

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ZÁŘÍ

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Fenomén reálného měnového kurzu: Co nám jeho vývoj sděluje o zemích Evropské unie?	13
A. Přílohy	23
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	23
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	23
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	24
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	25
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	26

Datum uzávěrky dat

15. září 2017

Sběr dat CF

11. září 2017

Datum publikace GEVU

22. září 2017

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 prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břízová	Tomáš Adam	Filip Novotný	Soňa Benecká
Garant I. Shrnutí VI. Zaostřeno na...	Editorka II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna	II.2 Německo	II.3 Spojené státy III.1 Čína
II.5 Japonsko III.2 Indie	III.3 Rusko III.4 Brazílie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity		

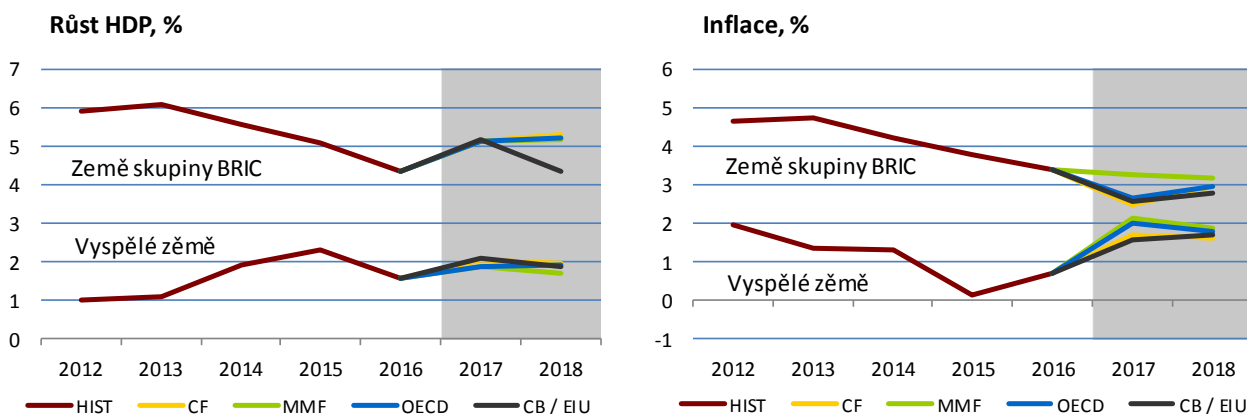
Zářijové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle zaměřujeme naši pozornost na fenomén reálného měnového kurzu optikou toho, co nám jeho vývoj sděluje o zemích Evropské unie. Jeho vývoj totiž odráží jak pohyb nominálního měnového kurzu, tak relativních cenových hladin, což umožňuje např. rámcově vyhodnocovat konvergenční úsilí země (k jádru eurozóny), diskutovat vliv centrální banky na rozložení reálného zhodnocování (mezi kanál nominálního kurzu a inflačního diferenciálu), nebo třeba sledovat vývoj vnější konkurenceschopnosti dané ekonomiky EU, tedy i eurozóny. Právě tímto směrem se vydává dějová linie článku, který monitoruje období od vzniku eurozóny v roce 1999 do současnosti.

Aktuální výhledy ekonomické situace pro námi sledované vyspělé ekonomiky přinášejí potvrzení jasné zprávy o zrychlování očekávaného ekonomického růstu (zejména v eurozóně, a to především vlivem růstu spotřeby domácností), avšak při výhledech inflace nacházejících se stále pod pomyslným 2% ideálem. Ekonomika eurozóny zaznamenala v případě meziročního růstu HDP opětovné zlepšení a její růst dokonce mírně předstihl Spojené státy. Pomyslnou píhou na kráse je to, že nejsilnější evropské ekonomiky (Itálie, Francie, Německo) se umísťují ve výhledech růstu HDP až na samém konci žebříčku eurozóny – v nedávné minulosti tomu tak nebývalo, zejména u německé ekonomiky. I ta nicméně zaznamenala během srpna zlepšení, což vzhledem k její ekonomické síle vysílá další pozitivní signály, nejen jejím významným obchodním partnerům. Ekonomika Spojených států rostla ve druhém čtvrtletí 2017 nejrychleji za poslední dva roky a její výhledy pro konec příštího roku směřují k 2,5% růstu. Výhledy růstu HDP pro Spojené království a Japonsko jsou viditelně nižší. V případě britské ekonomiky jde o jisté „přešlapování na místě“ nejen v souvislosti s brexitem, v případě japonské ekonomiky došlo k viditelnému zvýšení růstu na základě revizí dat. Ze všech sledovaných vyspělých zemí překoná výše inflace v horizontu konce roku 2018 2% hodnotu jen ve Velké Británii, což má souvislost s probíhajícím brexitem. Nejnižší výhledy inflace jsou již tradičně pro japonskou ekonomiku.

Zářijové výhledy přinesly snížení růstových vyhlídek pro indickou ekonomiku, k čemuž zřejmě přispěly efekty provedené demonetizace, i tak však výhled růstu zůstává nad 7% hranicí při relativně nízké inflaci. V případě Číny došlo k lehkému zvýšení odhadované výkonnosti pro příští rok, nicméně rizika spojená s vývojem čínské ekonomiky přetrvávají. V případě výhledů pro méně dynamicky se rozvíjející země skupiny BRIC (Rusko a Brazílii) došlo v minulém měsíci k výraznější divergenci. Ruská ekonomika pokračuje v nastoupené růstové cestě, měla by se tak dostávat na dohled 2% hranici při inflaci lehce nad 4%. Situace v brazilské ekonomice od minulého měsíce nedoznala výraznějších změn, pro letošní rok se předpokládá růst HDP jen o 0,4% při inflaci blízké rovněž 4%. Jistý, byť slábnoucí optimismus se stále předpokládá pro příští rok, kdy by mělo nastat viditelné oživení tamní ekonomiky doprovázené poklesem inflačních tlaků.

Výhledy krátkodobých úrokových sazeb v eurozóně se mírně snížily, v ročním horizontu tak setrvávají na velmi nízkých a záporných hodnotách. V případě Spojených států lze očekávat, že tlaky na další růst úrokových sazeb polevují a jejich obnovení bude zřejmě aktuální až závěrem letošního roku. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu lehce posílit vůči všem sledovaným měnám. Výhled průměrné ceny ropy Brent v ročním horizontu se oproti srpnovým výhledům lehce zvýšil na hodnotu 53,5 dolaru za barel. Ceny neenergetických surovin by se měly v následujících 12 měsících mírně zvyšovat, a to zejména vlivem cen potravinářských komodit.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

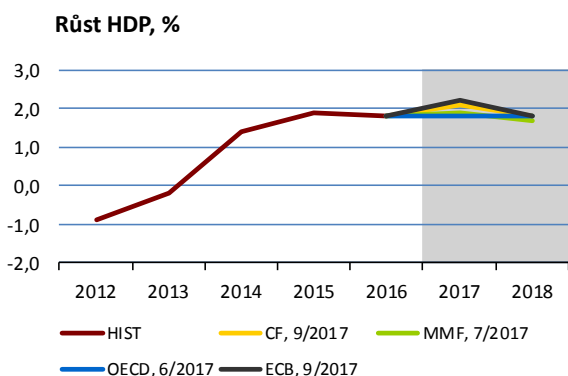


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

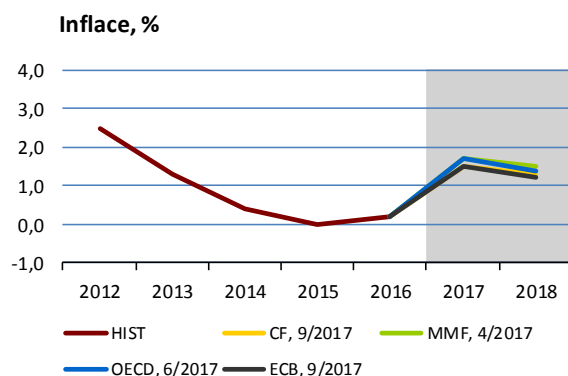
II.1 Eurozóna

Hospodářský růst v eurozóně ve druhém čtvrtletí letošního roku zrychlil a byl i nadále tažen především spotřebou domácností. V meziročním vyjádření rostla eurozóna nejrychleji za posledních pět let (2,3 %) a její růst dokonce mírně předstihl Spojené státy. Také dosavadní údaje za třetí čtvrtletí vyznívají pozitivně. Například **PMI** ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v srpnu pětiletého maxima (57,4) a průmyslová produkce vzrostla v červenci meziročně o 3,2 %. Vývoj na trhu práce je příznivý – nezaměstnanost se pohybuje na nejnižší hodnotě od února 2009 (9,1 %) a meziroční růst mezd ve druhém čtvrtletí zrychlil z 1,3 % na 2 %. Výhledy letošního růstu HDP byly ze strany ECB a CF v souladu s lepším než očekávaným výkonem ekonomiky revidovány směrem nahoru (na 2,2, resp. 2,1 %). V příštím roce by pak eurozóna měla zpomalit na 1,8 %.

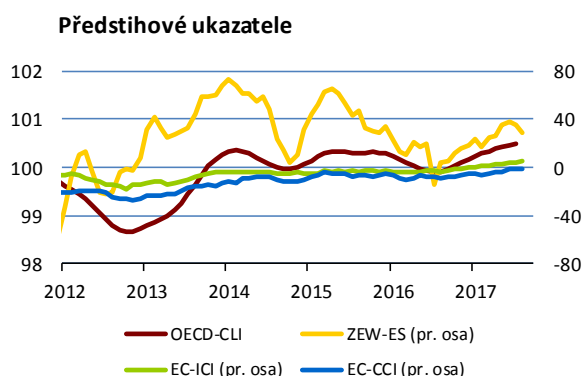
HICP inflace v eurozóně vzrostla v srpnu o 0,2 p. b. na 1,5 % především kvůli vyššímu příspěvku cen energií. Jádrová inflace setrvala na 1,2 %, tedy na podobné úrovni jako v předchozích měsících. Na výhledu bude inflace s odezněním kladného příspěvku cen energií ovlivněna jádrovými složkami, které ale zatím nevykazují rostoucí trend. Průměrná inflace by tak dle CF a nové prognózy ECB měla letos dosáhnout 1,5 %, v příštím roce by však její hodnota měla asi o 0,3 p. b. poklesnout. Nejistotu výhledu růstu cen, potažmo hospodářského vývoje a budoucího nastavení měnové politiky ECB, zvyšuje vývoj kurzu **aura**. To od začátku roku do konce srpna posílilo v efektivním vyjádření o více než 5 %. ECB na svém zářijovém zasedání potvrdila nastavení parametrů své měnové politiky. Čisté nákupy aktiv v měsíčním objemu 60 mld. EUR tak budou pokračovat alespoň do konce prosince a ECB zopakovala svůj závazek ponechat sazby na stávající úrovni alespoň po dobu trvání programu nákupů aktiv. Na tiskové konferenci pak prezident ECB Mario Draghi uvedl, že dle jeho názoru bude většina rozhodnutí o budoucím nastavení parametrů programu nákupů aktiv přijata v říjnu. Výhled tržních sazeb se oproti minulému GEVU posunul mírně směrem níže a zůstává do konce roku 2018 v obou sledovaných splatnostech (3M, 1R) záporný.



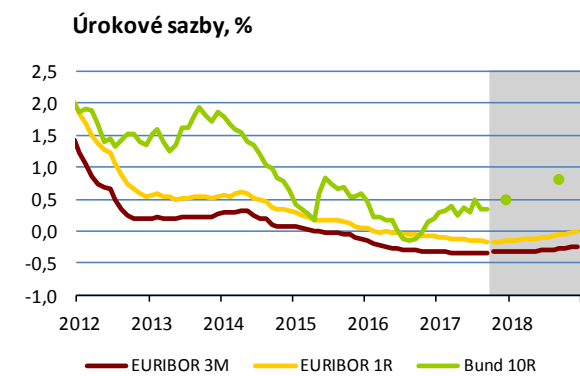
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	2,1 ↗	1,9	1,8	2,2 ↗
2018	1,8 ↘	1,7	1,8	1,8 ↘



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,5 ↘	1,7	1,7	1,5 ↘
2018	1,3 ↘	1,5	1,4	1,2 ↘

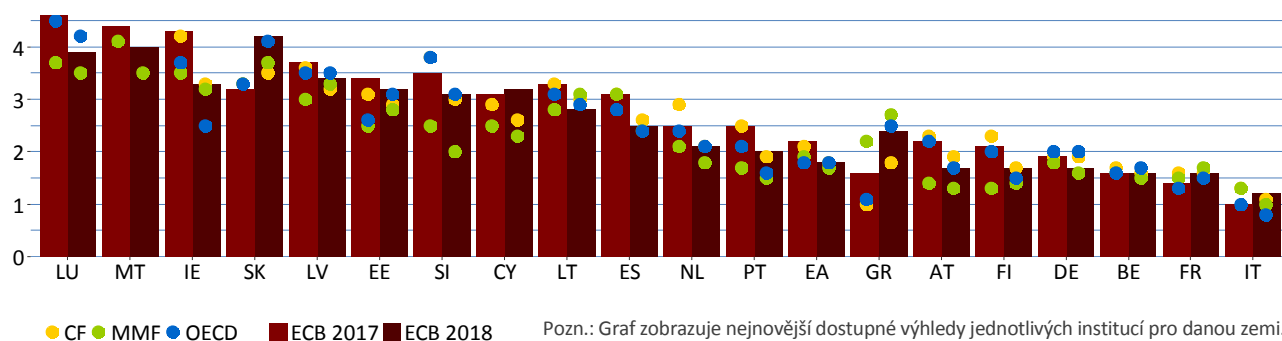


	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
6/17	100,5	37,7	4,5	-1,3
7/17	100,5	35,6	4,5	-1,7
8/17		29,3	5,1	-1,5

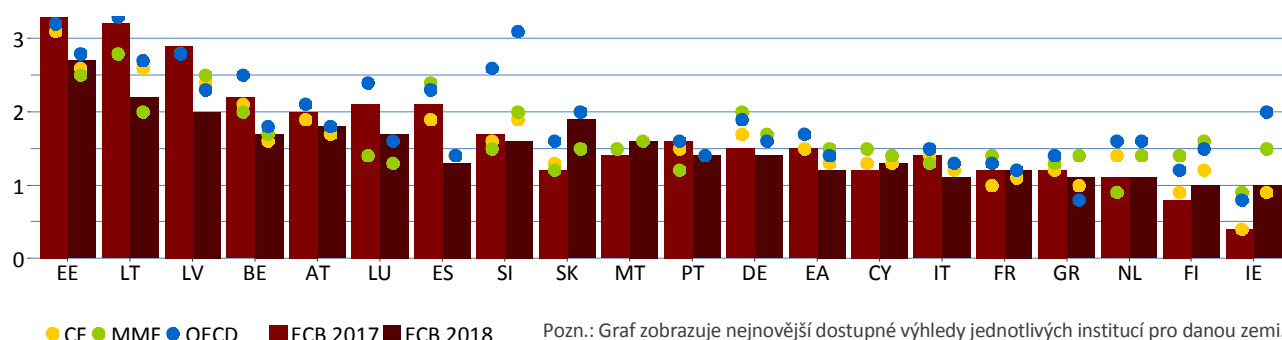


	08/17	09/17	12/17	09/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,32	-0,28
1Y EURIBOR	-0,16	-0,16	-0,15	-0,06
10Y Bund	0,35	0,35	0,50	0,80

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



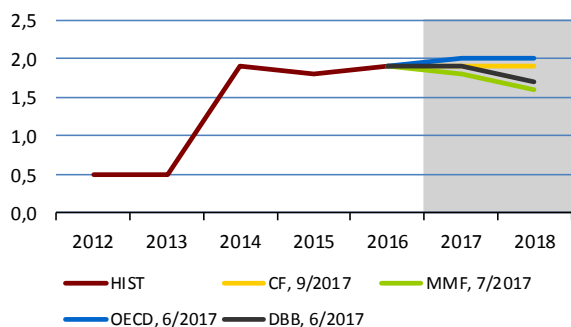
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

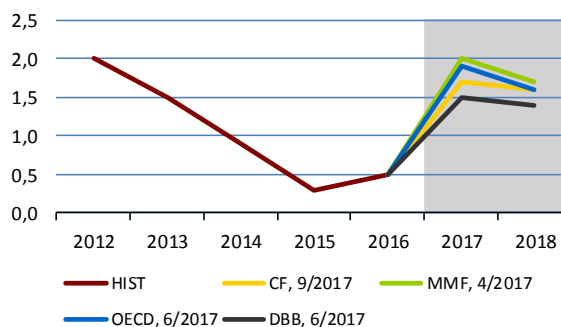
Výhledy hospodářského růstu pro Německo byly opět mírně zvýšeny (CF). K přehodnocení vedly velmi příznivé výsledky za druhé čtvrtletí (meziroční růst HDP o 2,1 %, mezičtvrtletně o 0,6 %). Navíc bylo směrem vzhůru revidováno také první čtvrtletí. Hospodářský růst byl tažen zejména spotřebou domácností, ve které se pozitivně odrážela příznivá situace na trhu práce (vyšší růst mezd ve druhém čtvrtletí) spojená s rostoucí spotřebitelskou důvěrou. Příznivě se vyvíjel i růst fixních investic. Také průmysl si vedl dobře. Předstihový ukazatel [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu v srpnu opět vzrostl. Německá ekonomika se tak nachází ve vzestupné fázi hospodářského cyklu. CF pro letošní rok očekává 2,4% růst mezd v produkčním sektoru. Inflace spotřebitelských cen v srpnu mírně vzrostla na 1,8 %. Této hodnotě přibližně odpovídá aktuální výhled pro letošní rok. V roce 2018 je však očekáváno mírné zpomalení inflace.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,9	1,8	2,0	1,9
2018	1,9	1,6	2,0	1,7

Inflace, %



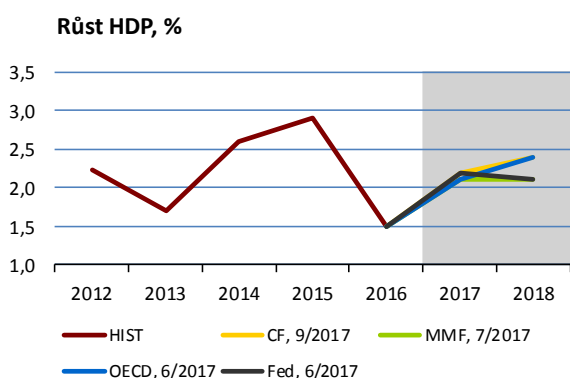
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,7	2,0	1,9	1,5
2018	1,6	1,7	1,6	1,4

II.3 Spojené státy

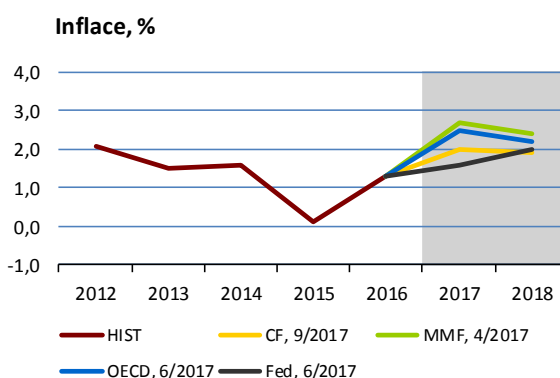
Americká ekonomika rostla ve druhém čtvrtletí 2017 nejrychleji za poslední dva roky. Druhý odhad růstu HDP byl revidován směrem nahoru na 3,0 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Hlavním důvodem bylo zvýšení dynamiky soukromé spotřeby na 3,3 % a investic firem na 6,9 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Meziroční propad byl zaznamenán u rezidenčních investic a v menší míře také u vládních výdajů. Řada indikátorů pak naznačuje, že podobného výkonu dosáhne ekonomika USA také ve třetím čtvrtletí. Na druhou stranu se zatím jen těžko odhadují dopady hurikánů Harvey a Irma, které s rekordní silou zasáhly americké pobřeží. Podle řady finančních analytiků by mohl být růst až o 0,8 p. b. nižší, než se očekávalo.

Vývoj na trhu práce v srpnu nenaplnil očekávání finančních trhů. Podle zveřejněných údajů o zaměstnanosti ve Spojených státech přibýlo v srpnu 156 tisíc nových pracovních míst v nezemědělském sektoru, zatímco tržní očekávání byla na úrovni 180 tisíc. Míra nezaměstnanosti vzrostla na 4,4 %, při nezměněné míře participace (62,9 %). Průměrná hodinová mzda meziročně stagnuje již tři měsíce v řadě. Mezi podniky i spotřebiteli však přetrvává optimismus. Předstihový indikátor [ISM](#) pro americký zpracovatelský průmysl v srpnu opět vzrostl (58,8), a to ve všech složkách. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board dosáhla nejvyšší hodnoty za posledních pět měsíců. Pozitivní bylo zejména hodnocení aktuální situace. Také růst maloobchodních tržeb se v červenci mírně zvýšil (4,2 %).

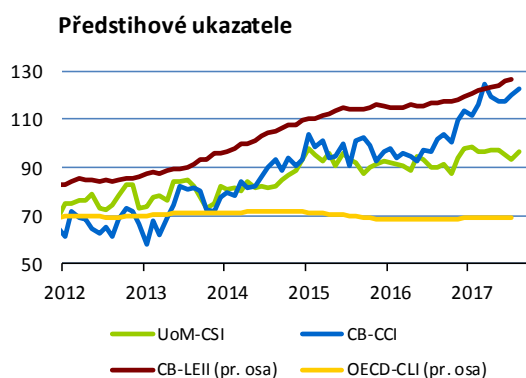
Celková meziroční inflace v srpnu zrychlila na 1,9 %, zatímco jádrová inflace již čtvrtý měsíc v řadě stagnuje na úrovni 1,7 %. K inflačním tlakům přispěl kromě vyššího nájemného i růst cen benzínu, když hurikán Harvey uzavřel rafinérie v Mexickém zálivu. Nejasný rozsah dopadu bouří stejně jako nevýrazný nárůst mezd snižuje pravděpodobnost, že centrální banka v září přistoupí ke zvýšení sazeb, finanční trhy ale očekávají oznámení plánu na snižování bilance. Zářijový CF zvýšil výhled růstu HDP v roce 2017 a snížil předpověď inflace v roce 2018.



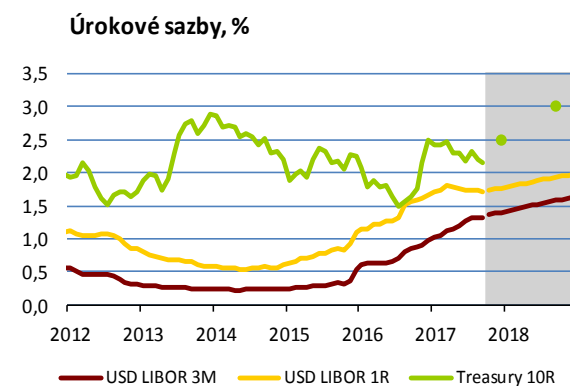
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2 ↗	2,1	2,1	2,2
2018	2,4 ↘	2,1	2,4	2,1



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,0 ↘	2,7	2,5	1,6
2018	1,9 ↘	2,4	2,2	2,0



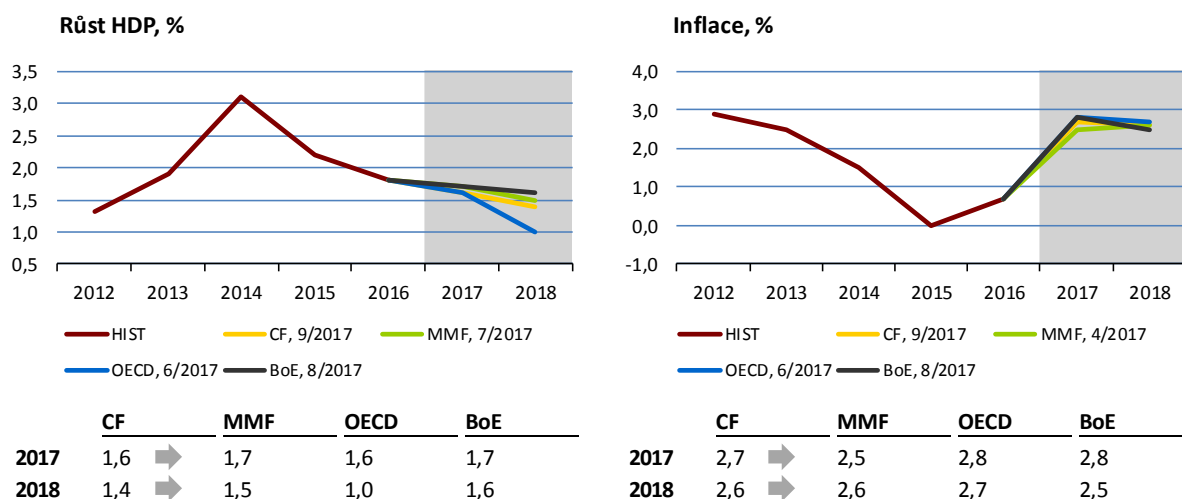
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
6/17	95,1	117,3	127,9	99,7
7/17	93,4	120,0	128,3	99,7
8/17	96,8	122,9		



	08/17	09/17	12/17	09/18
USD LIBOR 3M	1,31	1,32	1,40	1,58
USD LIBOR 1R	1,73	1,73	1,77	1,93
Treasury 10R	2,21	2,15	2,50	3,00

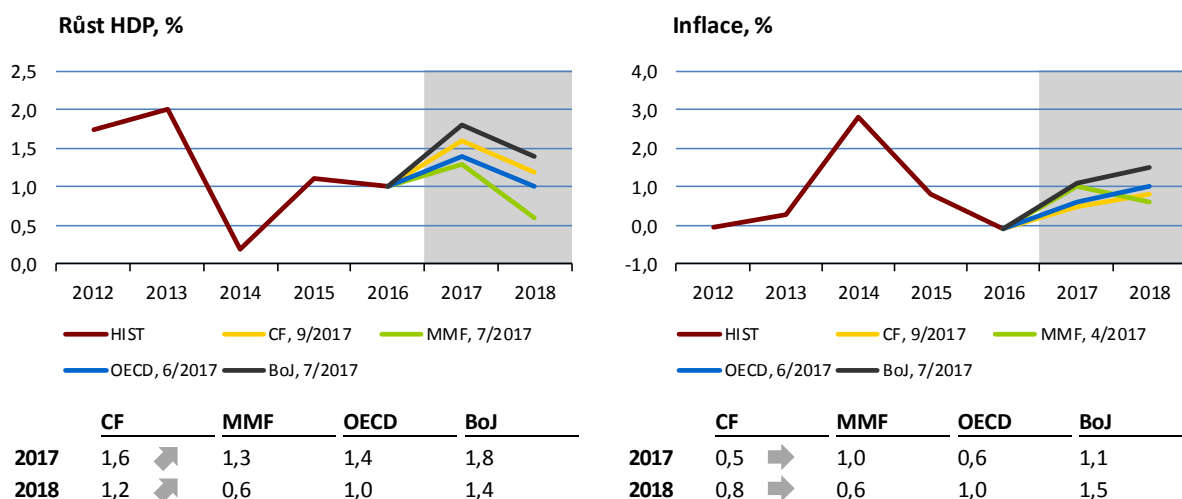
II.4 Spojené království

Dilema britské měnové politiky nadále trvá. Inflace se v srpnu znovu vyhoupla na 2,9 % (po dvou měsících, kdy dosahovala 2,6 %). BoE nicméně ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na 0,25 %, když pro zvýšení sazeb hlasovali na zářijovém zasedání opět jen dva členové měnověpolitického výboru. Také program nákupu aktiv zůstal beze změny. Banka přitom přiznala, že v nejbližší době očekává pokračování růstu inflace, jež by měla v říjnu překročit 3 %. Proti zvýšení sazeb však stále hovoří slabý ekonomický růst (0,3 % mezičtvrtletně). Investice podniků ve druhém čtvrtletí stagnovaly (mezičtvrtletně i meziročně) a dosavadní údaje za třetí čtvrtletí nesignalizují výraznější zlepšení. Zároveň sílí pnutí na trhu práce, když nezaměstnanost dosáhla v červenci nového minima (4,3 %), avšak růst průměrných výdělků (2,1 %) nadále zaostává za inflací. Jedinou pozitivní zprávou tak je nedávný obrat ve vývoji kurzu **libry**, která v posledních týdnech posilovala jak vůči dolaru, tak na páru s eurem.



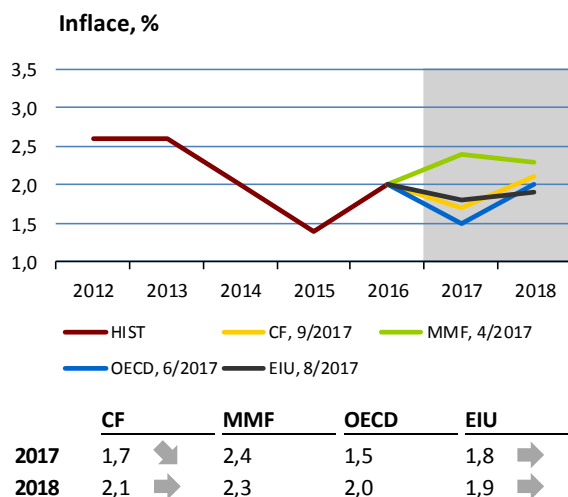
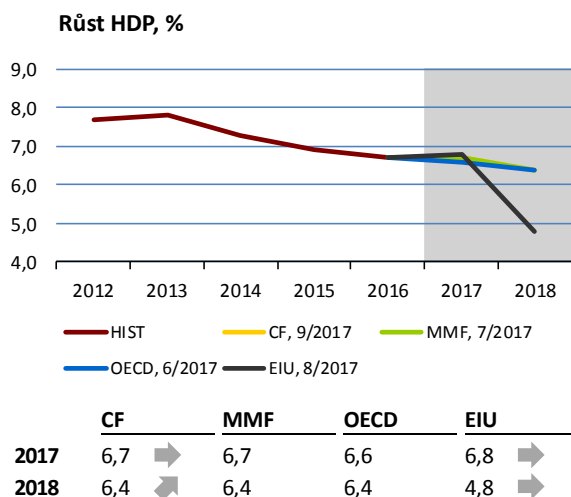
II.5 Japonsko

Japonská ekonomika vzrostla ve druhém čtvrtletí tohoto roku o 2,5 % (anualizovaně, mezičtvrtletně). Růst byl tažen zejména kapitálovými výdaji a soukromou spotřebou a oproti revidované hodnotě z předchozího čtvrtletí se zvýšil o 1 p. b. Dynamika maloobchodních tržeb v červenci lehce zvolnila. Nezaměstnanost se sice dále drží na 2,8 %, avšak výdaje domácností se opět propadly a růst mezd se dále snížil. Zato průmyslová produkce se v tomto roce vyvíjí solidně. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se v srpnu zvýšil na 52,2 bodů a již rok se nachází v pásmu expanze. Podle nákupních manažerů rostly v srpnu rychlejším tempem všechny sledované složky. Zářijový CF zvýšil výhledy růstu HDP pro oba roky a to o 0,2, resp. 0,1 p. b. Inflace zůstala v červenci již čtvrtý měsíc v řadě na úrovni 0,4 %. Předpovědi inflace tak změněny nebyly.



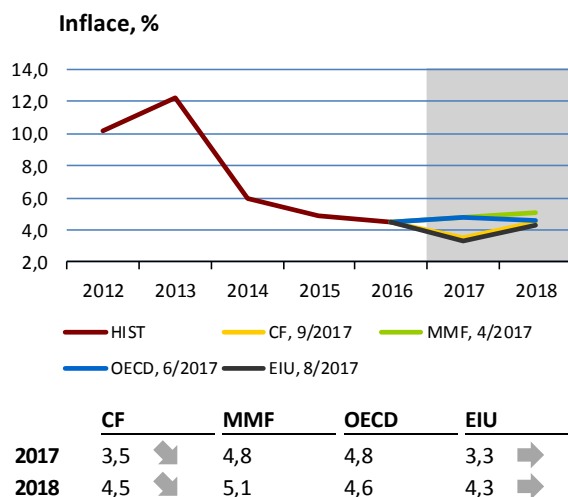
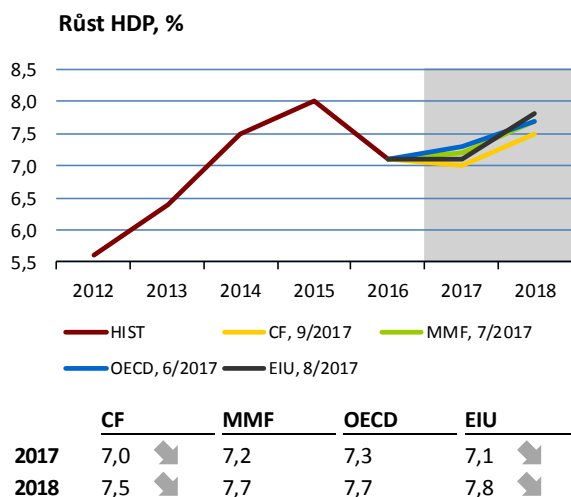
III.1 Čína

I přes rostoucí náklady na financování a patrné zchlazení na trhu nemovitostí pokračovala čínská průmyslová produkce podle předstihového indikátoru [PMI](#) v srpnu v expanzi. Výdaje na infrastrukturu a fixní investice zůstávají robustní, což spolu s omezováním produkce v neefektivních výrobních přispělo k opětovnému nárůstu cen komodit (např. [oceli](#)). V dalších měsících lze ale očekávat zpomalení čínské ekonomiky, když se naplno projeví nárůst finančních nákladů pro firmy a vlastníky nemovitostí. Centrální banka ustupuje od dodávání likvidity přes operace na otevřeném trhu, což mělo za následek nárůst základní (14denní repo) sazby na pětiměsíční maximum na začátku září. Cílem banky je posílit finanční stabilitu v bankovním sektoru, tj. snížit zadlužení a objem spekulativního kapitálu, a zavést čtvrtletní monitoring bank. Zářijový CF revidoval směrem nahoru výhled růstu v roce 2018 a snížil předpověď inflace pro rok 2017.



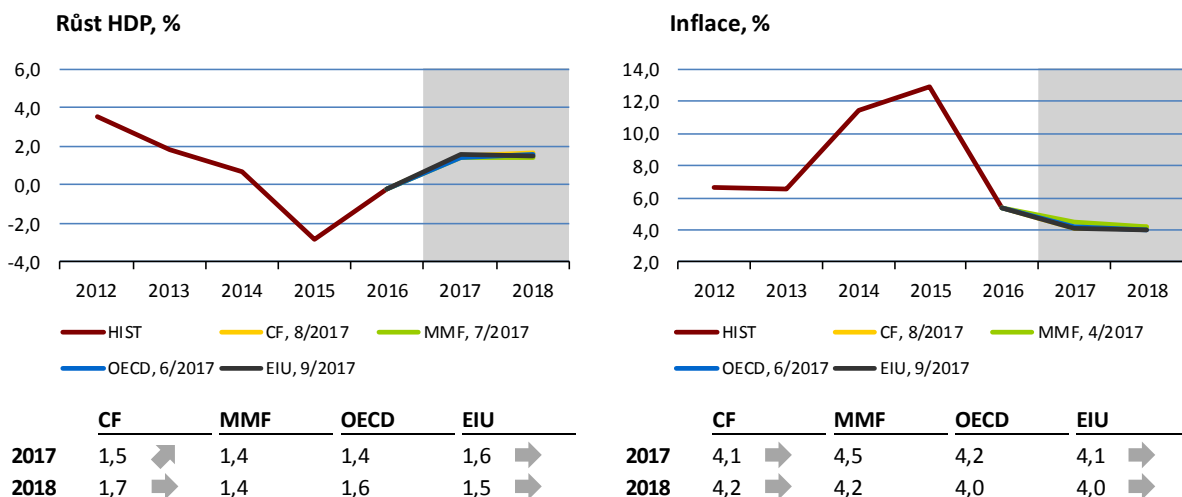
III.2 Indie

Růst indického hospodářství v prvním čtvrtletí fiskálního roku 2017/2018 činil 5,7 %, oproti předchozímu kvartálu se tak nečekaně snížil o 0,4 p. b. zejména kvůli zpomalení soukromé spotřeby a exportu. Výsledek zároveň naznačuje, že se ekonomika stále ještě nevzpamatovala z listopadové demonetizace. Ta se navíc ukázala být značně neúspěšnou (cílem byl boj proti korupci a daňovým únikům), když se vyměnilo 99 % zrušených bankovek. CF a EIU následně revidovaly své výhledy růstu indické ekonomiky směrem dolů. Dynamika průmyslové produkce se v červenci meziročně zvýšila díky nárůstu výroby elektřiny a těžby. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se v srpnu zvýšil na 51,2 bodů a po odeznění negativního vlivu zavedených daňových opatření se tak nachází zpět v pásmu expanze. Jak uvádí nákupní manažeři, návrat byl způsoben vyšším růstem všech sledovaných složek. Inflace se v srpnu již druhý měsíc v řadě zvýšila kvůli růstu cen potravin, nyní o 1 p. b. na 3,4 %. CF přesto snížil v září své predikce inflace pro oba fiskální roky o 0,1 p. b.



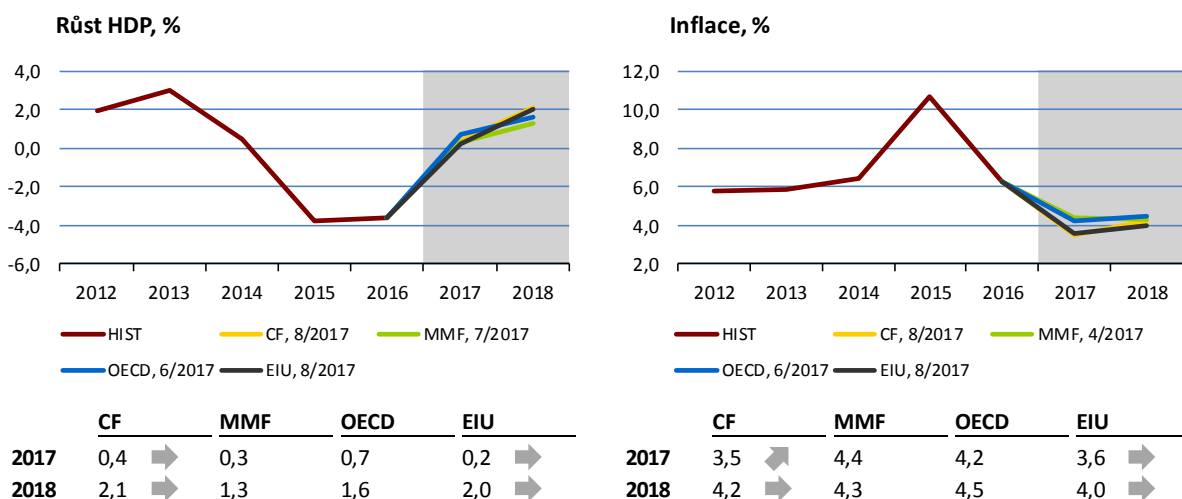
III.3 Rusko

První odhad růstu HDP ve druhém čtvrtletí potvrdil již dříve avizovanou vysokou hodnotu (2,5 % meziročně). Z hlediska jednotlivých položek přispěly k růstu nejvíce těžba nerostů (4,6 %) a služby, zejména velkoobchod a maloobchod, opravy motorových vozidel a motocyklů (4,7 %), doprava a skladování (3,7 %) a také informační a komunikační činnosti (4,1 %). Vzhledem k pomalejšímu růstu začátkem roku nové výhledy CF a EIU nadále počítají v roce 2017 s celkovým růstem ve výši přibližně 1,5 %. Inflace v srpnu překvapila historicky nejnižší hodnotou od vzniku Ruské federace (3,3 %). Nejvíce zpomalil růst cen potravin, ovšem i ostatní skupiny přispěly k souhrnnému snížení inflace. V souvislosti s dezinflačním procesem, který probíhá rychleji, než se původně očekávalo, snížila ruská centrální banka v polovině září klíčovou sazbu o dalších 0,5 p. b. na 8,5 %. Záříjový CF a EIU prozatím očekávají ke konci roku inflaci mírně nad 4 %.



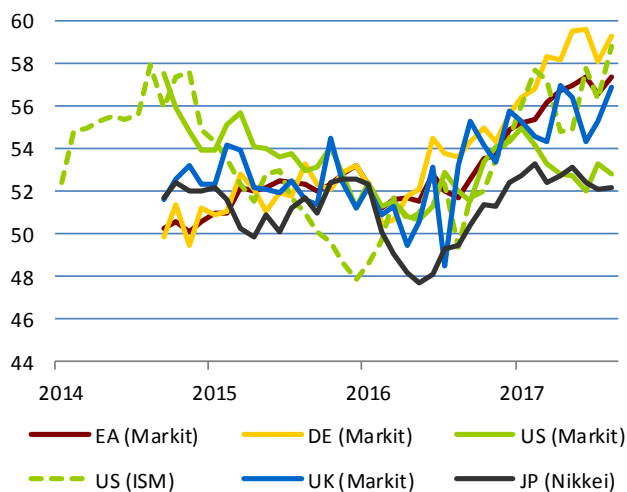
III.4 Brazílie

Ve druhém čtvrtletí vykazala ekonomika Brazílie po třiletém poklesu poprvé kladný meziroční růst ve výši 0,4 %. K růstu HDP přispělo především obnovení růstu spotřeby domácností (0,7 %), která se rovněž udržovala dlouho v záporném pásmu, ale také růst vývozu 2,5% tempem v kombinaci s poklesem dovozu o 3,3 %. Naopak spotřeba vlády a fixní investice propadly ještě výrazněji než v předchozím čtvrtletí. V roce 2017 očekávají CF a EIU dosažení 0,2–0,4% růstu. Brazílská inflace v srpnu zaznamenala dlouhodobé minimum, kdy tempo růstu spotřebitelských cen zpomalilo na necelé 2,5 %. Ke snížení inflace přispěly nejvíce potraviny, jejichž ceny poklesly meziročně o 2 % (nejvíce od roku 1990) zejména v důsledku rekordní sklizně. Centrální banka v první zářijové dekádě snížila klíčovou měnověpolitickou sazbu SELIC o 1 p. b. na 8,25 %. Aktuální výhledy CF a EIU očekávají ke konci letošního roku inflaci kolem 3,5 %.

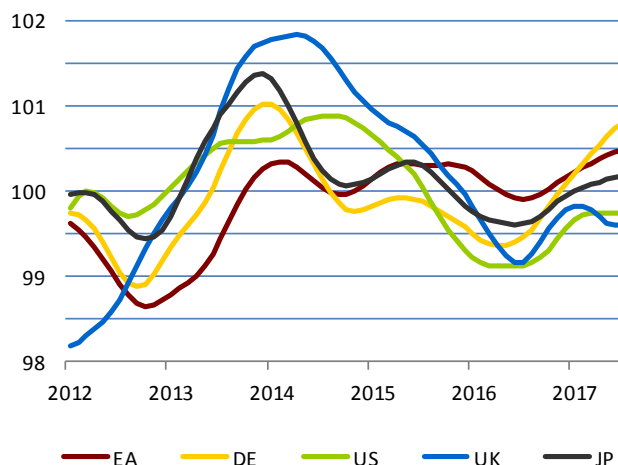


IV.1 Vyspělé země

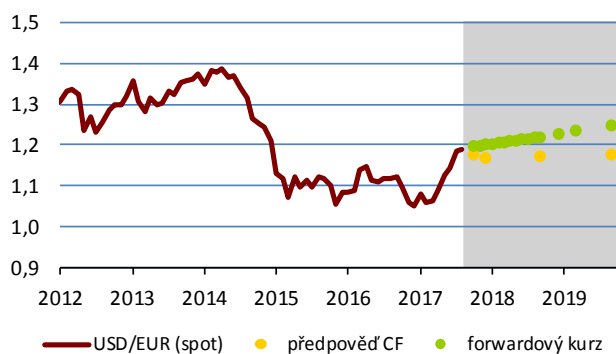
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

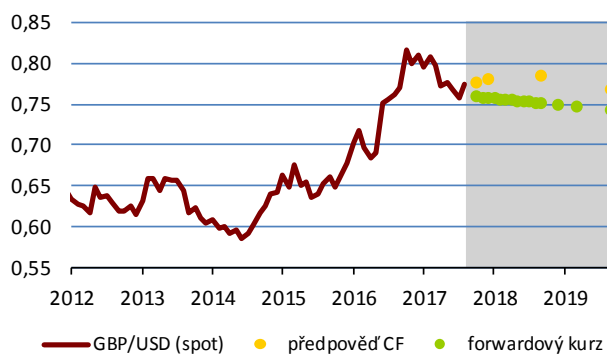


Americký dolar (USD/EUR)



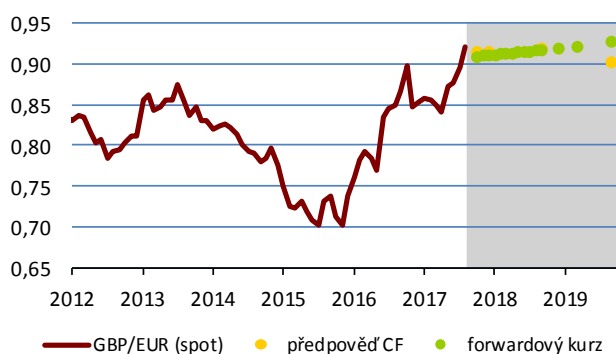
	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	1,198				
předpověď CF		1,177	1,170	1,172	1,175
forwardový kurz		1,197	1,201	1,220	1,247

Britská libra (GBP/USD)



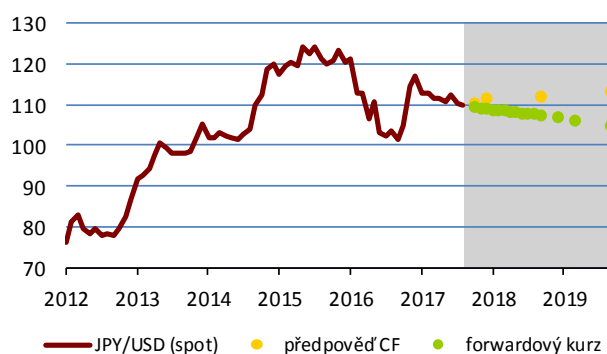
	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	0,758				
předpověď CF		0,776	0,781	0,784	0,767
forwardový kurz		0,759	0,758	0,751	0,742

Britská libra (GBP/EUR)



	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	0,908				
předpověď CF		0,913	0,914	0,918	0,901
forwardový kurz		0,909	0,910	0,916	0,926

Japonský jen (JPY/USD)

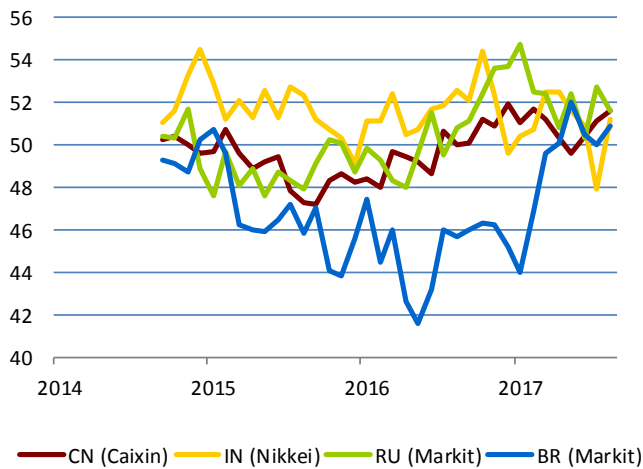


	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	108,9				
předpověď CF		110,2	111,4	112,0	113,3
forwardový kurz		109,2	108,9	107,3	105,0

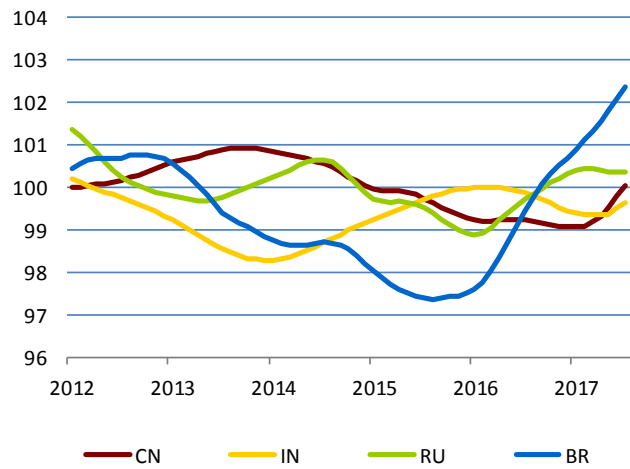
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

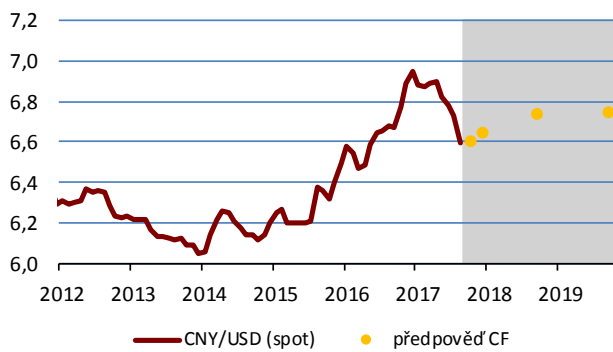
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

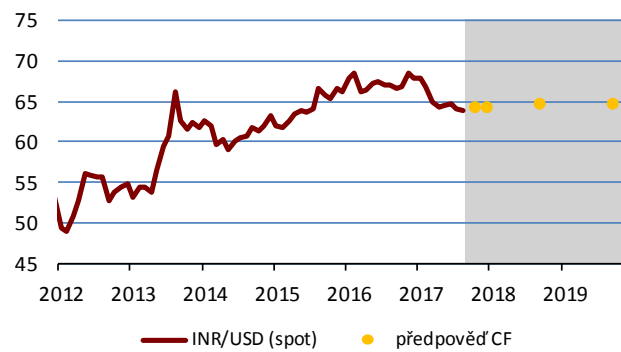


Čínský renminbi (CNY/USD)



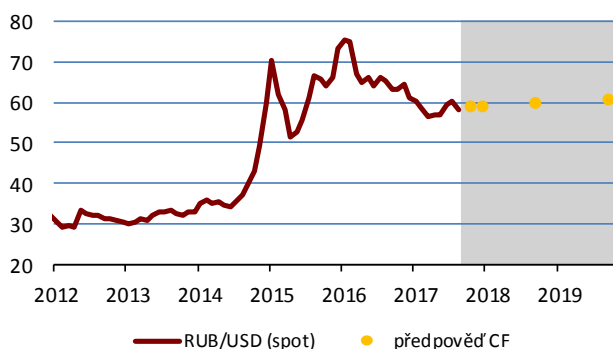
	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	6,524				
předpověď CF		6,602	6,643	6,736	6,746

Indická rupie (INR/USD)



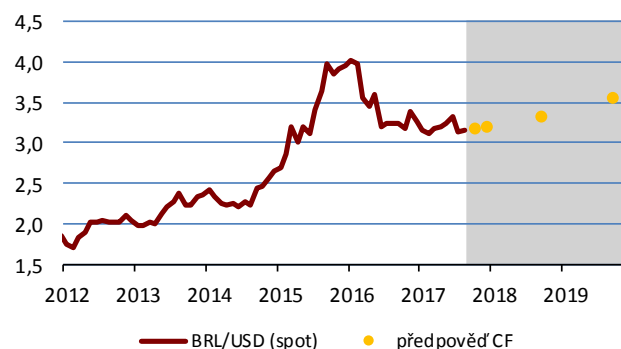
	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	63,92				
předpověď CF		64,17	64,35	64,64	64,75

Ruský rubl (RUB/USD)



	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	57,16				
předpověď CF		58,86	58,94	59,97	60,7

Brazilský real (BRL/USD)



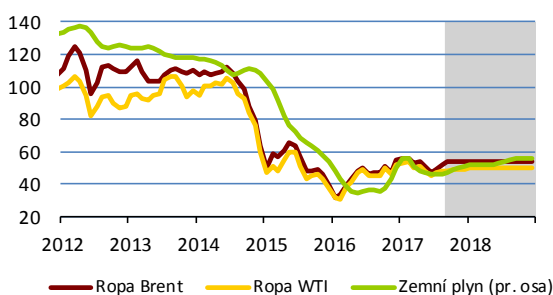
	11/9/17	10/17	12/17	09/18	09/19
spotový kurz	3,083				
předpověď CF		3,171	3,195	3,314	3,563

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

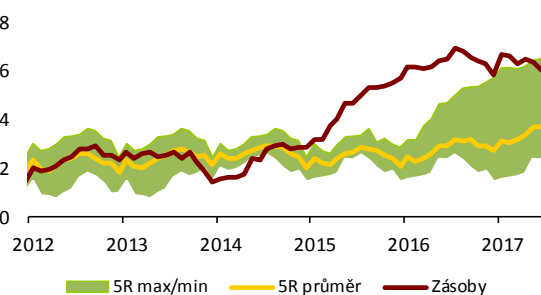
Cena ropy Brent setrvávala v průběhu srpna mírně nad 50 USD/barel, kam se dostala koncem července po schůzce producentů ropy v Petrohradě. V září ceny ropy obnovily růst a v polovině měsíce se cena ropy Brent dostala nad 55 USD/barel. V důsledku hurikánů v Mexickém zálivu dochází v současnosti k odlišnému vývoji ceny Brent a WTI. Hurikány vyřadily značnou část rafinérské kapacity na pobřeží a vedly k růstu cen benzínu a rafinérských marží po celém světě. Následně byla narušena i spotřeba pohonných hmot v jižních státech USA, zatímco rafinérie postupně obnovují provoz. Ceny benzínu se tak začaly vracet k normálu, ale na americkém trhu je v současnosti nadbytek ropy, neboť její těžba byla hurikány narušena jen minimálně, ale silně byl naopak omezen provoz přístavních terminálů určených pro vývoz ropy z USA. Rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI tak vzrostlo na konci srpna nad 5 USD/barel, kde se naposledy pohybovalo v srpnu 2015. Sklon futures křivky cen ropy WTI tak zůstává nadále rostoucí (contango), zatímco u ropy Brent má křivka do konce roku negativní sklon (backwardation) a poté jen pozvolna roste. Tento stav signalizuje určité napětí na trhu s ropou, které odráží nadále silnou poptávku po pohonných hmotách v důsledku pokračujícího růstu globální ekonomiky (a tedy i silnou aktivitu rafinérií), a na nabídkové straně (očekávaný) slábnoucí růst těžby v USA, výpadky těžby v Libyi a snížené dodávky ropy z ostatních zemí kartelu OPEC a Ruska. Tržní křivka implikuje očekávanou cenu ropy Brent ve zbytku roku 53,7 USD/barel a prakticky stejnou cenu i v roce 2018. EIA předpokládá v příštím roce průměrnou cenu ropy Brent 52 USD/barel a zářijový CF v horizontu 12 měsíců cenu 53,5 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

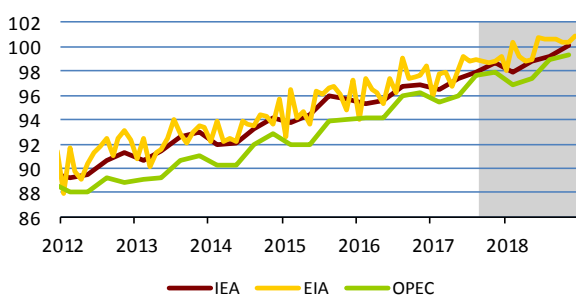


	Brent	WTI	Plyn
2017	52,71 ↘	49,24 ↘	188,51 ↘
2018	53,95 ↗	50,17 ↘	201,26 ↗

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

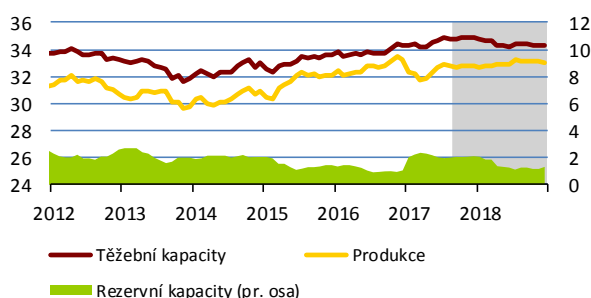


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,63 ↘	98,26 ↘	96,75 ↗
2018	98,99 ↘	99,96 ↘	98,13 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,49 ↘	34,60 ↘	2,12 ↗
2018	32,99 ↗	34,41 ↗	1,42 ↗

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

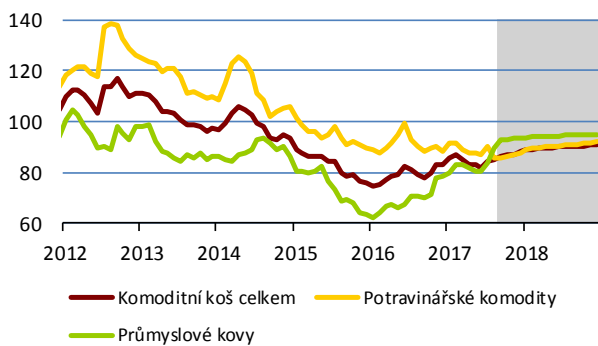
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

V.2 Ostatní komodity

Po červencovém růstu souhrnný index cen neenergetických surovin v srpnu stagnoval, ale v první polovině září opět vzrostl. Zásahu na tom měl zejména silný růst dílčího indexu cen průmyslových kovů, který však byl v srpnu kompenzován obdobně silným poklesem dílčího indexu cen potravinářských komodit. Ten klesl na nejnižší hodnotu od března 2009 a v první polovině září na ní setrval. Výhled je u všech tří indexů rostoucí, i když u kovů je velmi mírně.

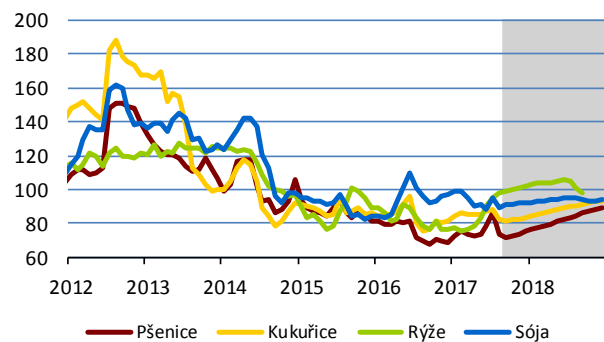
Index cen potravinářských komodit byl v srpnu tažen dolů zejména cenami pšenice a kukuřice, když USDA zvýšila odhad jejich zásob po sklizni 2017/2018. Ukázalo se, že odhad škod způsobených suchem na amerických planinách byl přehnaný. Zvýšeny byly i odhady produkce pšenice v Rusku a na Ukrajině. Klesaly i ceny masa, i když u vepřového se jednalo o sezonní záležitost. Na konci srpna ale silně vzrostly ceny pomerančového koncentrátu a bavlny v obavách z poškození úrody v jižních státech USA (Texas, Florida) hurikány. Ceny základních kovů rostly napříč indexem díky zlepšujícímu se výhledu globálního zpracovatelského průmyslu (JPMorgan PMI vzrostl na nejvyšší hodnotu za 75 měsíců – z 52,6 na 53,1) a pokračujícím růstu investic do infrastruktury v Číně. Vliv měly ale i výpadky produkce některých komodit v důsledku stávek, uzávěrek dolů kvůli vládním regulacím (nikl na Filipínách) nebo v souvislosti s počasím. Ceny podporoval i oslabující [dolar](#). Index cen kovů tak vzrostl na nejvyšší hodnotu od srpna 2014. Silně rostla i poptávka po oceli v Číně, a zároveň i její tamní produkce. To vedlo k růstu cen železné rudy. V souvislosti s růstem produkce oceli rostly rovněž ceny niklu a zinku. Cena mědi reagovala mj. i na srpnový pokles zásob na LME.

Indexy cen neenergetických komodit



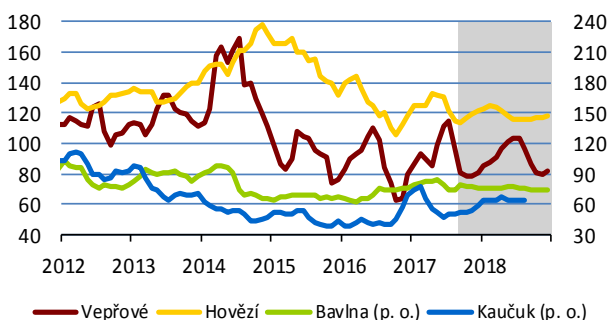
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85,4 ↗	88,0 ↘	86,3 ↗
2018	90,0 ↗	90,6 ↘	94,5 ↗

Potravinářské komodity



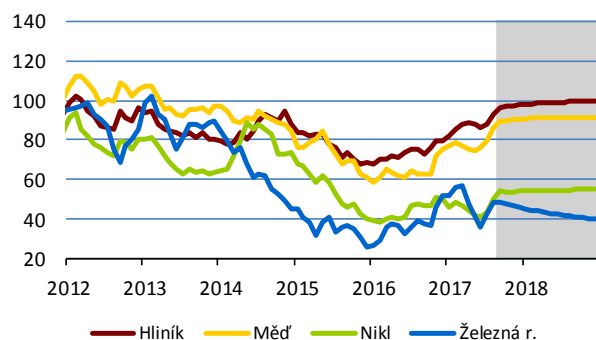
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	75,0 ↘	84,6 ↘	89,8 ↗	92,8 ↘
2018	82,9 ↘	89,4 ↘	103,3 ↗	94,0 ↘

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	91,2 ↘	123,0 ↘	78,9 ↗	57,4 ↗
2018	91,1 ↘	118,8 ↗	75,6 ↗	64,2 ↗

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	90,5 ↗	82,0 ↗	48,1 ↗	47,3 ↘
2018	99,0 ↗	91,3 ↗	54,6 ↗	42,3 ↘

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

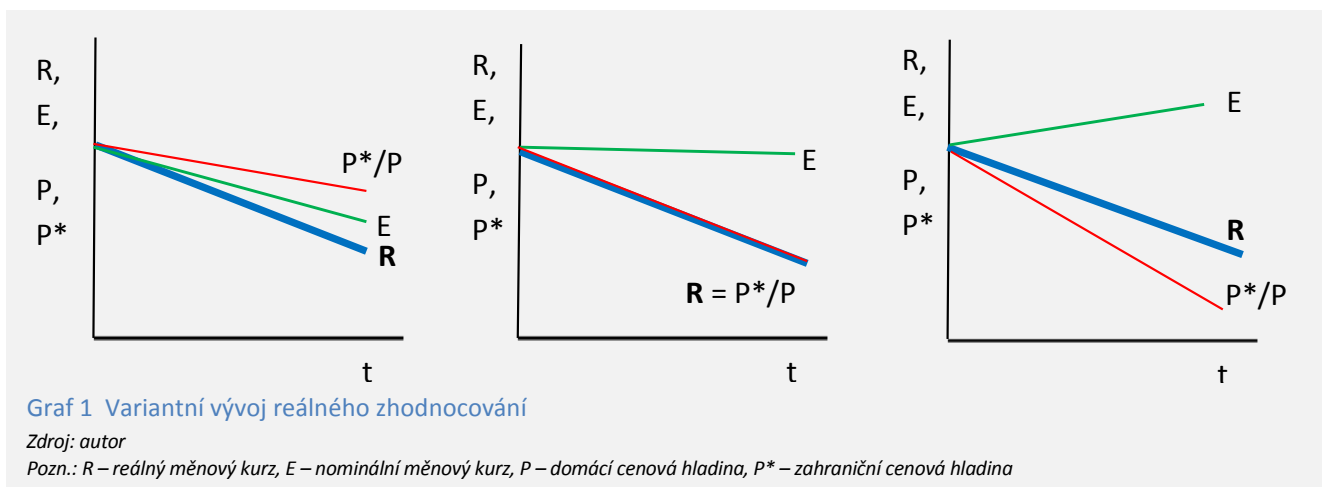
Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Fenomén reálného měnového kurzu: Co nám jeho vývoj sděluje o zemích Evropské unie?¹

Reálný měnový kurz – jedna z nejkompexnějších ekonomických kategorií – je věrným odrazem hospodářského vývoje dané země. Jeho vývoj odráží jak pohyb nominálního měnového kurzu, tak relativních cenových hladin, což umožňuje jeho „využití“ k analýze mnoha ekonomických témat. Příkladem může být vyhodnocování konvergenčního úsilí země (např. k jádru zemí eurozóny²), diskuze vlivu centrální banky na rozložení reálného zhodnocování (mezi kanál nominálního kurzu a inflačního diferenciálu), nebo sledování vnější konkurenceschopnosti dané ekonomiky. Reálný měnový kurz je rovněž odrazovým můstkem pro následné odhady rovnovážného reálného měnového kurzu, které důležitost této makroekonomické veličiny ještě umocňují. Tento článek pootevřává „dveře poznání“ k uvedeným tématům. Monitoruje vývoj reálného bilaterálního i efektivního kurzu pro všech 28 zemí Evropské unie, a to od vzniku eurozóny v roce 1999. Ukazuje přitom, že: (i) vyšší tempa reálného zhodnocování nejsou překvapující u zemí dohánějících jádro eurozóny, neboť odrážejí konvergenční výsledky daných ekonomik, (ii) volba kurzového režimu měla vliv na rozložení reálného zhodnocování dohánějících ekonomik mezi kanál nominálního měnového kurzu a kanál vývoje změn relativních cen, (iii) některým zemím eurozóny by externí devalvace – pokud by byla možná – pomohla s řešením problémů s jejich rovnováhou, (iv) vývoj konkurenceschopnosti zemí EU může celkově souviset i s procesem plíživě se projevující deindustrializace.

1 Rozklad reálného měnového kurzu

Vývoj reálného měnového kurzu (R) je určován pohybem jeho tří složek, tj. nominálního měnového kurzu (E), zahraniční (P*) a domácí cenové hladiny (P). Pokud domácí ceny rostou rychleji než zahraniční ceny (poměr cenových hladin P*/P klesá) a nominální kurz se nemění, reálný kurz klesá (domácí měna se reálně znehodnocuje). Pokud naopak domácí ceny rostou pomaleji než zahraniční ceny (poměr cenových hladin P*/P roste) a nominální kurz se nemění, reálný kurz roste (domácí měna se reálně znehodnocuje). V realitě dochází samozřejmě i ke změnám nominálního kurzu³ a podle toho, jak jsou tyto změny doprovázeny změnami cenových hladin, se různě mění i reálný měnový kurz.⁴



Možné varianty pohybu jednotlivých složek reálného kurzu schematicky znázorňuje – pro případ reálného zhodnocování – Graf 1. Tento graf obsahuje tři schémata, která takto zjednodušeně rozdělují země do tří skupin. Jeho prostřední část ukazuje případ **první skupiny zemí**, tj. zemí s fixním měnovým kurzem nebo zemí sdružených v měnové unii (eurozóně), jejichž měny byly trvale zafixovány k euru tzv. konverzním

¹ Autorem je Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za cenné diskuse a připomínky děkuje Janu Fraitovi, Pavle Břízové, Tomáši Holubovi a Tomáši Adamovi, kterému rovněž spolu s Ivetou Poláškovou děkuje za datovou podporu.

² Česká národní banka připravuje každoročně, již od roku 2005 poziční dokument „Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou“.

³ Pokud daná ekonomika neaplikuje systém pevného měnového kurzu, kdy je jeho hodnota udržována centrální bankou na zvolené úrovni. Nicméně i tehdy se její kurz vůči ostatním měnám, než je její měna referenční, vyvíjí.

⁴ Jinou optikou, než rozkladem na kanál nominálního kurzu a inflačního diferenciálu, se na vývoj reálného kurzu dívali Skořepa a Komárek (2015). Autoři kvantifikovali příčiny asymetrických šoků (fundamentální faktory) projevujících se jako střednědobé změny reálného měnového kurzu na vzorku 21 vyspělých ekonomik a ekonomik v pozdní fázi přechodu k tržní ekonomice. Použití bayesovského průměrování modelů na 22 zvažovaných faktorů ukázalo následující 4 druhy odlišností v rámci daného páru ekonomik, které lze považovat za nejvýznamnější: (i) finanční rozvoj, (ii) růst důchodu na hlavu, (iii) nezávislost centrální banky a (iv) struktura ekonomiky. Regrese založená na těchto čtyřech faktorech indikuje, že tyto faktory vysvětlují zhruba třetinu tříleté variability reálného měnového kurzu pro celý vzorek a téměř polovinu pro reálné kurzy, kde jednou z měn je euro.

poměrem. Protože u těchto zemí se nominální měnový kurz „z definice“ nemůže měnit, jsou pohyby reálného kurzu dány výlučně pohyby relativních cen v domácí a zahraniční ekonomice. Levé schéma v Grafu 1 ukazuje případ **druhé skupiny zemí**, dohánějících ekonomik, které konvergovaly k eurozóně nejen přes relativní ceny. Jejich reálná aprece byla podpořena aprecií nominálního kurzu. V realitě může nastat řada dalších variant míry posílení nominálního kurzu a poklesu relativních cen, které vedou k naznačenému reálnému zhodnocení. Zde je vykreslen případ, kdy k reálnému zhodnocení přispěl více nominální kurz, než vývoj relativních cen. Pravé schéma pak doplňuje mozaiku možností reálného zhodnocení o případ **třetí skupiny zemí**, jejichž konvergence probíhala prostřednictvím vývoje relativních cen, zatímco nominální kurz oslaboval. Napříč zeměmi a časem docházelo u jednotlivých dohánějících ekonomik k přesunům mezi těmito skupinami. Rovněž lze najít i taková, byť spíše kratší období, kdy relativní ceny ke konvergenčnímu procesu nepřispívaly, tj. situace, kdy domácí ceny rostly pomaleji než ceny v referenčním teritoriu (eurozóně).

Reálný měnový kurz lze vypočítat v několika variantách, které vznikají použitím rozdílných indexů pro zachycení pohybu cenových hladin. Zahraniční a domácí cenová hladina totiž nejsou jednoznačné termíny, neboť cenovou hladinu, na rozdíl od hodnoty měnového kurzu, lze definovat mnoha způsoby. Rozdílné přístupy k výpočtu reálného měnového kurzu jsou stručně vysvětleny v Boxu. Na reálný kurz je zároveň možno pohlížet jak optikou bilaterální (měnový kurz mezi dvěma zeměmi, viz kapitola 2), tak efektivní (měnový kurz vůči koši měn, jejichž váhy jsou vypočteny např. dle podílu exportu domácí země do země zahraniční; viz kapitola 3). Bilaterální rovina je vhodná např. pro zkoumání konvergenčních výsledků dané ekonomiky k referenční zemi, resp. měnové unii. Efektivní rovina je přínosná pro diskuse o vývoji konkurenceschopnosti dané ekonomiky vzhledem k jejím hlavním obchodním partnerům.

Vychýlí-li se reálný měnový kurz od kurzu rovnovážného⁵, dochází k jeho nadhodnocení či podhodnocení, což způsobuje změnu alokace zdrojů zejména mezi sektory obchodovatelných a neobchodovatelných statků. Podstatné nadhodnocení měny zpomaluje ekonomický růst, naopak důsledek podhodnocení kurzu na růst není zcela jednoznačný. Výrazné nadhodnocení kurzu může vést k suboptimálnímu vývoji a neudržitelnosti salda běžného účtu, rostoucímu vnějšímu zadlužení, riziku možných spekulativních útoků, atp. Analýza těchto potenciálních jevů jde však nad rámec tohoto textu.

2 Reálný bilaterální kurz a konvergence ekonomiky

Konvergující ekonomika by se měla vyznačovat reálnou aprecií své měny. Rozložení reálné aprece na kanál inflačního diferenciálu (poměru relativních cen mezi zahraniční ekonomikou a ekonomikou domácí) a kanál nominálního kurzu závisí u zemí mimo měnovou unii na volbě měnověpolitického režimu. Jeho výběr je nejčastěji v pravomoci centrální banky, často s konzultační povinností vůči vládě. Ekonomická teorie však nepřináší jednoduchý recept na otázku, jaký kurzový režim je univerzálně nejvhodnější, a to ani pohledem hrubé optiky, tj. při volbě mezi fixním a plovoucím kurzovým režimem. Tato volba pro země stojící mimo měnovou unii je považována za jednu z obecných výzev monetární politiky ve 21. století.⁶

Obecně lze říci, že cílováním měnového kurzu je centrální bankou „uvolněn“ inflační kanál a „zmražen“ kanál kurzový, a tudíž se rovnovážná reálná aprece musí nutně projevit ve zvýšeném růstu cenové hladiny.⁷ Tato volba mohla přinést dostatečně rychle konvergující ekonomice i výraznější zvyšování mzdové úrovně vlivem tlaků plynoucích z růstu domácích cen. Při aplikaci režimu inflačního cílení je umožněn – vedle přirozeného pohybu cen – také pohyb nominálního kurzu. Tím může docházet k reálné aprecií skrze oba zmiňované kanály, viz schematicky Graf 1. Volba režimu inflačního cílení v kombinaci se systémem plovoucího kurzu zase domácím ekonomickým agentům přináší zvýšení jejich relativního bohatství v zahraničí, kde lze v případě nominální aprece nakoupit více statků za stejné množství domácí měny.

Centrální banky dohánějících ekonomik, zejména těch, které vstoupily do EU od roku 2004, zvolily rozdílné strategie při aplikaci kurzových režimů, a tím de facto ovlivnily rozložení reálného posílení svých měn. Graf 2 ukazuje rozklad pohybu bilaterálního reálného kurzu (znázorněn modrou tečkou) na kanál nominálního kurzu (E; znázorněno zelenými sloupci) a poměru cenových hladin (P*/P; znázorněno červenými sloupci). Rozklad je v Grafu 2 uveden pro všech 28 členů EU (v Grafu 6 v příloze pak podrobněji pro země vstoupivší do EU od roku 2004), při použití harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP). Zobrazeny jsou rozklady reálných kurzů v období od vzniku eurozóny v roce 1999 do konce roku 2016, respektive s rozdělením na dvě dílčí období, 1999–2005 a 2005–2016. Na základě vývoje reálného bilaterálního kurzu v období 1999–2016 lze země EU rozdělit do několika skupin:

- **Země s výrazným reálným posílením podpořeným nominálním posílením.** Do této skupiny patří Slovensko, Česká republika a Litva, přičemž Slovensko dosáhlo v období 1999–2016 nejvyššího reálného zhodnocení své měny ze všech zemí EU.

⁵ Rovnovážný reálný měnový kurz lze obecně definovat jako reálný kurz, který je konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky. Pro případ tranzitivních ekonomik viz např. Frait a Komárek (2003), kde lze nalézt podrobnější diskusi o transformačním období, nebo Horváth a Komárek (2007). Příklady odhadů modelů rovnovážného kurzu lze nalézt např. v Komárek a Melecký (2008) nebo Komárek a Motl (2012).

⁶ Viz např. soubor příspěvků z tradiční konference kansaského Fedu v Jackson Hole (1999).

⁷ Podrobněji viz Komárek, Koprnická a Král (2010).

Box: Reálný měnový kurz

Reálný měnový kurz (R) je definován jako nominální měnový kurz (E) očištěný o vývoj zahraniční (P*) a domácí (P) cenové hladiny, tj. $R = E \cdot P^* / P$. Pro výpočet reálného kurzu přitom mohou být v závislosti na zamýšlené analýze použity různé definice cenové hladiny (Tabulka 1).

První koncepce výpočtu reálného kurzu rozlišuje statky (zboží a služby) obchodované mezinárodně (obchodovatelné statky) a ty, jež jsou vyráběné a spotřebovávány přímo v domácí ekonomice (neobchodovatelné statky). Toto rozlišení je důležité, neboť první skupina statků je předmětem mezinárodní konkurence, zatímco druhá skupina ne. Součinem nominálního měnového kurzu (E) a zahraniční cenové hladiny obchodovatelných statků (P_T^*) dostáváme domácí cenovou hladinu obchodovatelných statků (P_T), tj. cenovou hladinu zahraničních obchodovatelných statků vyjádřenou v domácí měně, která v poměru k domácí cenové hladině neobchodovatelných statků vyjadřuje reálný kurz jako tzv. interní směnné poměry [$R = P_T / P_N$]. Ty popisují, jak jsou zdroje v ekonomice alokovány mezi sektory obchodovatelných a neobchodovatelných statků. Růst takto definovaného reálného kurzu znamená, že domácí neobchodovatelné statky se relativně zlevní a spotřebitelská poptávka po nich vzroste. Nevýhodou této koncepce je, že považuje veškeré obchodovatelné statky za identické, a to bez ohledu na to, kde jsou vyráběny.

Druhá koncepce reálného kurzu dělí statky podle toho, zda jsou exportovány (X), či importovány (M). Získáme je jako součin nominálního kurzu (E) násobený cenami importních statků v zahraniční měně (P_M^*) a vydělený cenami exportních statků v domácí měně (P_X), tj. [$R = E \cdot P_M^* / P_X$]. Převrácenou hodnotou takto vyjádřeného reálného kurzu jsou (zjednodušeně) externí směnné poměry [P_X / P_M], které měří kolik zahraničních statků lze zakoupit za jednotku domácího statku. Když se směnné poměry zlepšují (rostou), dochází k reálnému zhodnocení měny, jelikož domácí subjekty obdrží větší množství importovaných statků za stejné množství exportovaných statků. Komplikací je zde stanovení toho, co kategorie exportních statků vlastně zahrnuje.

Třetí koncepcí reálného kurzu, která je používána k měření konkurenceschopnosti domácích výrobců, je reálný kurz definovaný jako podíl domácích

a zahraničních cen zpracovatelského průmyslu, přičemž obě cenové hladiny jsou vyjádřeny v domácí měně. Nevýhodou tohoto indexu je to, že měří konkurenceschopnost především na exportní straně, zatímco importní stranu ignoruje. Zpracovatelský průmysl má kromě toho v různých zemích různou strukturu a je pouze jednou z částí sektoru obchodovatelných statků.

Čtvrtá koncepce reálného kurzu dosazuje za vývoj zahraniční a domácí cenové hladiny cenový deflátor HDP, který ze své podstaty nejpřesněji odráží cenový vývoj, neboť postihuje vývoj cen všech statků vyrobených v dané ekonomice. Nevýhodou je jeho nedostupnost s vyšší než roční periodicitou, ale také proměnlivá váhová struktura, která tudíž napříč časem nereprezentuje cenový vývoj porovnatelných statků. Z těchto důvodů je proto vhodnější použít deflátor HDP při analýzách dlouhého časového období, než při operativní analýze.

Pátá koncepce reálného kurzu je založena na reálných jednotkových nákladech práce (RULC). Ty jsou nejčastěji definovány jako podíl náhrad na jednoho zaměstnance (mzdy, platy, čisté daně včetně odvodů do systému sociálního zabezpečení zaměstnavatelem) na produktivitě práce na jednoho zaměstnance. Snížení dynamiky ukazatele vyjadřuje předstih růstu produktivity práce před růstem nákladů.

K analytickým výpočtům reálného měnového kurzu jsou nicméně nejčastěji používány **šestá koncepce** (s využitím indexu cen průmyslových výrobců, PPI) a **sedmá koncepce** (s využitím indexu spotřebitelských cen, CPI, nebo jeho harmonizované varianty, HICP), zejména z důvodu jejich statistické dostupnosti. Jejich další předností je pak relativně stabilní struktura těchto košů a měsíční periodicitu vykazování.

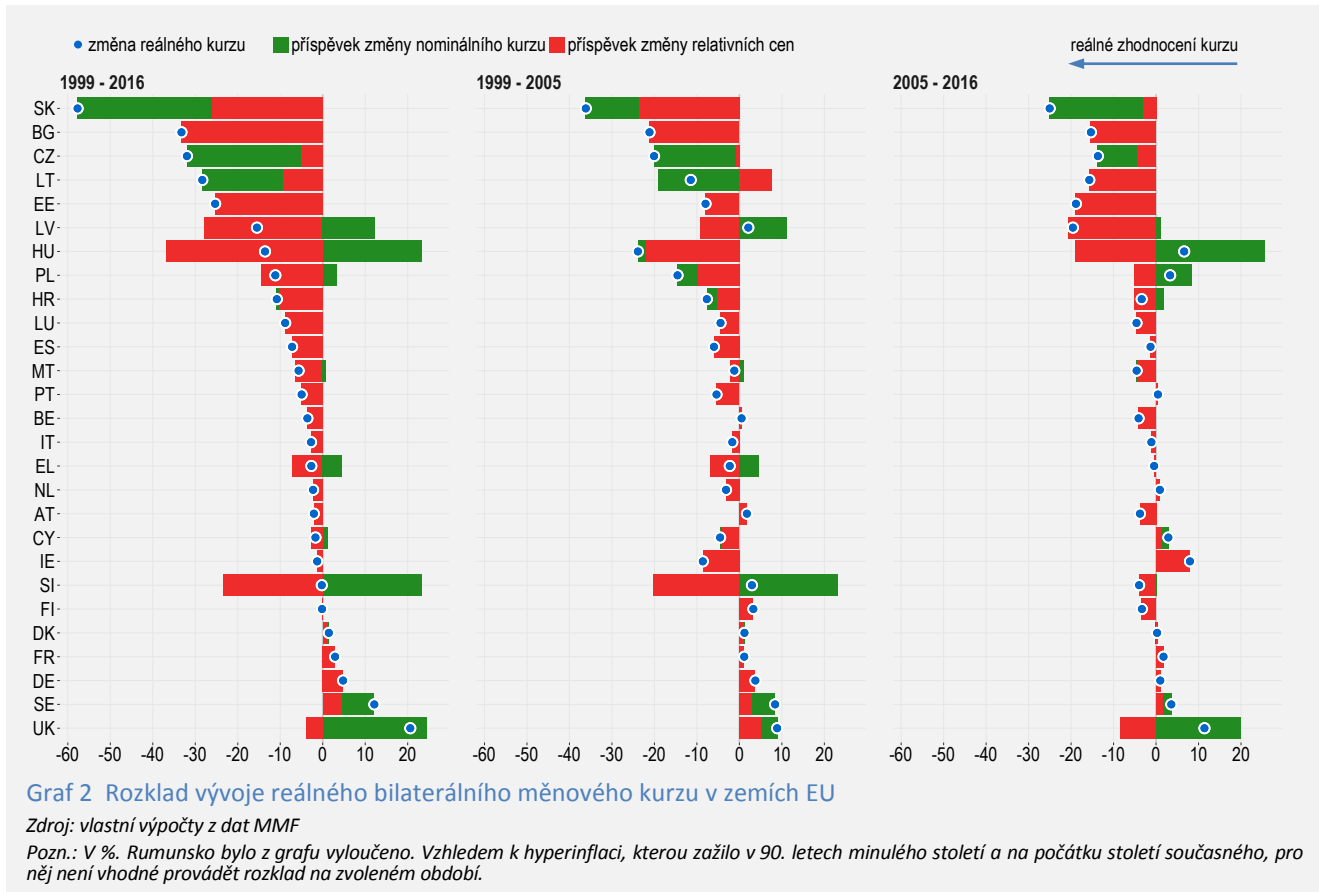
Souhrnně lze říci, že žádný z výše uvedených způsobů měření reálného kurzu nepředstavuje nějaké ideální, obecně preferované nebo doporučené měřítko. Každý z těchto indexů je vhodný k odlišnému druhu analýz. Jejich kombinací lze získat lepší představu o vývoji této základní ekonomické veličiny. Ta může být dále umocněna sledováním reálného kurzu v efektivním vyjádření, tj. se zohledněním významnosti jednotlivých obchodních partnerů (váhy v indexu např. podle podílu na exportu).

Cenový index	Definice reálného měnového kurzu
Ceny obchodovatelných (P_T) a neobchodovatelných statků (P_N)	$R = E \cdot P_T^* / P_N$
Ceny importovaných (P_M) a exportovaných statků (P_X)	$R = E \cdot P_M^* / P_X$
Index cen ve zpracovatelském průmyslu (P_{PI})	$R = E \cdot P_{PI}^* / P_{PI}$
Cenový deflátor HDP ($P_{HDP\text{defl}}$)	$R = E \cdot P_{HDP\text{defl}}^* / P_{HDP\text{defl}}$
Reálné jednotkové náklady práce (P_{RULC})	$R = E \cdot P_{RULC}^* / P_{RULC}$
Index cen výrobců (P_{PPI})	$R = E \cdot P_{PPI}^* / P_{PPI}$
Index spotřebitelských cen (P_{CPI})	$R = E \cdot P_{CPI}^* / P_{CPI}$

Tabulka 1 Způsoby výpočtu reálného měnového kurzu

- **Země s reálným posílením tlumeným nominálním oslabením.** Sem patří zejména Maďarsko, Lotyšsko, Polsko a rovněž, byť s mnohem nižší mírou reálného posílení, i Slovinsko, Řecko, Malta a Kypr.
- **Země s reálným posílením dosaženým výhradně kanálem relativních cen.** Do této skupiny patří země s fixním kurzovým režimem (Bulharsko, Estonsko), ale také např. jedna z nejvyspělejších zemí eurozóny, Lucembursko.
- **Země s viditelným reálným oslabením.** Sem patří vyspělé země EU, jako je Dánsko, Francie, Německo, Švédsko nebo Velká Británie, jejíž měna se zejména vlivem událostí po vítězství stoupenců brexitu v referendu reálně znehodnotila nejvíce.

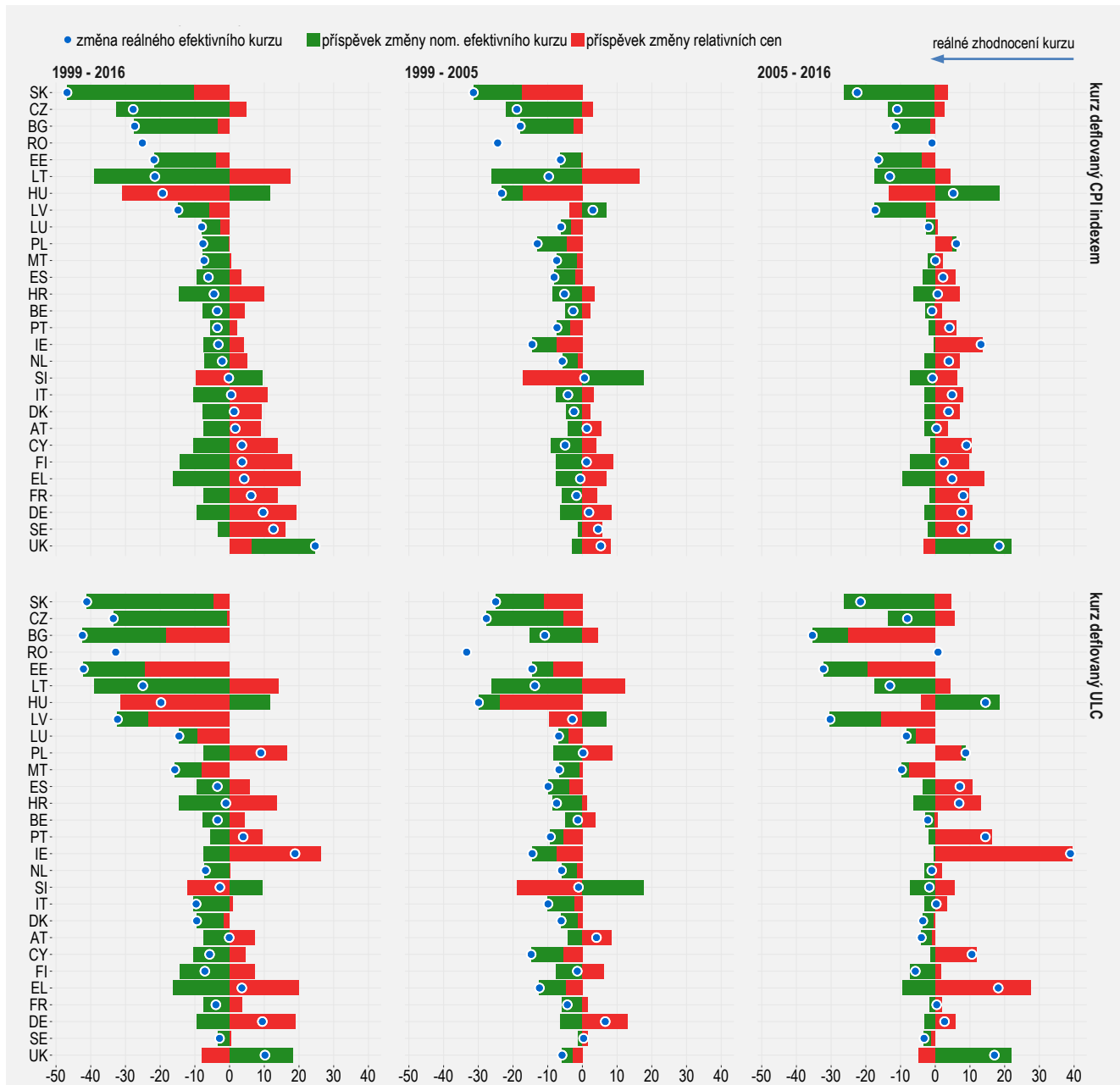
Z vývoje reálných bilaterálních kurzů a jejich složek lze učinit závěr, že ekonomikou nejrychleji konvergující k jádru eurozóny bylo ve sledovaném období Slovensko, následované Bulharskem a těsně za ním Českou republikou.



3 Reálný efektivní kurz a konkurenceschopnost ekonomiky

Vývoj reálného měnového kurzu ovlivňuje skladbu výdajů a mezičasové vyhlazování spotřeby pomocí tvorby, resp. čerpání úspor s dopady do vývoje běžného účtu platební bilance a je považován za klíčový indikátor vývoje vnější konkurenceschopnosti ekonomiky. Reálné zhodnocení měny je často interpretováno jako potenciální ztráta cenové konkurenceschopnosti. Právě to vyvolává obavu, že dohánějící ekonomiky (země vstoupivší do EU po roce 2004, ale i země jižního křídla eurozóny) mohou být v souvislosti s reálným zhodnocením svých měn vystavovány permanentním problémům s vnější rovnováhou.⁸ Vztah mezi reálným kurzem a konkurenceschopností však není tak jednoduchý. Na jedné straně může reálné zhodnocování znamenat pokles konkurenceschopnosti, a to v případě kdy se reálný kurz stává nadhodnoceným vzhledem k rovnovážné hodnotě. Na straně druhé ale může reálné zhodnocení naopak odrážet rostoucí konkurenceschopnost vlivem takových faktorů, jako je růst produktivity nebo kapitálového vybavení ekonomiky. Z toho vyplývá, že změny reálného kurzu je nutno studovat z hlediska vývoje fundamentálních determinant, a teprve pak je možno říci, zda je reálné zhodnocování příčinou klesající konkurenceschopnosti nebo naopak důsledkem jejího růstu.

⁸ Frait a Komárek (2002) aplikovali koncept dluhově přizpůsobeného reálného měnového kurzu (DARER – Debt Adjusted Real Exchange Rate) na země Visegrádské skupiny (ČR, Maďarsko, Polsko a Slovensko). DARER přitom není rovnovážným reálným kurzem, ale spíše „pravdivějším“ reálným kurzem zohledňujícím vývoj běžné účtu platební bilance a přímých zahraničních investic. Motivací ke konstrukci DARERu je skutečnost, že mnohé tranzitivní ekonomiky financovaly dlouhodobě deficit svého běžného účtu kapitálovými toky, což vedlo často k reálnému nadhodnocení měny.



Graf 3 Rozklad vývoje reálného efektivního měnového kurzu

Zdroj: vlastní výpočty z dat MMF

Pozn.: V %. Horní tři grafy byly získány použitím indexu CPI, dolní tři grafy pak indexu ULC. U Rumunska byla pro lepší čitelnost výsledků ostatních zemí znázorněna pouze změna reálného efektivního měnového kurzu bez jeho dekompozice. Hodnoty rozkladů pro Rumunsko jsou následující: 1999–2016 příspěvek změny nominálního efektivního kurzu 132 % a příspěvek změny relativních cen na základě CPI -157 % (na základě ULC -165 %), respektive 1999–2005 103 % a -127 % (-136 %), 2005–2016 14 % a -15 % (-14 %).

Hodnocení vlivu změn reálného kurzu na konkurenceschopnost dále komplikuje skutečnost, že obchodovatelné statky nejsou homogenní. Pokud by tomu tak bylo, pak by nebyl důležitý původ a jejich zamýšlené užití. Většina obchodních statků však homogenní není, což vyžaduje nutnost zkoumat konkurenceschopnost domácích statků vzhledem k hlavním obchodním partnerům (tj. při použití efektivních ukazatelů), odlišným světovým regionům a odlišným skupinám výrobců. Konkurenceschopnost ekonomiky v určitém odvětví „závisí“ nejen na samotném reálném kurzu (pokud je tento pro dané odvětví exogenní), ale i na dalších veličinách, jakými jsou rozdíly v produktivitě v tomto odvětví mezi zeměmi, struktura cel nebo relativní ceny v jednotlivých ekonomikách.⁹

⁹ Frait a Komárek (2001) upozornili na další problém, kterému čelily konvergující ekonomiky EU k jádru eurozóny, tj. na přechod produkce do sofistikovanějších zbožových skupin s tvrdší konkurencí vlivem růstu produktivity. Zde vyšší produktivita nemusí automaticky znamenat vyšší konkurenceschopnost a oprávněnost reálného zhodnocení, neboť země konkuruje na zcela jiné úrovni než dříve. Do vyšších zbožových skupin se proniká samozřejmě snadněji při relativně slabším kurzu než při kurzu relativně silném. I proto centrální banky sledují, jak rychle se reálný kurz zhodnocuje a zda toto zhodnocování neomezuje konkurenceschopnost perspektivních nebo tradičních odvětví.

Rozklad pohybu reálného kurzu pro 28 členských zemí EU obdobný Grafu 2 – zde však v efektivní podobě – přináší Graf 3, pro dohánějící ekonomiky pak podrobněji Graf 7 v příloze. Použití efektivních indexů namísto bilaterálních lépe odráží reálný vývoj vůči obchodním partnerům dané země. Horní polovina Grafu 3 znázorňuje srovnání napříč zeměmi při použití indexů spotřebitelských cen (CPI), jeho dolní polovina pak pomocí jednotkových nákladů práce (ULC). Rozdíly v těchto dvou alternativních propočtech reálného kurzu jsou dány výhradně pohyby relativních cen získaných pomocí CPI a ULC; nominální složka reálného kurzu je v obou částech Grafu 3 shodná.

Pro debatu o vývoji konkurenceschopnosti pak může být účelné vzájemné porovnání relativních cen pomocí CPI a ULC mezi domácí a zahraniční ekonomikou, jak je vykresluje Graf 4. Ze srovnání je zřetelný jejich výrazně odlišný vývoj, zejména pak u Bulharska, Estonska a Lotyšska (kde relativní ceny v období 2005–2016 vzrostly výrazněji dle ULC oproti těm při použití CPI). U zakládajících členů eurozóny je zase viditelný pokles těchto relativních cen, tj. růst cen jak v případě CPI, tak ULC, který byl v těchto ekonomikách vyšší než u eurozóny jako celku.



Graf 4 Porovnání vývoje růstu zahraničních cen vůči cenám domácím (P^*/P) optikou vývoje CPI a ULC

Zdroj: vlastní výpočty z dat MMF

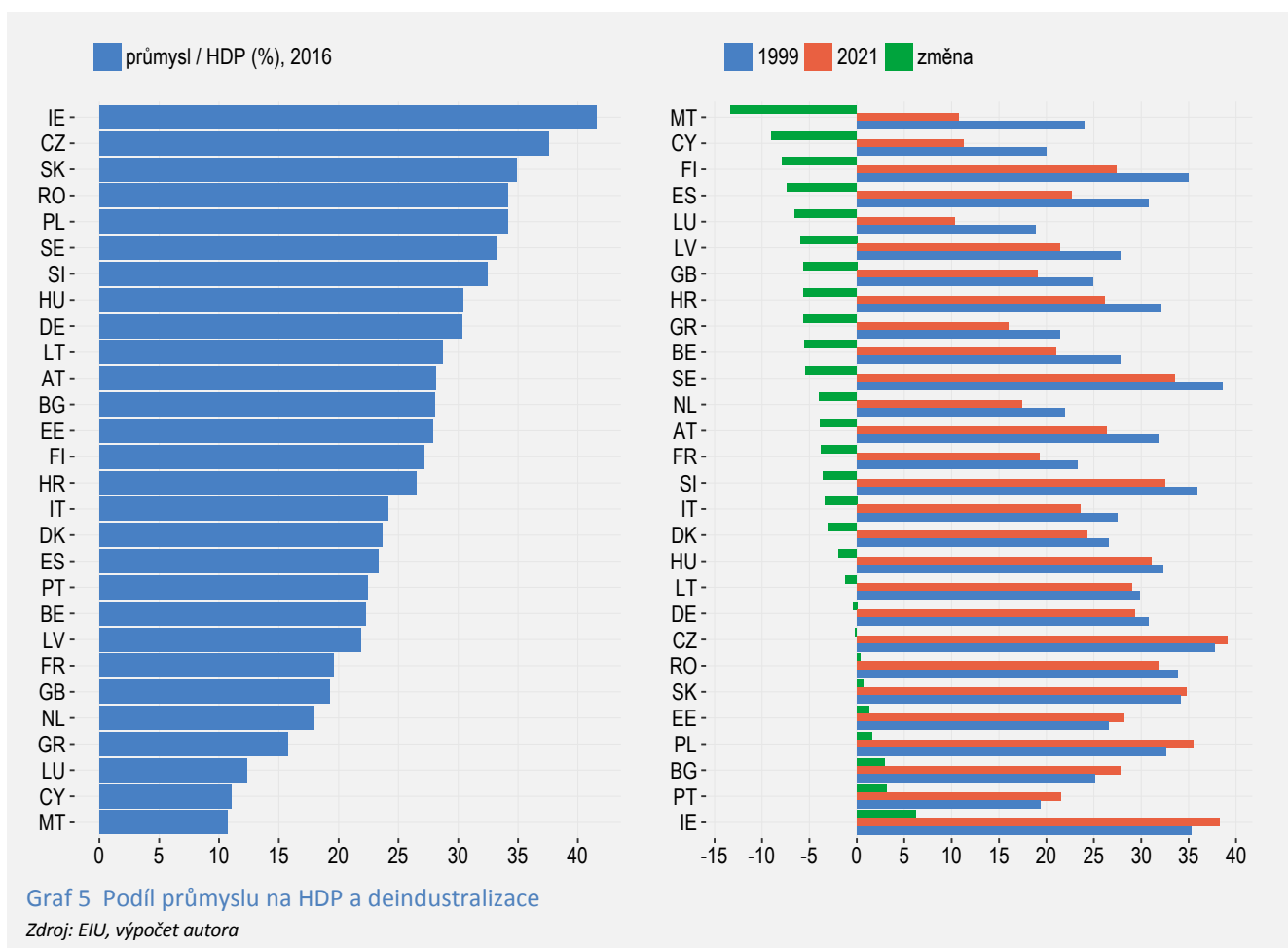
Pozn.: V %. Kladná (záporná) hodnota na svislé ose udává, o kolik procent vzrostly (poklesly) zahraniční ceny ve zvoleném období oproti cenám domácím.

4 Reálný kurz a deindustrializace ekonomiky

Vývoj reálného kurzu a konkurenceschopnosti ekonomiky může mít souvislost s procesem deindustrializace¹⁰. Ten probíhá řadu desetiletí (možná již od vrcholu průmyslové revoluce) zejména u vyspělých tržních ekonomik, které nejprve prošly tzv. industrializací (např. Spojené království), nebo které prodělaly rychlou industrializaci a dosáhly vysoké úrovně národního důchodu (např. USA). Proces deindustrializace je rovněž aktuální pro dohánějící ekonomiky, neboť v nich může docházet k zániku a „zeštíhlování“ tradičních průmyslových odvětví a k rozvoji sektoru služeb.

Někteří ekonomové sledují deindustrializaci se znepokojením, neboť ji spojují s rizikem poklesu mezinárodní konkurenční schopnosti. Ekonomické teorie nám říkají, že standardně jsou deindustrializace a reálné zhodnocování měny společně určovány rychlejším růstem produktivity v průmyslu oproti službám, viz např. Rowthorn a Ramaswamy (1998) nebo Tatom (1992). Empirické důkazy v tomto ohledu však nejsou zdaleka tak přesvědčivé. Autor se domnívá, že deindustrializace pod určitou procentní úroveň na vytvořeném HDP by mohla být pro hospodářské výsledky vyspělé země z dlouhodobého pohledu škodlivá. Jinak řečeno, mít HDP tvořen téměř výhradně sektorem služeb, byť ten ve vyspělých zemích bude jistě adekvátně dominantní, a pouze zanedbatelným podílem zemědělství a snižujícím se podílem průmyslu, může být pro danou zemi suboptimální. Zachování průmyslové výroby s vysokou přidanou hodnotou ve vyspělých zemích je důležité, neboť odklon výroby do zdánlivě výhodných teritorií může být ve finále pro danou vyspělou průmyslovou ekonomiku nevýhodný. Dílčí příklady lze nalézt u britské, francouzské, ale i italské ekonomiky, které byly z velkých vyspělých ekonomik postiženy (v daném pořadí) deindustrializací nejvíce, viz Graf 5.

Graf 5 ilustruje současnou důležitost průmyslu pro jednotlivé země EU (levá část) a její změnu v průběhu dvou desetiletí na základě historických dat pro rok 1999 a střednědobé predikce EIU do roku 2021 (pravá část). V roce 2016 nejvyšší podíl průmyslu v reálném vyjádření na HDP vykazovalo Irsko. Autor příspěvku se však domnívá, že v případě Irska jde o statistické nadhodnocení, kdy řada průmyslových firem má sídlo (nikoli však výrobu) v Irsku. Na dalších příčkách se umísťuje dlouhodobě Česká republika a Slovensko; obě



¹⁰ Deindustrializací rozumíme pokles podílu průmyslu na celkovém výkonu ekonomiky. Rozsah deindustrializace je obvykle měřen poklesem podílu zaměstnanosti v průmyslu na celkové zaměstnanosti nebo hruběji, jako podíl průmyslu na celkovém HDP.

země jsou známými velmocemi v produkci automobilů na hlavu. Pro identifikaci míry deindustrializace může být zajímavější vedlejší graf, z něhož je vidět, že největší propad v podílu průmyslu na HDP zaznamenávají obecně ty nejméně rozvinuté země, vyjma opět specifické situace na Kypru a Maltě. Zajímavé je ovšem také to, že Česká republika, Slovensko, ani Rumunsko proces deindustrializace neproděly a ani se to v nejbližších letech neočekává. Některé z těchto zemí dokonce podíl průmyslu na HDP ještě zvýšily, což souvisí s již zmíněnou produkcí aut na hlavu (a rozvojem firem na automobilový průmysl navázaných), která je u Slovenska a České republiky – v tomto pořadí – nejvyšší na světě.

Empirické ověření, zda je probíhající deindustrializace vyvolána přirozeným vývojem determinovaným růstem produktivity v daných ekonomikách nebo naopak nadměrným a neudržitelným reálným zhodnocením (zejména optikou jednotkových nákladů práce), které snižuje konkurenceschopnost relativně životaschopných firem, není jednoduché učinit. Jistým vodítkem by mohla být situace na trhu práce a dosahovaná míra nezaměstnanosti, neboť při její dlouhodobě nízké úrovni (blízké např. NAIRU) nelze zřejmě argumentovat, že země ztrácí konkurenceschopnost. Dosahování vyšší konkurenceschopnosti navíc posouvá danou ekonomiku „samočinně“ k rovnováze, neboť vysílá tlaky na růst mezd (a tedy na reálné zhodnocování měny). Tento mechanismus by měl platit i opačně. Problém lze nicméně chápat mnohem komplexněji, a proto představuje jistou výzvu pro tvůrce hospodářské politiky, zejména pro země sdružené v měnové unii. Ty totiž nemohou přistoupit k externí devalvaci měny (používají společnou měnu měnové unie), jež by napomohla, alespoň dočasně, vyřešit část jejich problémů. Příkladem jsou některé země eurozóny, jako např. Itálie, Řecko nebo Španělsko. V měnové unii však externí devalvace není možná, pro zvýšení konkurenceschopnosti tak zbývá „jen“ devalvace interní, tj. pokles nákladů na výrobu jednotky produkce, což v sobě zahrnuje tlaky na pokles mezd, které ze sociálního pohledu není v drtivé většině případů možné naplnit.¹¹ Na druhou stranu členství v měnové unii přináší zemi jiné benefity, od jejichž existence je zde odhlíženo.

5 Závěr

Rozklady reálných bilaterálních kurzů ukázaly, že od vzniku měnové unie byl vývoj v jednotlivých zemích EU poměrně různorodý. Vyšší tempa reálného zhodnocování nejsou překvapující u zemí s transformační minulostí, neboť odrážejí konvergenční výsledky jejich ekonomik. Povaha této konvergenční cesty v podobě reálné aprece byla ovlivněna i volbou kurzového režimu, který v případě fixního měnového kurzu vědomě vypíná reálné konvergenční kanál; přizpůsobení se tak děje pouze přes změny relativních cen. Druhou stranou téže mince je to, že reálné kurzy nejsilnějších evropských ekonomik depreciovaly. Vývoj reálných kurzů také poodkrývá slabiny těch zemí eurozóny, které jsou zatíženy strukturálními problémy a negativními efekty dluhové krize. To lze také pozorovat při srovnání vývoje reálných efektivních měnových kurzů (zohledňujících významnost obchodních partnerů pro danou ekonomiku) získaných s využitím indexu jednotkových pracovních nákladů. Takto získaný reálný kurz totiž lépe odráží vývoj konkurenceschopnosti jednotlivých zemí, včetně těch sdružených v eurozóně. Závěrem bylo ukázáno, že ve většině zemí EU pokračuje plíživý proces deindustrializace, tj. snižování podílu průmyslu na HDP. Je však nad rámec možností tohoto textu exaktněji říci, zda k tomu zásadní měrou přispěl vývoj reálného kurzu v daných ekonomikách.

Zdroje

Frait, J. - Komárek, L. (2001): Na cestě do EU: nominální a reálná konvergence v tranzitivních ekonomikách. *Finance a úvěr*, 06/2001, ss. 314-330.

Frait, J. - Komárek, L. (2002): Theoretical and Empirical Analysis of the Debt-Adjusted Real Exchange Rate in Selected Transition Economies During 1994-2001. *Warwick Economics Research Papers No. 646*, Department of Economics, The University of Warwick.

Frait, J. - Komárek, L. (2003): Exchange Rate and Monetary Developments in Accession Countries. In: Polouček, S. et al.: *Reforming the Financial Sector in Central European Countries*. Palgrave Macmillan Publishers Ltd. (Studies in Economic Transition), Houndmills, etc, U.K.; December 2003, pp. 169-210.

Horváth, R. - Komárek, L. (2007): Equilibrium Exchange Rates in the EU New Members: Methodology, Estimation and Applicability to ERM II. *Prague Economic Papers*, No. 1., pp. 24-37.

Jakson Hole (1999): New Challenges for Monetary Policy. *Economic Symposium Conference Proceedings*. <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/symposiums/escp-1999>

Komárek, L. - Koprnická, K. - Král, P. (2010): Dlouhodobá reálná aprece jako fenomén ekonomické konvergence. *Politická ekonomie*, ročník LVIII, č. 1., s. 70-91.

Komárek, L. - Melecký, M. (2008): Transitional appreciation of equilibrium exchange rates and the ERM II. *Transition Studies Review*, 15 (1), pp. 95-110, 2008.

Komárek, L. - Motl, M. (2012): Behaviorální a fundamentální rovnovážný měnový kurz. *Politická ekonomie* č. 2., ss. 147-166.

¹¹ Příkladem interního přizpůsobení ekonomiky byl pokles mezd v polehmanovském období v pobaltských zemích, zejména v Litvě.

Rowthorn, R. - Ramaswamy, R. (1998): Growth, trade, and deindustrialization. IMF Working Paper, April 1998, no. WP/98/60.

Skořepa, M. - Komárek, L. (2015): Sources of Asymmetric Shocks: The Exchange Rate or Other Culprits? Economic Systems. No. 6.

Tatom, J. (1992): Currency appreciation and deindustrialization: a European perspective. Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper, August 1992, no. 92-006A.

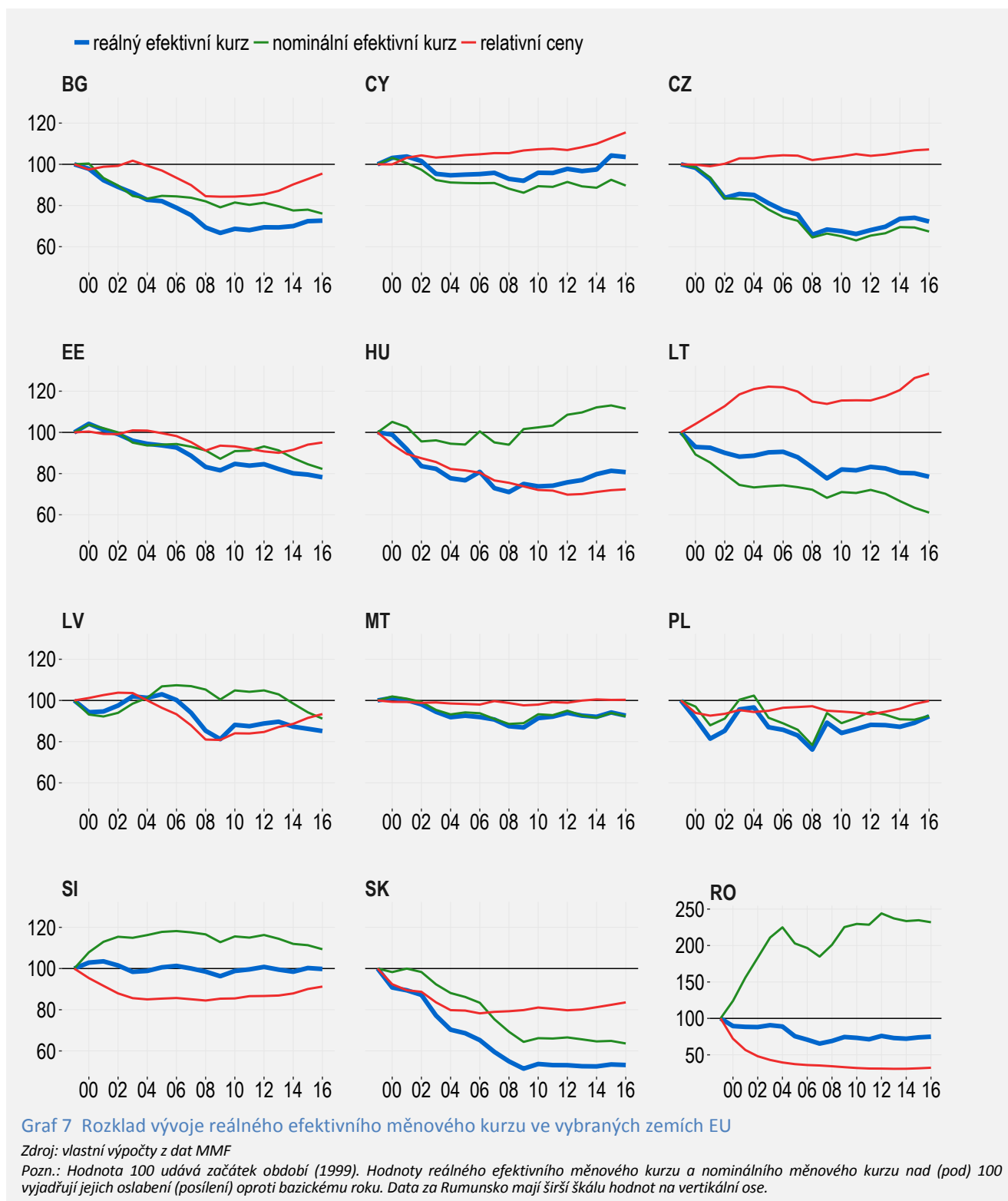
Příloha



Graf 6 Rozklad vývoje reálného bilaterálního měnového kurzu ve vybraných zemích EU

Zdroj: vlastní výpočty z dat MMF

Pozn.: Hodnota 100 udává začátek období (1999). Hodnoty reálného a nominálního bilaterálního měnového kurzu nad (pod) 100 vyjadřují jejich oslabení (posílení) oproti bazickému roku. Data za Rumunsko mají širší škálu hodnot na vertikální ose.



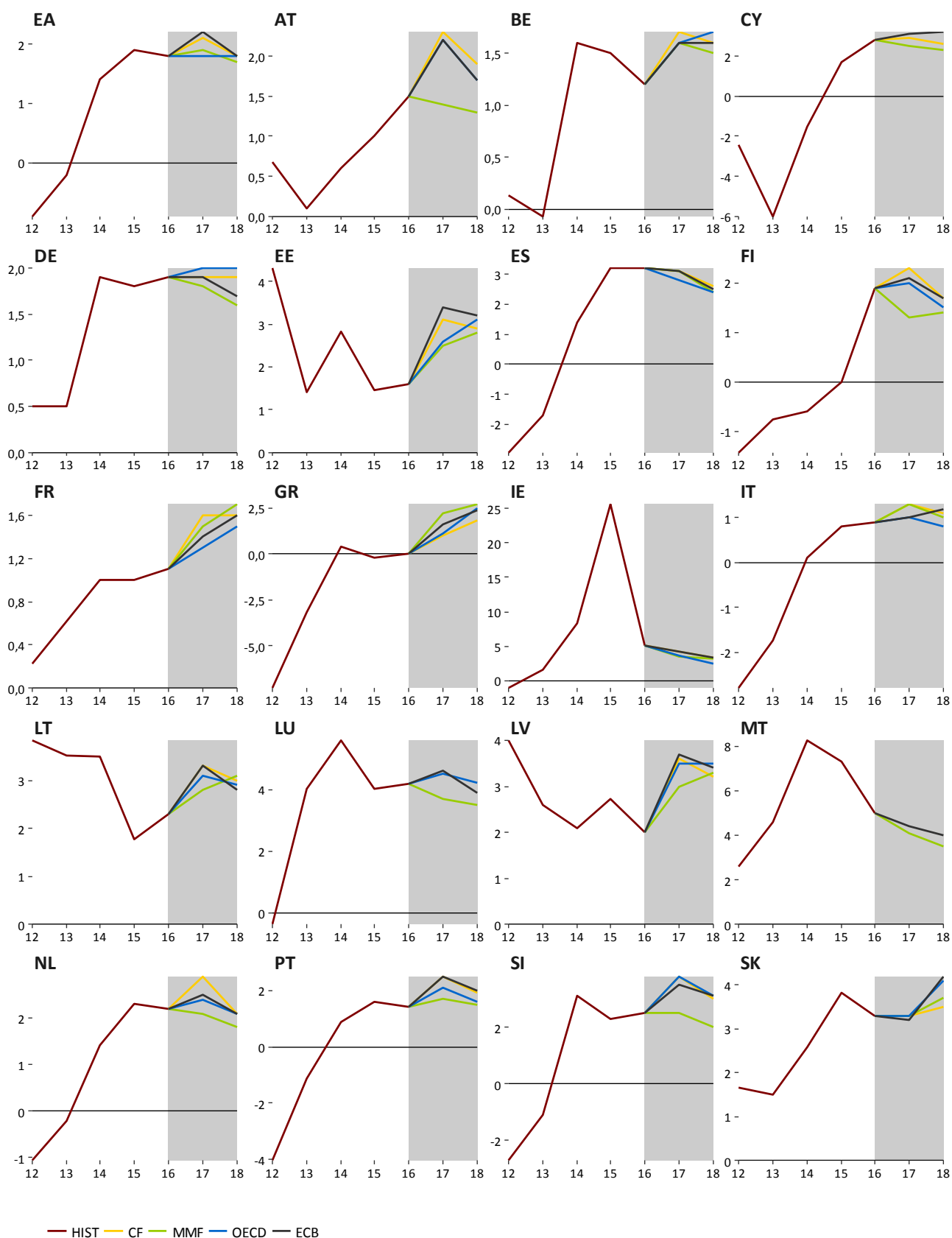
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2017/9	+0,2	2017/7	+0,2	2017/6	+0,3	2017/9
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/6
DE	+0,1	2017/9	+0,2	2017/7	+0,2	2017/6	+0,1	2017/6
		2017/8		2017/4		2017/3		2016/12
US	+0,1	2017/9	-0,2	2017/7	-0,3	2017/6	+0,1	2017/6
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/3
UK	0	2017/9	-0,3	2017/7	0	2017/6	-0,2	2017/8
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/5
JP	+0,2	2017/9	+0,1	2017/7	+0,2	2017/6	+0,2	2017/7
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/4
CN	0	2017/9	+0,1	2017/7	+0,1	2017/6	0	2017/8
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/8
IN	-0,3	2017/9	0	2017/7	0	2017/6	-0,2	2017/8
		2017/8		2017/4		2017/3		2017/8
RU	+0,1	2017/8	0	2017/7	+0,6	2017/6	0	2017/9
		2017/7		2017/4		2016/11		2017/7
BR	0	2017/8	+0,1	2017/7	+0,7	2017/6	0	2017/8
		2017/7		2017/4		2017/3		2017/8

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

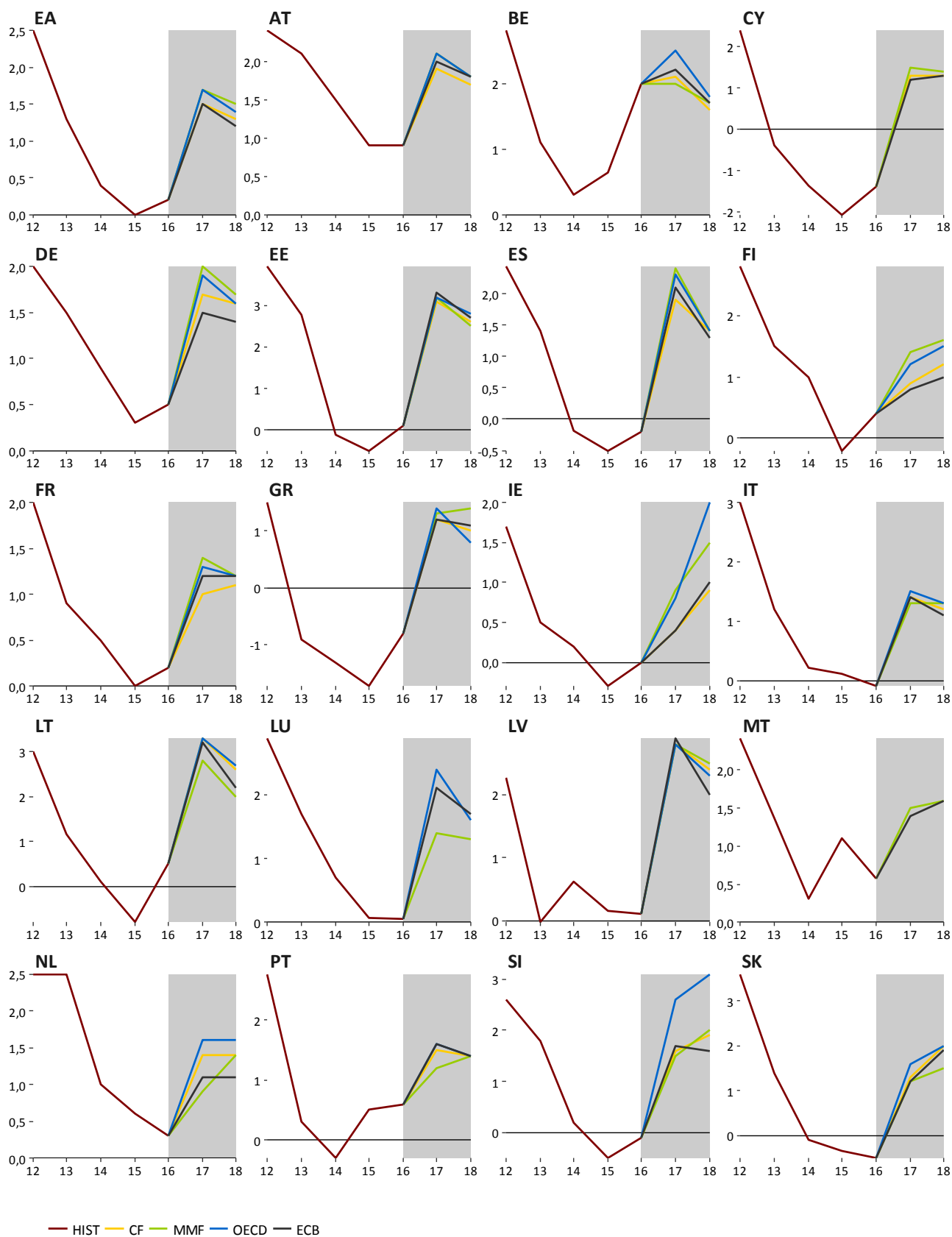
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/9	+0,6	2017/4	+0,5	2017/6	0	2017/9
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/6
DE	0	2017/9	+0,5	2017/4	+0,5	2017/6	+0,1	2017/6
		2017/8		2016/10		2016/11		2016/12
US	0	2017/9	+0,4	2017/4	+0,6	2017/6	-0,3	2017/6
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/3
UK	0	2017/9	0	2017/4	+0,4	2017/6	0	2017/8
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/5
JP	0	2017/9	+0,5	2017/4	+0,3	2017/6	-0,3	2017/7
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/4
CN	-0,1	2017/9	+0,1	2017/4	-0,7	2017/6	0	2017/8
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/8
IN	-0,1	2017/9	-0,4	2017/4	-0,4	2017/6	0	2017/8
		2017/8		2016/10		2016/11		2017/8
RU	0	2017/8	-0,5	2017/4	-1,7	2017/6	0	2017/9
		2017/7		2016/10		2016/11		2017/7
BR	+0,1	2017/8	-1,0	2017/4	-1,8	2017/6	0	2017/8
		2017/7		2016/10		2016/11		2017/8

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	HDP	hrubý domácí produkt
b	barel	ICE	Intercontinental Exchange
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IE	Irsko
BE	Belgie	IEA	International Energy Agency
BoE	Bank of England	IN	Indie
BoJ	Bank of Japan	INR	indická rupie
BR	Brazílie	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	ISM	Institute for Supply Management
BRL	brazílský real	IT	Itálie
CB	centrální banka	JP	Japonsko
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	JPY	japonský jen
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	centrální banka Ruska	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský renminbi	LV	Lotyšsko
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
DBB	Deutsche Bundesbank	NL	Nizozemsko
DE	Německo	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EA	eurozóna	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ECB	Evropská centrální banka	p. b.	procentní bod
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator	PT	Portugalsko
EE	Estonsko	QE	kvantitativní uvolňování
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	RU	Rusko
EIU	Economist Intelligence Unit	RUB	ruský rubl
ES	Španělsko	SI	Slovinsko
EU	Evropská unie	SK	Slovensko
EUR	euro	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	UK	Spojené království
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FI	Finsko	US	Spojené státy americké
FOMC	Federální komise pro volný trh	USD	americký dolar
FR	Francie	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	WEO	World Economic Outlook
GBP	britská libra	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
GR	Řecko	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment

