	72,0
<b>3/11</b>	97,3	114,1	67,5	63,8
<b>4/11</b>			69,8	65,4

**NĚMECKO**



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
<b>2/11</b>	110,6	111,3	102,8	8,7
<b>3/11</b>	110,8	111,1	102,8	8,5
<b>4/11</b>		110,4	102,5	7,9

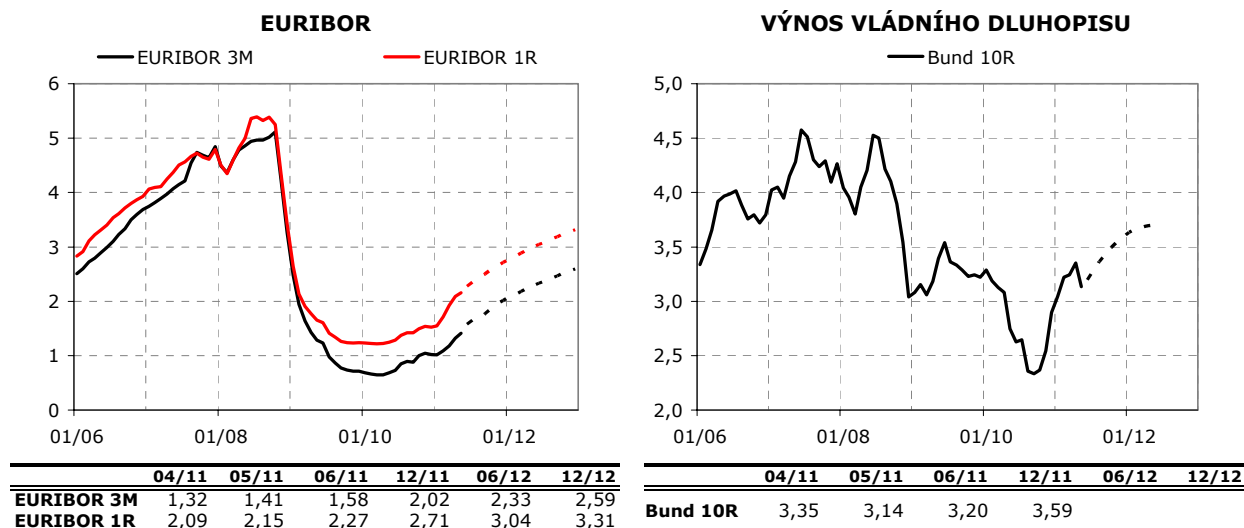
Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research - Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 12. května 2011]

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



### IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

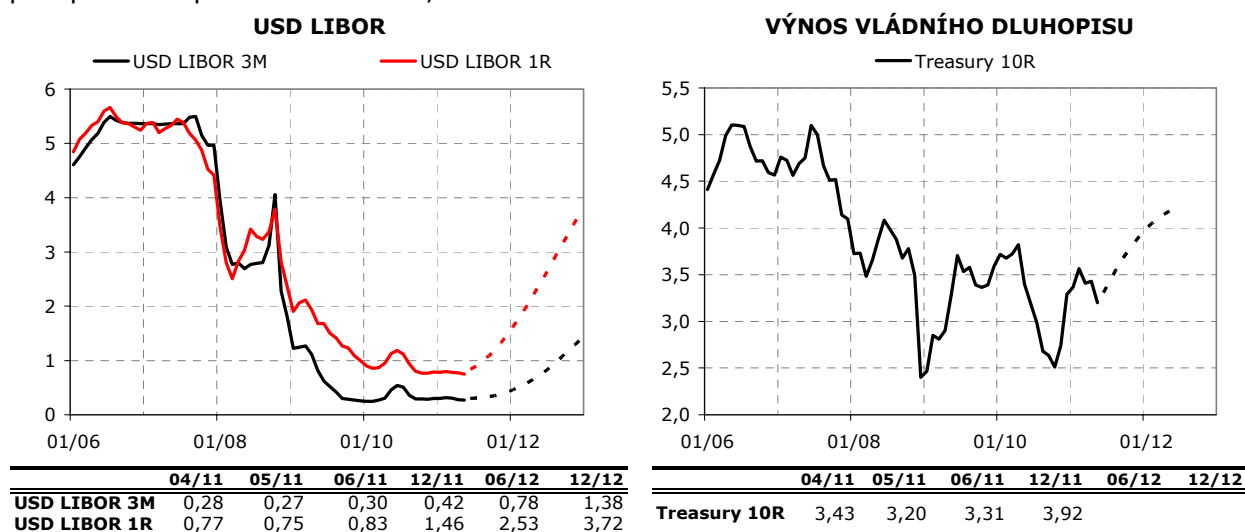
Úrokové sazby EURIBOR 3M a 1R od poloviny ledna rostou a v růstu pokračovaly i v dubnu a první dekádě května. Růst byl však o něco nižší, než očekávala předpověď z minulého měsíce. Podle ECB nebude zvyšování jejich sazeb tak rychlé, jak očekávaly po minulém zasedání trhy, a proto se poměrně výrazně směrem dolů změnila očekávaná sazby pro konec roku 2012. U tříměsíční sazby došlo k poklesu o téměř 0,5 p.b. na 2,6 %. Pro jednoletou sazbu činil pokles 0,4 p.b. na 3,3 %. U výnosu německého vládního dluhopisu je zhruba od poloviny dubna pozorována klesající tendenci; předpověď CF se však nezměnila: 3,4 % v horizontu tří měsíců a 3,7 % v ročním horizontu.



Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 9. května 2011] Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

### IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

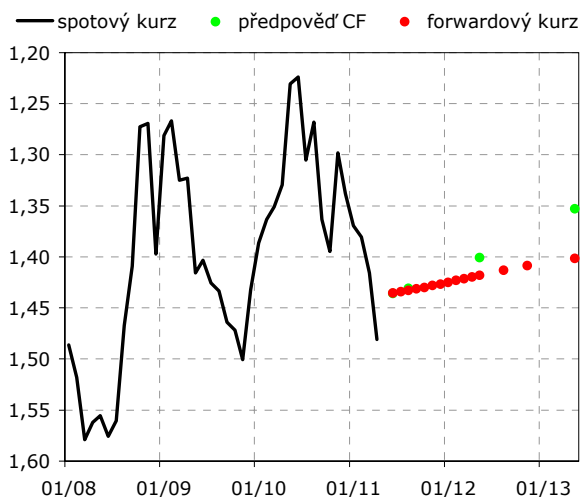
Navzdory tomu, že trhy již delší dobu očekávají růst, dolarové sazby LIBOR po dlouhé fázi stagnace v dubnu a první dekádě května naopak mírně poklesly. Hlavním důvodem byla patrně špatná data z amerického trhu práce. Výhled pro konec roku 2012 se tak u tříměsíční splatnosti posunul o 0,7 p.b. a u jednoleté sazby o 0,8 p.b. dolů. Výnos desetiletého vládního dluhopisu od poloviny dubna klesá. CF zachoval v horizontu tří měsíců předpověď 3,6 % a v ročním horizontu předpověď nepatrně snížil na 4,2 %.



Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 9. května 2011] Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

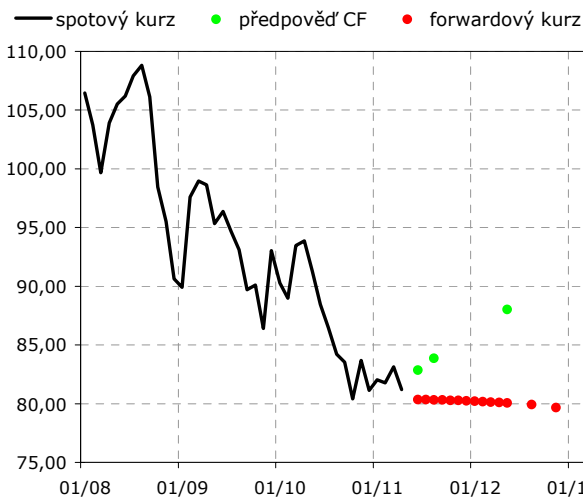
Kurz amerického dolaru vůči euru se na přelomu dubna a května 2011 přiblížil k 1,5 USD/EUR; nová předpověď CF rovněž posunula trajektorii očekávaného kurzu oproti minulému měsíci dolů. V horizontu jednoho roku by měl dolar posílit vůči euru na 1,4 USD/EUR, na konci května 2013 se očekává kurz 1,35 USD/EUR. Slabší než v minulém měsíci očekává CF dolar i vůči britské libře a švýcarskému franku. Naopak krátkodobě nedoznala významných změn prognóza kurzu dolaru vůči japonskému jenu. V horizontu dvou let by Kurz USD/GBP měl zůstat vcelku stabilní. Posílení dolaru se očekává vůči švýcarskému franku o 13 % a vůči jenu o 10 %.

USD/EUR



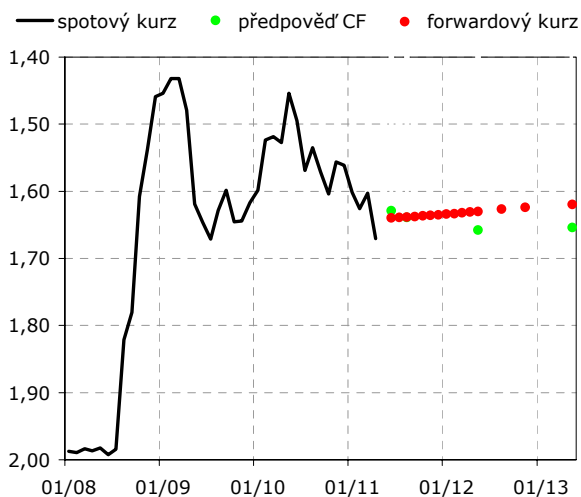
	9/5/11	06/11	08/11	05/12	05/13
spotový kurz	1,437				
předpověď CF		1,436	1,431	1,401	1,353
forwardový kurz		1,435	1,433	1,418	1,401

JPY/USD



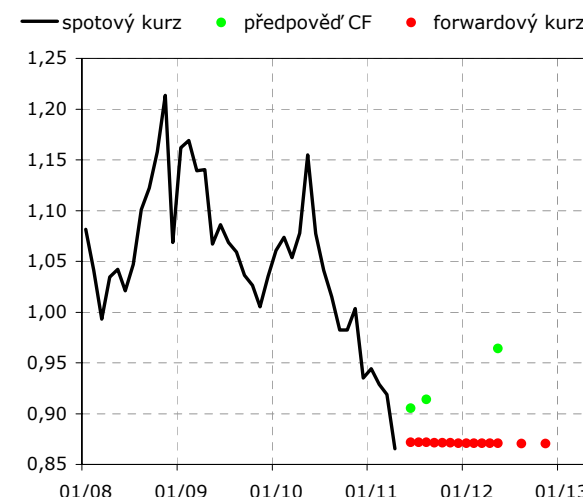
	9/5/11	06/11	08/11	05/12	05/13
spotový kurz	80,36				
předpověď CF		82,87	83,85	88,01	90,94
forwardový kurz		80,35	80,32	80,06	79,05

USD/GBP



	9/5/11	06/11	08/11	05/12	05/13
spotový kurz	1,640				
předpověď CF		1,629	1,639	1,658	1,654
forwardový kurz		1,640	1,638	1,630	1,620

CHF/USD



	9/5/11	06/11	08/11	05/12	05/13
spotový kurz	0,872				
předpověď CF		0,905	0,914	0,964	1,026
forwardový kurz		0,872	0,871	0,871	0,868

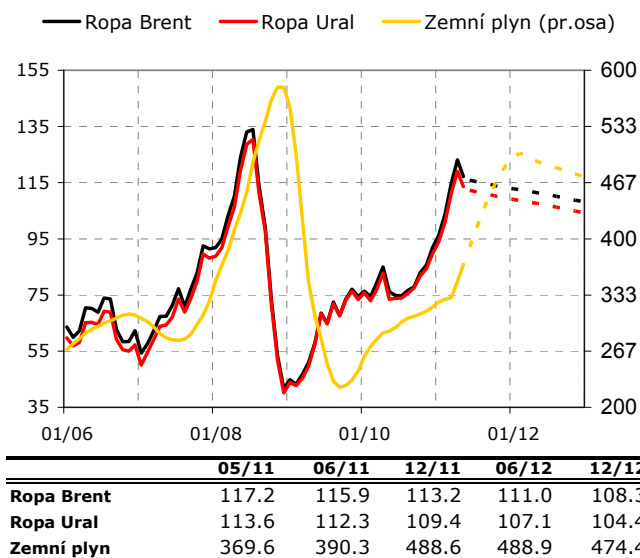
Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnosti zajištění budoucího kurzu. [Uzávěrka dat: 12. května 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

### VI.1 Ropa a zemní plyn

V prvním květnovém týdnu se cena ropy prudce propadla (téměř o 13 %) v souvislosti s rychlým posílením dolaru a s obavami, že zpřísnování měnové politiky (zejména v Číně, ale i jinde ve světě) utlumí hospodářský růst a poptávku po ropě. Následně sice cena ropy propad korigovala, ale zatím zdaleka nedosahuje svých hodnot ze začátku dubna. Tento vývoj se odrazil i na předpovědi, konstruované na základě tržních termínovaných kontraktů. Nová předpověď tak začíná na hodnotě 117 USD/barel a pro konec roku 2012 dosahuje hodnoty zhruba 108 USD/barel. Posunula se tak oproti minulému měsíci cca o 7 USD/barel níže po celém horizontu. Cena plynu odráží vývoj na trhu s ropou se zhruba půlročním zpožděním.

#### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotací londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 9. května 2011].

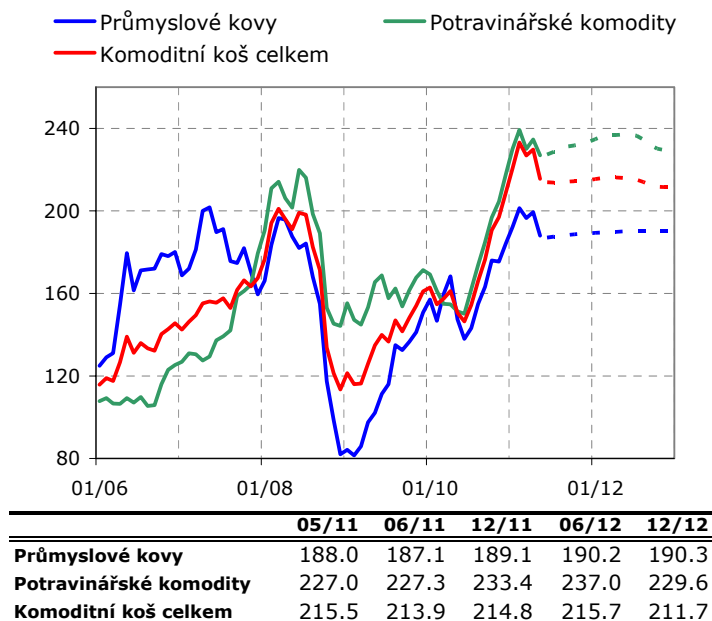
Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

### VI.2 Ostatní komodity

Podobný vývoj, jako u ceny ropy (tedy propad na počátku května), lze pozorovat i u cen průmyslových kovů a v menším měřítku i u cen potravinářských komodit. Zatímco index cen kovů se snížil po celém horizontu předpovědi (cca o 9 %), pokles indexu cen potravinářských komodit byl jen poloviční, ale ve výhledu se jeho cenový růst zrychluje (až do poloviny roku 2012) a postupem času by se tak měly ceny potravin dostat zpět na předpověď z minulého měsíce.

Co se týče jednotlivých komodit, očekává se růst ceny hliníku a naopak pokles ceny mědi. Ceny ostatních průmyslových kovů by měly zhruba stagnovat. U potravin se očekává nejdramatičtější situace u ceny pšenice, která by měla ve zbytku letošního roku ještě výrazně růst. Naopak z rekordních hodnot by měla dále klesat cena kukuřice, kaučuku a bavlny; pokles se čeká i u sóji.

#### VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled.

[Uzávěrka dat: 9. května 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

## VÍTĚZOVÉ A PORAŽENÍ EKONOMICKÉ KRIZE POHLEDEM EVROPSKÝCH INVESTORŮ

*Hluboká recese následující po globální finanční krizi z let 2007-2009 vedla k posunům významu jednotlivých zemí a regionů pro světové hospodářství. Některé z těchto posunů spojených s ekonomickou globalizací začaly již dlouho před krizí a v důsledku recese se pouze urychlily. Za souhrnnými čísly o růstu HDP a vnějších nerovnováhách se ovšem skrývají různorodé procesy v jednotlivých sektorech. Následující příspěvek přináší poznatky z březnové konference "The Global Divide: Winners and Losers of the Crisis" pořádané think-tankem CESifo, která nabídla právě takový desagregovaný pohled na pokrizový vývoj v klíčových odvětvích evropského průmyslu.<sup>1</sup> Diskuse na této konferenci ukázala, že v Německu a jinde v Evropě, například v Severovýchodních státech, existuje dost prosperujících vývozců, kteří jsou díky znalosti potřeb jednotlivých trhů a využití komparativních výhod schopní zmírnit dopad recese a položit základy udržitelného zotavení v domovských zemích.*

### Úvod

Poněkud zjednodušený, zato však výstižný, pohled na světové hospodářství posledních 2-3 let je ten, že pokrizové zotavení má dvě rychlosti, větší u hlavních rozvíjejících se ekonomik a nižší u většiny „starých“ průmyslových zemí. Zároveň sílí přesvědčení, že Německo jako jedna z mála rozvinutých zemí včetně členů eurozóny, patří v současné době jakoby k „cizí“ vysokorychlostní skupině. Mimo jiné, investiční strategie používané během poslední dekády německým průmyslem se ukázaly jako poměrně úspěšné. Je tu vidět zajímavý protiklad s, šetrně řečeno, nepřesvědčivým investičním výkonem podaným ve stejném období německými bankami (zejména do veřejného sektoru patřícími Landesbanken, ale nejen jimi). O to zajímavější bylo vyslechnout si názory vzešlé z debat na půdě jednoho z předních německých národohospodářských výzkumných pracovišť – mnichovského IFO – mezi ekonomy a zástupci investorů a jejich analytických poradců ohledně perspektiv nejen světové ekonomiky jako celku ale zejména jejich jednotlivých odvětví. Takováto debata se odehrála na březnové berlínské konferenci CESifo. Prezentace a diskuse se věnovaly nejdříve makroekonomickým otázkám, dále komoditám coby hlavním dovozním položkám a pak i centrálnímu tématu celé konference, tj. vývozním odvětvím.

### 1. Globální a regionální nerovnováhy

#### **Chyby investorů a vnější nerovnováhy**

„Makroekonomická“ část konference přinesla většinou již známé pohledy na světové hospodářství po krizi. Nejzajímavějším bylo podrobné odůvodnění názorů ředitele CESifo Hanse-Wenera Sinna na způsob překonání jednostranného přebytku Německa v obchodu s periferními členy eurozóny, tj. přesně toho přebytku, který zrcadlí schodky periferních ekonomik tak markantně projevené při stále pokračující fiskální krizi Řecka, Irska a Portugalska. Poukazuje na účetně zjevný fakt, že schodek běžného účtu je vždy odrazem přebytku finančního účtu. Profesor Sinn neustále opakuje, že klíč k nápravě je skryt v přesměrování přebytkových německých úspor do rozumně rizikových tuzemských investic namísto zdánlivě bezrizikových investic do oficiálních dluhů málo

<sup>1</sup> Skupina CESifo je společné výzkumné pracoviště IFO (zkratka pro Information und Forschung, což je středisko ekonomického výzkumu financované hlavně ze soukromých zdrojů německého průmyslu) a CES (Center for Economic Studies) patřící pod Národohospodářskou fakultu Mnichovské univerzity, tedy veřejnoprávní instituce.

konkurenceschopné periférie eurozóny. Původní přesvědčení trhů o zmíněné bezrizikovitosti bylo samozřejmě otřeseno spolu se začátkem fiskální krize zemí PIGS, ale nesmí být podle něj v žádném případě obnoveno pomocí přehnaných garancí a záchranných akcí typu EFSF a posléze ESM.<sup>2</sup> Konkrétně profesor Sinn pléduje za záchranné akce doprovázené zrealněním (rozuměj zvýšením) tržních výnosů dluhopisů zadlužených zemí odrážejícím možnost výrazných haircutů v případě restrukturalizace dluhu. Restrukturalizace by přitom mohla být vyhlášena v podstatě při kterékoli kupónové splátce (pokud s touto splátkou bude mít zadlužený stát potíže) a vztahovat se jen na ni. Už by neměl existovat suverénní dluh buď zcela bezrizikový díky plné garanci ze strany záchranného fondu anebo čistě spekulativní v případě, že záchranný fond na něj nestačí. To znamená, že by se z katastrofické vize plné insolvence dotyčného státu obnášející default na veškerý dluh najednou (byl by to jev z tzv. kategorie Black Swan zpopularizované ekonomy analyzujícími nedávnou světovou finanční krizí<sup>3</sup>), stala událost omezeného významu s běžnou pravděpodobností výskytu, kterou trhy umějí konvenčně ocenit stanovením přiměřené rizikové premie u dluhopisového výnosu. Tím Hans-Werner Sinn doufá „vychovat“ německé a další investory k tomu, aby si plně uvědomili rizika suverénních dluhů na periférii eurozóny, lépe pochopili nevýhody investování do nich a znovu se zaměřili na domácí trhy jádrových zemí. Menší vývoz kapitálu bude podle něj automaticky znamenat také menší vývoz zboží a služeb a zmírnění nerovnováh, kvůli kterým řada partnerů Německa v Evropě jej obviňuje z merkantilistických praktik. Aby toho bylo dosaženo, musí ovšem navždy zmizet umělé sbližování tržních výnosů dluhopisů jednotlivých členských zemí které vládlo v eurozóně v letech 2001-2008. Ve jménu této vize je profesor Sinn zřejmě ochoten připustit také omezený rozsah ztrát v bilancích německých bank, o kterých zároveň tvrdí, že budou nakonec mnohem menší než ty, o nichž mluví samotné banky, neboť ztráty, řekněme, z dluhu zemí PIIGS<sup>4</sup> budou částečně kompenzovány účetním ziskem z rostoucí ceny dluhopisů jádrových zemí. Tyto dluhopisy banky rovněž vlastní ve velkém množství. Nakolik je tento odhad správný, je těžké posoudit přesně, jelikož plné údaje o dluhopisových portfoliích bank nejsou veřejné.

Sinnův recept dostává v poslední době empirickou podporu. Zatímco po celou první dekádu po zavedení eura se Německo drželo na chvostu eurozóny a celé Unie jak v míře investování tak v míře růstu, po odeznění nejhorších projevů světové finanční krize v r. 2009 se naopak začalo dostávat s investicemi i růstem do čela. Zřejmě se němečtí investoři skutečně začínají „lécit“ z přehnané závislosti na jednoduchých úložkách do cizího suverénního dluhu a nechávají více prostředků doma. Proto jako prvního kandidáta na roli vítěze světové krize alespoň v Evropě lze označit právě Německo. Také ekonomiky Severských zemí, zejména Švédska, ustály krizi vcelku úspěšně. Jednotlivé složky zmíněného úspěchu se skrývají ve výkonu firem působících v nejperspektivnějších průmyslových odvětvích, viz kapitola 2.

### **Odlíšné perspektivy regionů**

*Evropa*: Od jednotlivých zemí se diskuse logicky rozšířila na větší ekonomické oblasti včetně nám nejbližší, tj. na eurozónu. Oživení po krizi se sice slibuje všude, avšak strukturální asymetrie (mezera mezi „Severem“ a „Jihem“, i když k Jihu patří též Irsko) dává tušit, že odlíšná růstová rychlost tady zůstane na dlouhá léta. Druhá část tohoto

<sup>2</sup> European Financial Stabilisation Fund resp. European Stability Mechanism.

<sup>3</sup> Termín pochází z knihy Nassima Taleba *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Penguin, 2007, 2010.

<sup>4</sup> Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko a Španělsko



přehledu osvětluje roli exportů do mimoevropských ekonomik jako hlavního růstového zdroje.

USA a Japonsko: Řada parametrů současného pokrizového období ve Spojených státech formálně hodně připomíná začátek tzv. „ztracené dekády“ v Japonsku. Nejde jen o nejlépe viditelné indikátory typu akciových indexů nebo cen nemovitostí, ale i o údaje mimo hlavní pozornost, například poměr měnové báze (rostoucí v důsledku měnové expanze) a klesajícího či v nejlepším případě stagnujícího objemu úvěrů. Je zde ale jeden podstatný rozdíl: Japonsko vždy mělo obchodní přebytky.<sup>5</sup> Souvisí to s průmyslovou základnou, která se v Japonsku udržovala i v průběhu příslovečné ztracené dekády po bankovní krizi přelomu 80. a 90. let minulého století, zatímco ve Spojených státech se průmyslová základna průběžně zmenšovala a zdroje růstu se vytvářely především v omezené oblasti informačních a bio-technologií. Problémy průmyslové základny a zejména lidského kapitálu potřebného pro její rozvoj jsou v současnosti pokládány za klíčové pro šance Spojených států otočit nepříznivý dlouhodobý trend „twin deficits“.

Čína: Je předpokládán postupný přechod ke spotřebitelské ekonomice, více podporovaný přirozeným vývojem než politickým zadáním (i když ani to druhé nechybí). Mezi urychlovače tohoto trendu patří i to, že některá exportní odvětví (ocel, loďařství, středně sofistikované stroje) nemají v horizontu nejbližších let šanci přežít bez masivních dotací a je otázkou, zda se takové dotace dostaví i v budoucnu. I když podpora z veřejných zdrojů bude pokračovat, nebude nutně poskytnuta v rozsahu schopném zastavit kontrakci.

Brazílie: Z dalších zemí BRIC<sup>6</sup> se pozornost soustředila právě na ni, neboť je pokládána za nejslibnější pro zahraniční, mj. evropské investice. Potenciál země ve smyslu investičních příležitostí byl charakterizován jako největší z celého rozvíjejícího se světa. To je přirozené také proto, že institucionální (v širším významu) „vzdálenost“ mezi rozvinutými zeměmi a Brazílií se při zvážení podobného kritéria uplatněného vůči Asii nebo Rusku jeví jako v podstatě nevýznamná.

### **Komodity: nutnost připravit se na nové oběti**

Manažeři investičních fondů zaměřených na komodity a jejich „sell-side“ analytici věští další nevyhnutelný růst cen vzhledem k rychlému vyčerpání dosud nejlevnějších a/nebo nejvyšších nalezišť. Předpovídají proto možnost nevratných cenových skoků nutných k tomu, aby dobývání či pěstování na hůř přístupných místech a udržení požadované kvality zůstalo rentabilní. I tito jednostranně zainteresovaní činitelé ovšem musejí připustit existenci závodů mezi technickým rozvojem při nalézání a dobývání snižujícím ceny a vyčerpáváním levných zdrojů působícím naopak na zvýšení cen. Nikým z expertů nebylo zpochybnováno, že nepružnost na nabídkové straně „odpovědná“ za růst cen je spíše faktorem působícím v krátkém období (což je ovšem také období, ve kterém lead-manageři emisí komoditních investičních nástrojů potřebují prodat svůj produkt koncovým investorům).

Ocel: Výroba oceli představuje „pozitivní“ příklad z hlediska sell-side managerů, kdy navzdory pesimistickým prognózám poptávka, investice a výnosy shodně jdou nahoru. Nepřekvapivě největší poptávka se čeká na rozvíjejících se trzích. O něco překvapivější je odhadovaný absolutní rozsah neuspokojené poptávky do r. 2050. Následek: silný očekávaný růst cen i ve vyspělých zemích. Je pravda, že tato prognóza je založena na

<sup>5</sup> Ani přírodní katastrofa a následná havárie jaderné elektrárny Fukušima, která se udála týden před popisovanou konferencí, podle převládajícího názoru nebudou mít zásadní vliv na uvedené dlouhodobé trendy.

<sup>6</sup> Skupinu zemí BRIC tvoří Brazílie, Rusko, Indie a Čína.

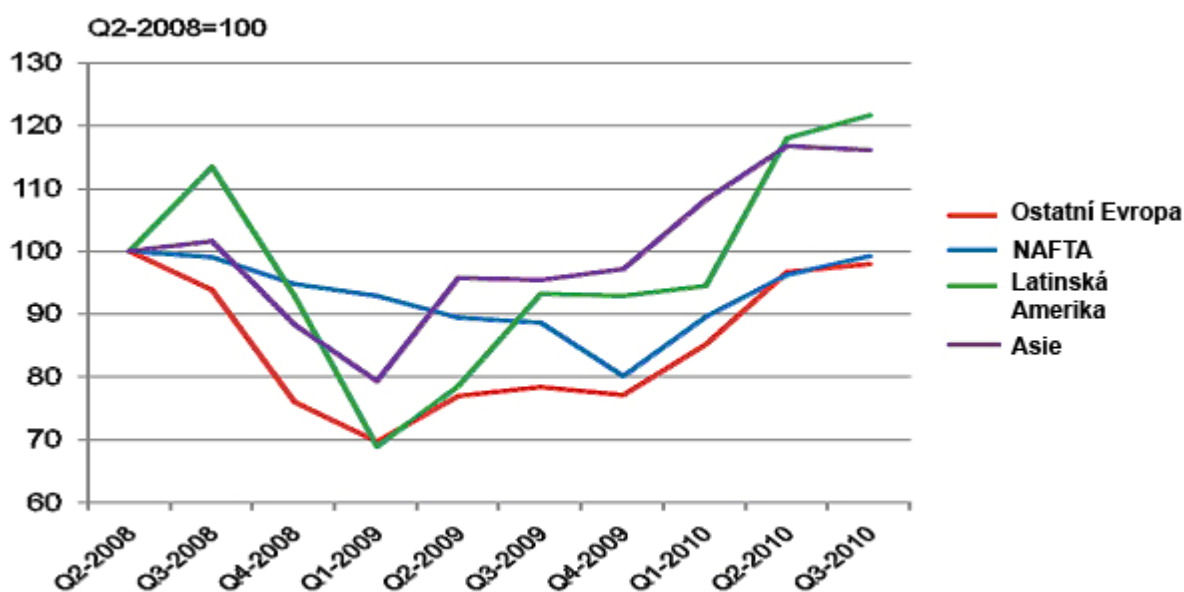
extrapolaci budoucího vývoje mimo Evropu a Ameriku v 21. století podle vývoje – a příslušné spotřeby oceli na hlavu – těchto dvou regionů během průmyslové revoluce 19. století, což je trochu odvážné. I tak ovšem perspektiva z hlediska poptávky po oceli v rozvojovém světě je velice příznivá. Evropské ocelárny mají šanci podílet se na tomto poptávkovém boomu, i když tento podíl mohl být mnohonásobně větší nebýt útlumu, který toto odvětví zažilo v Evropě během posledních 20 let minulého století.

## 2. Problémy a perspektivy klíčových odvětví

Jako klíčové vývozní sektory pro německý a vůbec evropský průmysl byly identifikovány (v pořadí prezentací, nikoli nutně ekonomické váhy): chemický, automobilový, elektrotechnický a investiční celky. Žádný z nich se sice neukazuje být zcela bezproblémovou oblastí neomezených možností, nicméně v každém se dají najít šance pro evropský vývoz na dlouhá léta dopředu.

**Chemický průmysl:** Zde by měly být posuzovány zvlášť farmaceutické odvětví a zvlášť zbytek výroby. První jmenované jakožto typické „defenzivní“ odvětví dopad krize prakticky nepocítilo a rostlo po celé uplynulé 3-4 roky podobným tempem jako předtím. Určité zpomalení bylo cítit spíše na konci roku 2010 (a trend pokračuje i v tomto roce), kdy se začala vzpamatovávat tradiční „procyklická“ odvětví. Navíc výroba léčiv je nutně úzce spjatá s výzkumnými kapacitami, které ve vyspělém světě včetně EU zatím udržují odstup před asijskou konkurencí, takže pro nejbližší léta nehrozí ztráta tržních podílů ve světě.

**Obrázek 1:** Vývozy evropského chemického průmyslu do teritorií mimo EU



Zdroj: Cefic Chemdata International

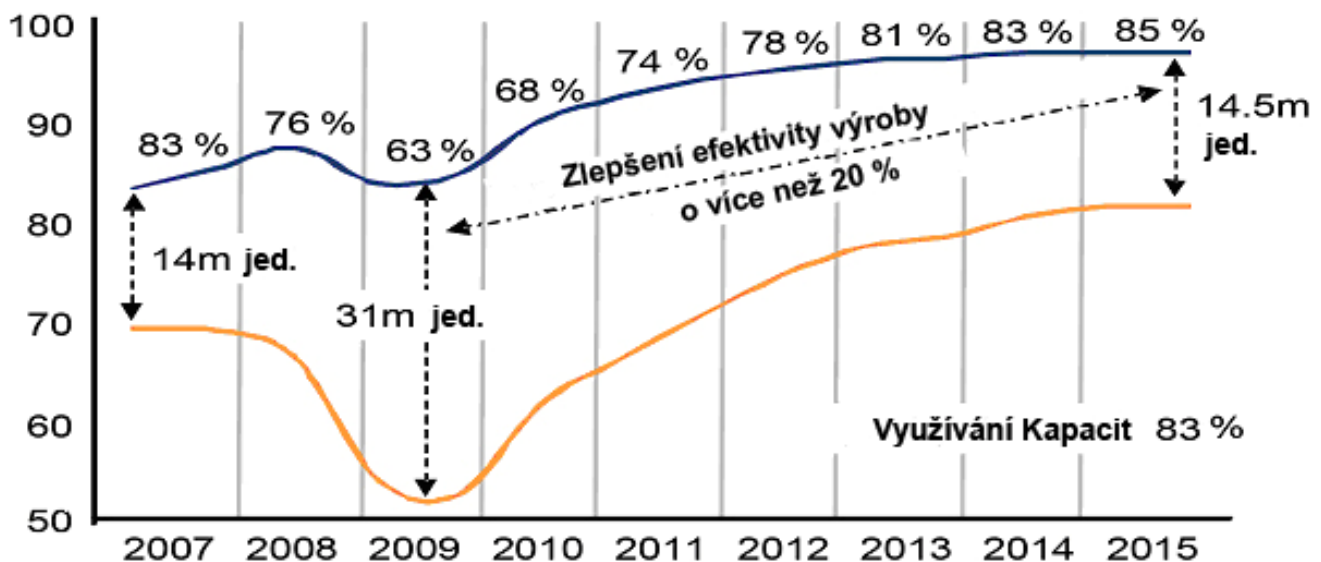
**Tabulka 1:** Regionální vývozní podíly (mimo EU) evropského chemického průmyslu 2Q 2008, v %

Region	Ostatní Evropa	Asie	NAFTA	Latinská Amerika	Zbytek světa
Podíl celkového vývozu	29	28	27	6	10

Zdroj: Cefic Chemdata International

Naopak dopad krize na nefarmaceutická odvětví byl velice bolestivý, včetně poklesu výroby, propadu zaměstnanosti a ztráty pozic na trhu. Z „chemicky významných“ zemí jen Belgie a Polsko již překonaly předchozí vrchol ve výrobě ze začátku roku 2008 a nepředpokládá se, že se to podaří EU jako celku dříve než v roce 2013. Tam, kde je růst v současnosti kladný, jedná se o záchranu v podobě obnovené a rychle rostoucí poptávky z rozvíjejících se trhů (Obrázek 1 a Tabulka 1 ilustrují situaci tohoto sektoru na úrovni celé Unie). Některé z těchto ekonomik jsou přitom činné i jako konkurenti, takže například celosvětový podíl prodeje v chemickém průmyslu je pro skupinu BRIC od roku 2008 vyšší než podíl EU. Růst v dalších letech je pro EU očekáván pod 5% hladinou a i ten může být ohrožen například při pokračování růstu cen komodit. Přitom technologické faktory na nabídkové straně schopné omezit tlak na ceny vstupů, například rozvoj těžby břidlicových plynů v Severní Americe, bude především posilovat konkurenční výhody chemických výrobců na tomto kontinentu na úkor Evropy. Obchod s emisními povolenkami v EU je vnímán jako další brzda růstu. Celkem bude tento sektor tažen především produkty neorganické chemie, pokud se pro ně udrží v chodu nákladově výhodné výrobní řetězce zahrnující mj. nové členské země (např. Polsko) a rozvíjející se trhy.

**Obrázek 2:** Celosvětová přebytečná výrobní kapacita pro výrobu osobních a lehkých užitkových automobilů, skutečnost a výhled



Zdroj: CIBC Global Automotive Outlook

Poznámka: modrá čára značí výrobní kapacitu, oranžová – skutečnou produkci, oboje v mil. jednotek

**Automobilový průmysl:** Přebytečná kapacita je největším problémem tohoto sektoru, což platí i v celosvětovém měřítku (Obrázek 2). Není překvapující, že největší růst poptávky se čeká v Asii. Zajímavé přitom je, že problém přebytečné kapacity se do 5 let očekává i tam, zejména v Číně a Indii. Důvodem je odhad, že vedoucí výrobci přistupují na působení na trzích s přebytečnou kapacitou nebo výhledem na ni, zcela vědomě, protože prioritou pro ně je udržení tržního podílu. Proto cesta vývoje a zostřené konkurence se očekává především v oblasti diversifikace provedení pro konečného zákazníka, zatímco s příchodem převratných technických inovací v jádrových oblastech (pohon, spalování, ovládání apod.) se příliš nepočítá. Přitom existující technologické rozcestí ve vyspělém světě zvyšuje investiční nejistotu. Obrovská je zejména technologická nejistota v oblasti elektrického pohonu.



**Elektronika:** Na vrcholu světové recese v roce 2009 zažívaly útlum prakticky všichni odběratelé produktů tohoto sektoru s výjimkou (vládními financovaných) obranných, bezpečnostních a vesmírných programů. Tržní podíl Evropy ovšem soustavně klesal ve prospěch Asie, a to nejen během krize, ale také před ní (například tržní podíl Číny vzrostl mezi lety 2000 a 2010 z 15 % na více než 30 % celosvětové produkce). V loňském roce se v Evropě nejlépe vzpamatovala odvětví zásobující průmysl, zatímco výroba pro masového spotřebitele buď téměř stagnovala (domácí spotřebiče) nebo nadále klesala (spotřební elektronika). Samo o sobě toto není špatnou zprávou pro evropské výrobce, neboť základna spotřebního elektrotechnického průmyslu se spolu s počátkem globalizace přesunula na Dálný Východ. I tak je ovšem očekávaný průměrný růst sektoru pro léta 2009 až 2014 uváděn na úrovni 2,5 % pro Evropu, 2,9 % pro Severní Ameriku a 8,9 % pro Čínu (detailnější dynamika z minulých let spolu s výhledem je uvedena v Tabulce 2). Elektronická výroba v EU není, jak se mnohdy mylně soudí, „mrtvá“, ale přežívá více na úrovni malých a středních než velkých firem (s výjimkou již zmíněné obranné, bezpečnostní a vesmírné techniky, jejichž dodávky velkými evropskými firmami naopak od skončení krize rostly). Důvodem je nutnost flexibilně měnit odbytiště a spokojit se i s rolí subdodavatele ve větších mezinárodních projektech. Zvlášť zajímavé bylo zjištění, že zatímco analytici automobilového průmyslu vnímají elektrický automobilismus spíše jako nejistou vizi, analytici elektronického průmyslu téměř natvrdo počítají s jeho masovým rozšířením v horizontu příštích 10 let a spatřují v tomto vývoji hlavní budoucí tahoun růstu svého sektoru. Zda se jedná o povinný optimizmus okořeněný konfliktem zájmů (pokud je analýza myšlena jako dodatek k investičnímu prospektu) anebo kvalifikovaný odhad založený na dobrém postřehu, bude možná jasné poté, co se zřetelněji projeví dlouhodobé trendy na trzích energetických surovin.

**Tabulka 2:** Růst výroby elektrotechnických zařízení v hlavních světových regionech: skutečnost a výhled

	Objemy prodeje v mld. EUR, 2008	Roční růst v %			Kumulativní průměrný roční růst v %, 2009-14
		2009	2010	2011	
<b>Evropa</b>	217	-13,9	1,5	2,1	2,5
<b>Severní Amerika</b>	204	-11,0	2,8	2,9	2,9
<b>Čína</b>	336	-0,3	8,5	9,5	8,9

Zdroj: DECISION

**Investiční celky:** Toto odvětví je specifické tím, že má nadprůměrně dlouhý výrobní cyklus a vyžaduje velmi široké spektrum technologických znalostí. Proto se historicky lépe prosazovalo ve větších a diversifikovanějších ekonomikách a Německo se v něm tradičně nachází na celosvětově vedoucích pozicích. Již dlouhá léta se většina projektů vyváží jednak do jiných rozvinutých zemí a ve stále větší míře na rozvíjející se trhy (i když nejen na Dálný Východ, naopak, teritoriální rozložení je překvapivě rovnoměrné, viz Tabulka 3).

**Tabulka 3:** Teritoriální rozložení německého vývozu investičních celků (mld. EUR)

Region	Průmyslové země	Asie a Tichomoří	Blízký a Střední Východ	Východní Evropa a SNS	Zbytek světa
<b>2009</b>	4,7	2,9	4,6	2,8	3,25
<b>2010</b>	4,85	3,25	2,96	2,0	4,6

Zdroj: German Engineering Federation

Také nedávná krize postihla především export, zatímco domácí objednávky zůstaly stabilní. Po krizi, když se vývozy obnovily, lze pozorovat nižší ceny a lepší pozice kupců souběžně s postupným růstem asijské konkurence (vedle Číny také Jižní Korea). Šance pro evropské produkty zůstávají vysoké v menších dohánějících zemích (mimo skupinu BRIC, mj. v Latinské Americe). Vedle toho, jako odpověď zejména na jihokorejskou konkurenci, němečtí dodavatelé volí větší investice do výzkumu a rozšiřují kooperaci se subdodavateli v cílových zemích (čímž drží náskok před asijskou konkurencí zvyklou na subdodavatele z domova). Kontrakty v tomto sektoru jsou z podstaty věci dlouhodobější než u jiných průmyslových dodávek, takže krize se bude projevovat ještě dalších několik let. To znamená, že zatímco uzavřených kontraktů bude zřejmě přibývat, tržby mohou ještě nějakou dobu klesat po výpadku zakázek v letech 2009 až 2010. Jako zajímavá příležitost pro růst speciálně u evropských vývozců je vnímán růst cen komodit, neboť tento faktor by měl přispět ke zvýšení poptávky po šetrných technologiích vyvíjených v Evropě.

## Závěr

Jako poučení z nabízeného přehledu můžeme odvozovat, že řada evropských ekonomik po překonání globální recese se v jistém smyslu nachází ve výhodnější pozici než Spojené státy. Jedná se o ty, které v čele s Německem dokázaly i s příchodem globalizace a v posledních letech také krize, uchovat jádro své tradiční průmyslové základny a dostatečně investovat do jejího inovování. Naproti tomu v USA poslední agregátně významné inovativní investice do výroby proběhly v 90. letech, takže dnes je cítit především nedostatek specifického lidského kapitálu v podobě expertů, kteří by si tyto investice ještě pamatovali. To znamená, že Německo a další ekonomiky s podobnou strukturou mají v nejbližších 5 až 10 letech šanci na solidní a udržitelný růst, a to zejména díky rostoucím trhům třetího světa. Hlavní rozvíjející se ekonomiky bezesporu jsou a v budoucnu budou stále vážnější konkurencí ekonomice EU. Obě strany si ale zároveň jsou – díky komplementaritě produktů vznikajících v Evropě a Asii, která má trvat ještě dlouhá léta – navzájem nápomocní při tvorbě nových zdrojů hospodářského růstu. Podíl, který na tomto globálním růstu nakonec obsadí evropští výrobci, hodně závisí na tom, jak budou úspěšní při poznávání mimoevropských ekonomických potřeb a nalézání nenasycených dílčích trhů pro své produkty. Celkově lze vyznění konference CESifo shrnout tak, že průmysl Německa a řady zemí Severní Evropy již není v tomto pronikání na čerstvě vnikající trhy žádným začátečníkem a právě z toho plyne strážlivý optimismus jeho představitelů i do budoucna.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar