

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	4
II.3 Německo	5
II.4 Japonsko	5
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	6
III.1 Čína	6
III.2 Indie	6
III.3 Rusko	7
III.4 Brazílie	7
IV. Grafy výhledů kurzů	8
V. Vývoj na komoditních trzích	9
V.1 Ropa a zemní plyn	9
V.2 Ostatní komodity	10
VI. Zaostřeno na...	11
Zlaté rezervy centrálních bank	11
A. Přílohy	15
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015	15
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015	15
A3. Seznam zkratk použitých v GEVU	16
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU	17

Datum uzávěrky dat

13. listopadu 2015

Sběr dat CF

9. listopadu 2015

Datum publikace GEVU

20. listopadu 2015

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVU) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek lubos.komarek@cnb.cz Garant Shrnutí	Oxana Babecká oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	Pavla Břizová pavla.brizova@cnb.cz Editorka IV. Grafy výhledů kurzů	Filip Novotný filip.novotny@cnb.cz II.1 Eurozóna	Soňa Benecká sona.benecka@cnb.cz II.2 Spojené státy II.4 Japonsko
Milan Klíma milan.klima@cnb.cz II.3 Německo	Iveta Polášková iveta.polaskova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie Zaostřeno na...	Jan Hošek jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích		

Listopadové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na popis novodobé role zlata v rezervách centrálních bank a Mezinárodního měnového fondu. Přes ztrátu svého výsadního postavení v mezinárodním měnovém systému si zlato stále udržuje silnou pozici napříč různými ekonomickými subjekty, zejména pro svou schopnost redukovat systematické riziko a uchovávat hodnotu. Článek dále představuje současné snahy Indie, Číny nebo Ruska o změnu role zlata ve svých ekonomikách a finančním systému.

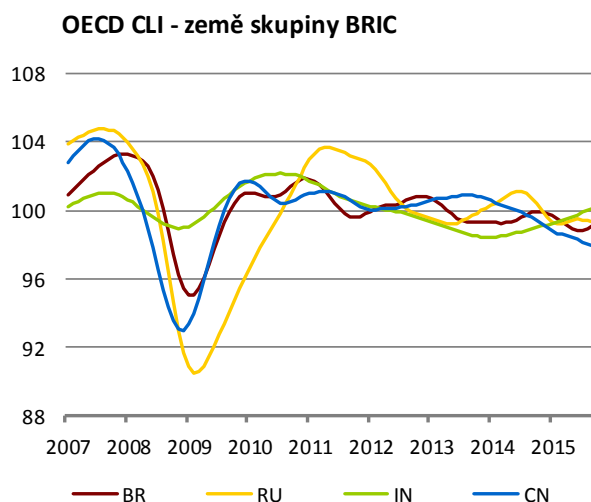
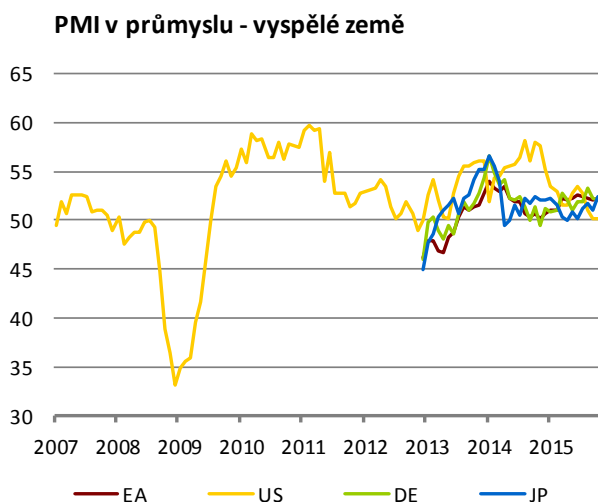
Výhledy hospodářského růstu hlavních světových ekonomik pro letošní, ale i příští rok byly v listopadu s různou intenzitou sníženy. I přes tyto úpravy by si měla ekonomika Spojených států udržovat tempo své výkonnosti, které by mělo být ke konci roku 2016 zhruba o 1 procentní bod vyšší, než jsou současné výhledy pro eurozónu. Pomyslným, byť již relativně slabým tahounem evropského růstu zůstává z titulu nejsilnější evropské ekonomiky Německo, které v současné době čelí jak eskalaci uprchlické krize, tak i aféře „Dieselgate“. Japonská ekonomika by po zanedbatelném ekonomickém růstu v letošním roce měla v tom následujícím vykazat růst lehce převyšující 1% úroveň. Nově přichozí údaje o cenovém vývoji hlavních světových ekonomik potvrzují, že spotřebitelská inflace bude v letošním roce ještě nižší, než se očekávalo minulý měsíc, a dosáhne kladných hodnot jen v řádu několika desetin procenta. V příštím roce by mělo ve většině námi sledovaných rozvinutých zemí docházet k mírnému nárůstu spotřebitelské inflace, avšak pro žádnou z nich není očekáváno dosažení 2% hodnoty obecně vnímané jako cenová stabilita.

Výhledy růstu HDP pro rozvíjející se země skupiny BRIC byly oproti minulému měsíci pro čínskou a indickou ekonomiku mírně zvýšeny, resp. ponechány na stávajících úrovních. Předstihové ukazatele (viz graf níže) však spíše potvrzují tezi o budoucím pozvolném trendovém oslabování růstu čínské ekonomiky, zatímco u indické ekonomiky nadále existuje potenciál pro udržení vysokého růstu. Spotřebitelská inflace se bude v případě čínské ekonomiky postupně přibližovat 2% hranici, v Indii se očekává inflace viditelně vyšší, když na konci roku 2016 zřejmě převyší 5% hladinu. Na rozdíl od těchto dvou dynamicky se vyvíjejících zemí skupiny BRIC budou ekonomiky Brazílie a velmi pravděpodobně i Ruska jak v letošním, tak v příštím roce v recesi. Obě země budou navíc čelit vysoké inflaci, která by letos měla dosáhnout dvouciferných hodnot. Příští rok by měla inflace poklesnout na cca 8 % v případě Ruska, resp. na 6 % v Brazílii.

Výhled úrokových sazeb v eurozóně setrvává v ročním horizontu na nulových hodnotách zejména proto, že trhy vnímají zvýšenou pravděpodobnost prodloužení nákupů aktiv nebo zvýšení jejich objemu v rámci probíhajícího kvantitativního uvolňování ECB. V případě Fedu lze předpokládat zvýšení úrokových sazeb, které je většinou analytiků (na rozdíl od minulého měsíce) očekáváno již na jeho prosincovém zasedání. V ročním horizontu by měl americký dolar dle CF lehce posílit vůči všem námi sledovaným měnám.

Výhled cen ropy zůstává velmi mírně rostoucí, nicméně jeho trajektorie se oproti minulému měsíci posunula dolů. Ke konci roku 2016 by se cena ropy měla nacházet lehce nad úrovní 57 USD/b. Ceny plynu na základě dlouhodobých kontraktů standardně následují ceny ropy se zpožděním, a proto se očekává v nejbližších měsících pokračování jejich poklesu, přičemž cenového dna by mělo být dosaženo na počátku druhé poloviny příštího roku. Index cen neenergetických surovin oproti minulému měsíci rovněž mírně poklesl, v ročním horizontu setrvá zhruba na současných hodnotách, což je dáno předpokládanou stabilitou obou jeho subindexů, tedy potravinářských komodit i průmyslových kovů.

Předstihové ukazatele pro sledované země



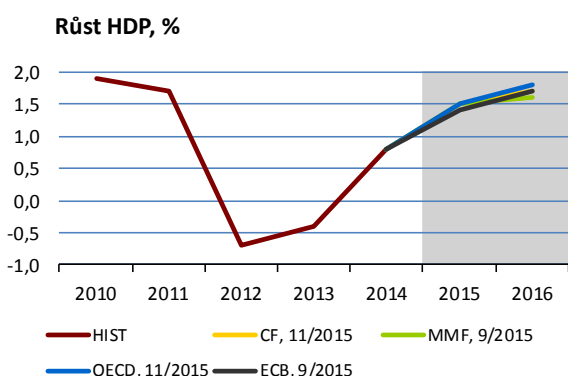
Zdroj: Bloomberg, Datastream

II.1 Eurozóna

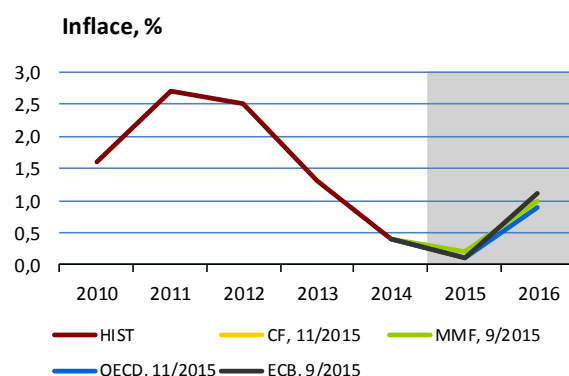
Prognózy sledovaných institucí očekávají v letošním roce růst ekonomiky eurozóny o 1,5 %. V roce 2016 by mělo tempo růstu dále mírně zrychlit. V první polovině letošního roku dosáhl meziroční růst HDP eurozóny 1,4 % a podle předběžného odhadu Eurostatu ve třetím čtvrtletí dále zrychlil na 1,6 %. Růst HDP tak dosahuje nejvyšších hodnot od roku 2011. K růstu nejvíce přispívá spotřeba domácností. Ekonomiku nadále pozitivně ovlivňuje nízká cena ropy a uvolněná měnová politika ECB, která působí na oslabování eura. Mezičtvrtletně růst HDP ve třetím čtvrtletí nepatrně zpomalil na 0,3 %.

Přes známky ekonomického oživování setrvávají výhledy inflace spotřebitelských cen pro letošní rok poblíž nuly. Teprve v příštím roce by měla inflace zrychlit na přibližně 1 %. V říjnu spotřebitelské ceny meziročně stagnovaly po nepatrném poklesu o 0,1 % v předchozím měsíci. Stagnace cen byla způsobena výrazným meziročním poklesem cen energií, zatímco ceny potravin i služeb rostly meziročně o 1,5 %, resp. 1,3 %. Inflace bez cen energií a potravin tak v říjnu dosáhla 1 %.

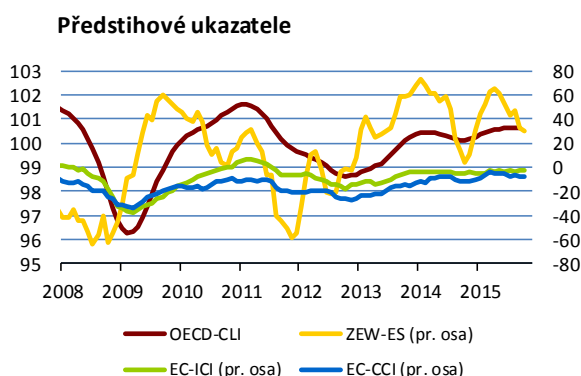
ZEW indikátor ekonomického sentimentu v říjnu dále poklesl. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se nacházel na podobných hodnotách jako v předchozích měsících, tedy v mírně expanzivním pásmu. To by naznačovalo zlepšení indexu průmyslové produkce, který se nicméně zatím vyvíjí nepřesvědčivě. V září dosáhl meziroční růst průmyslu 1,2 % a oproti předchozímu měsíci mírně poklesl. 3M Euribor pokračoval ve svém poklesu až téměř k -0,1 % a jeho výhled v ročním horizontu je ještě nepatrně nižší. Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu by měl v ročním horizontu vzrůst na 1 %.



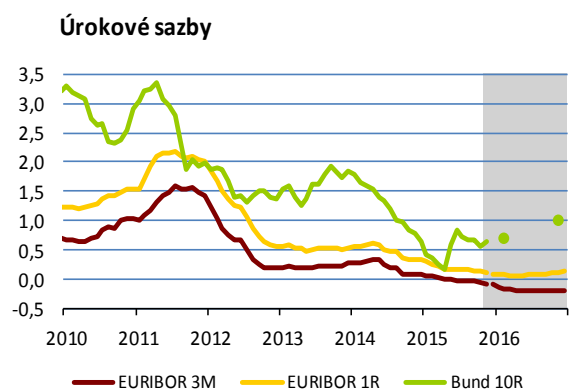
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,5 →	1,5	1,5 →	1,4
2016	1,7 →	1,6	1,8 →	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	0,1 →	0,2	0,1 →	0,1
2016	1,1 →	1,0	0,9 →	1,1



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
8/15	100,6	-3,7	-6,9	47,6
9/15	100,6	-2,3	-7,1	33,3
10/15		-2,0	-7,7	30,1



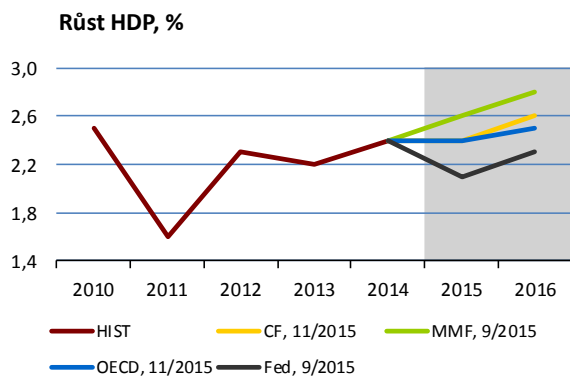
	10/15	11/15	02/16	11/16
3M EURIBOR	-0,05	-0,07	-0,16	-0,19
1Y EURIBOR	0,13	0,10	0,07	0,12
10Y Bund	0,55	0,66	0,70	1,00

II.2 Spojené státy

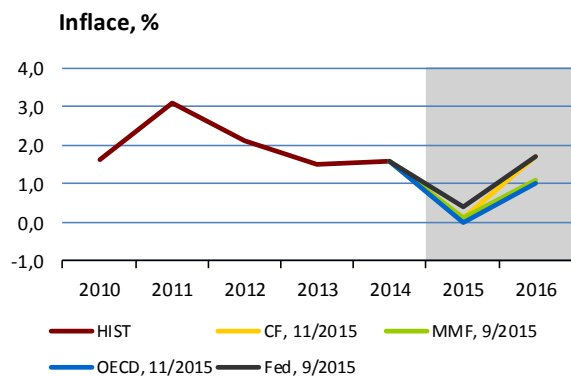
Ekonomická aktivita ve Spojených státech ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalila. Mezičtvrtletní růst HDP dosáhl v anualizovaném vyjádření 1,5 %, když v předcházejícím čtvrtletí byla jeho hodnota 3,9 %. Na propadu se podepsalo zpomalení globální poptávky stejně jako ekonomické a finanční problémy v Číně. Soukromá spotřeba si sice udržela solidní dynamiku (3,2 %), ale americké firmy podstatně omezily navyšování svých zásob. Také přírůstek investic se snížil, což naznačuje opatrnost domácích firem s ohledem na současné nejisté ekonomické podmínky. Tento vývoj by však měl být jen dočasný a ve čtvrtém čtvrtletí by měl růst opět zrychlit. Příjemným překvapením bylo zveřejnění počtu nových pracovních míst v nezemědělském sektoru, který v říjnu dosáhl 271 tis (sezóně očištěné údaje). Nezaměstnanost v říjnu dále nepatrně klesla na 5,0 %, míra participace se však v září i říjnu držela na nejnižší hodnotě od roku 1977 (62,4 %). Důvěra spotřebitelů se v říjnu poprvé od dubna 2015 mírně snížila a PMI klesl na hodnotu poblíž hranice 50 bodů. Průmyslová produkce v září dále zvolnila, přičemž zejména energetický a zpracovatelský průmysl pokračují ve zpomalování produkce.

Meziroční inflace spotřebitelských cen klesla v září na nulu, zatímco jádrová inflace nepatrně vzrostla (na 1,9 %). Fed na svém říjnovém zasedání rozhodl zatím nezvyšovat sazby, ale celá řada prohlášení členů FOMC naznačuje první zvýšení sazeb již v prosinci. Mezi citované motivy patří nízká nezaměstnanost, pokračující hospodářský růst a očekávané zvýšení inflace. Podle předsedkyně Yellenové bude ale další zvyšování sazeb jen velmi pozvolné. Proto i panelisté CF zaměnili svůj výhled, když na prosincovém zasedání Fedu očekávají zvýšení sazeb s pravděpodobností téměř 70 %. Směrem nahoru se posunula také trajektorie očekávaných úrokových sazeb.

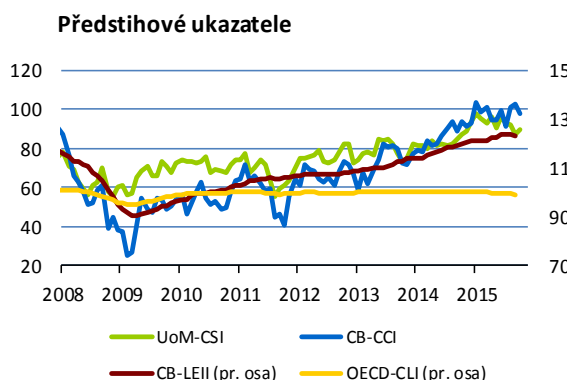
Listopadový CF oproti předchozímu měsíci snížil výhled růstu HDP pro rok 2015, zatímco předpověď pro rok 2016 zůstala beze změny. Nová prognóza OECD rovněž očekává mírné zrychlení růstu v roce 2016. Výhled inflace se jak v případě CF, tak OECD posunul dolů pro oba roky.



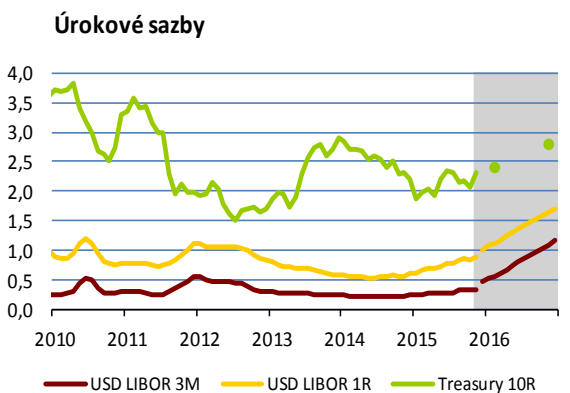
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	2,4 ↘	2,6	2,4 ↘	2,1
2016	2,6 ↘	2,8	2,5 ↘	2,3



	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,1 ↘	0,1	0,0 ↘	0,4
2016	1,7 ↘	1,1	1,0 ↘	1,7



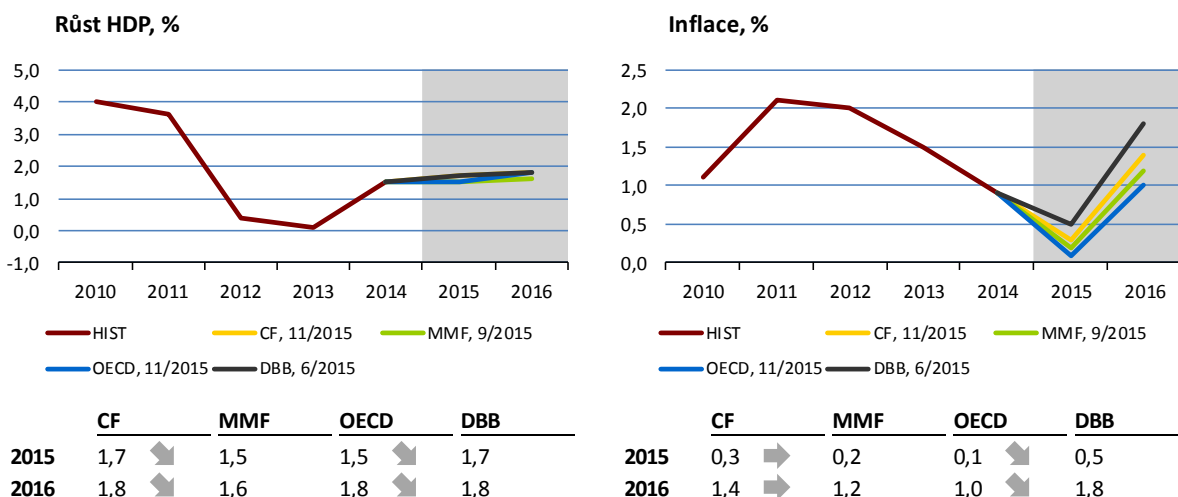
	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
8/15	123,5	99,4	91,9	101,3
9/15	123,3	99,2	87,2	102,6
10/15			90,0	97,6



	10/15	11/15	02/16	11/16
USD LIBOR 3M	0,32	0,34	0,57	1,10
USD LIBOR 1R	0,84	0,84	1,13	1,65
Treasury 10R	2,06	2,33	2,40	2,80

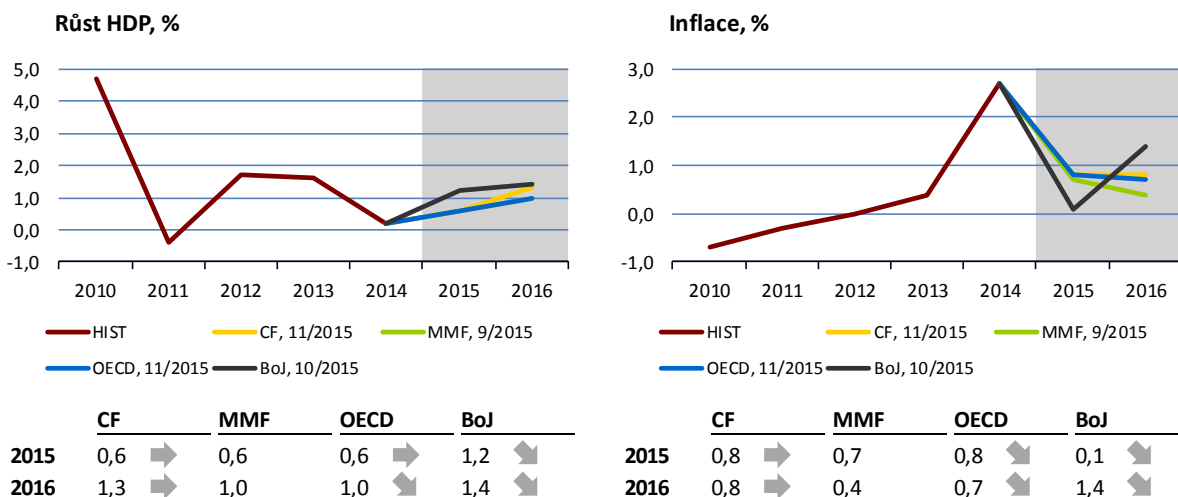
II.3 Německo

Ve druhém čtvrtletí letošního roku se mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu německé ekonomiky zvýšilo (z 0,3 % na 0,4 %, resp. z 1 % na 1,6 %). V posledních dvou měsících však průmyslová výroba meziměsíčně klesala. Také téměř všechny předstihové ukazatele se v tomto období snížily. Předběžný odhad hospodářského růstu ve třetím čtvrtletí pak potvrdil tušené zpomalení německé ekonomiky (na 0,3 % mezičtvrtletně, nicméně zrychlení na 1,7 % meziročně). Listopadový CF pro celý letošní rok snížil své očekávání růstu HDP o 0,1 p. b. na 1,7 %. I tento nižší odhad se však zdá být příliš optimistický. Lze proto předpokládat, že CF bude své příští odhady dále redukovat. Německá inflace se v říjnu po řadě měsíců poklesu zvýšila na 0,3 % hlavně v důsledku zmírnění propadu cen energií a rychlejšího růstu cen potravin. Letos by průměrná inflace měla podle CF dosáhnout 0,3 % a v příštím roce se zvýšit na 1,4 %.



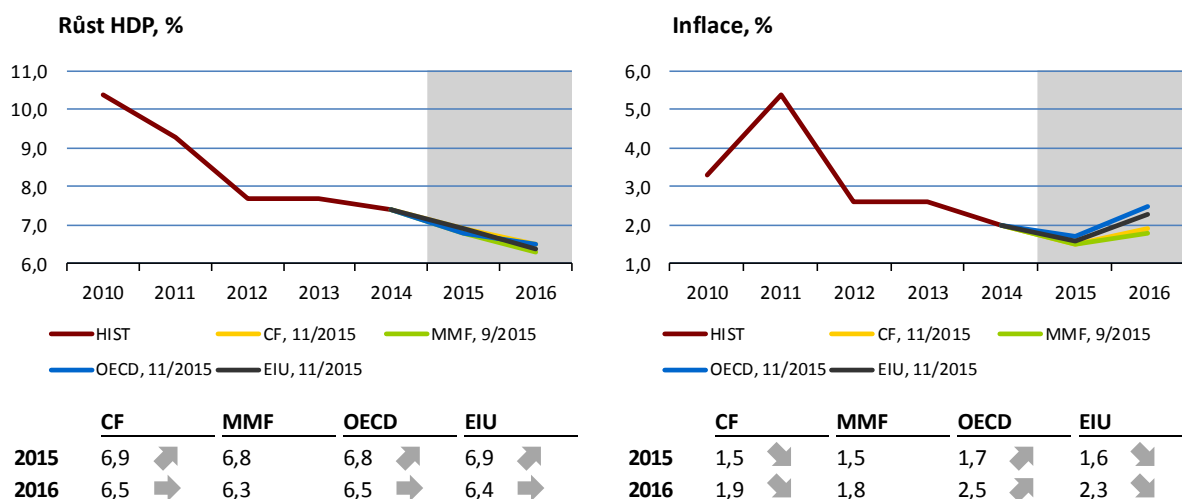
II.4 Japonsko

Pokles poptávky v asijském regionu se začal promítat do výsledků zahraničního obchodu Japonska. Lze tedy očekávat, že japonská ekonomika ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalí. Pokud by došlo k propadu do záporných hodnot, čelilo by Japonsko již recesi. Meziroční růst celkového vývozu činil v září pouhých 0,6 %. Meziroční změna vývozu do Asie, který tvoří polovinu celkového exportu, dosáhla poprvé po sedmi měsících záporné hodnoty (-0,9 %). Dařilo se pouze vývozem aut do Spojených států. Předstihové indikátory pro domácí poptávku pak celkově nevyznívají příliš optimisticky. Meziroční jádrová inflace bez cen potravin stagnuje již třetí měsíc v řadě na úrovni -0,1 %, zatímco celková inflace klesla na nulu. Centrální banka se bez ohledu na zhoršený výhled inflace rozhodla ponechat stávající nastavení měnové politiky a pouze posunula termín dosažení svého cíle na druhou polovinu fiskálního roku 2016/2017. Zatímco CF v listopadu nepřinesl změnu ve výhledu růstu HDP ani inflace, BoJ snížila očekávané hodnoty obou veličin, a to pro oba sledované roky. Obdobně reagovala OECD, jen letošní výhled hospodářského růstu prozatím nezměnila.



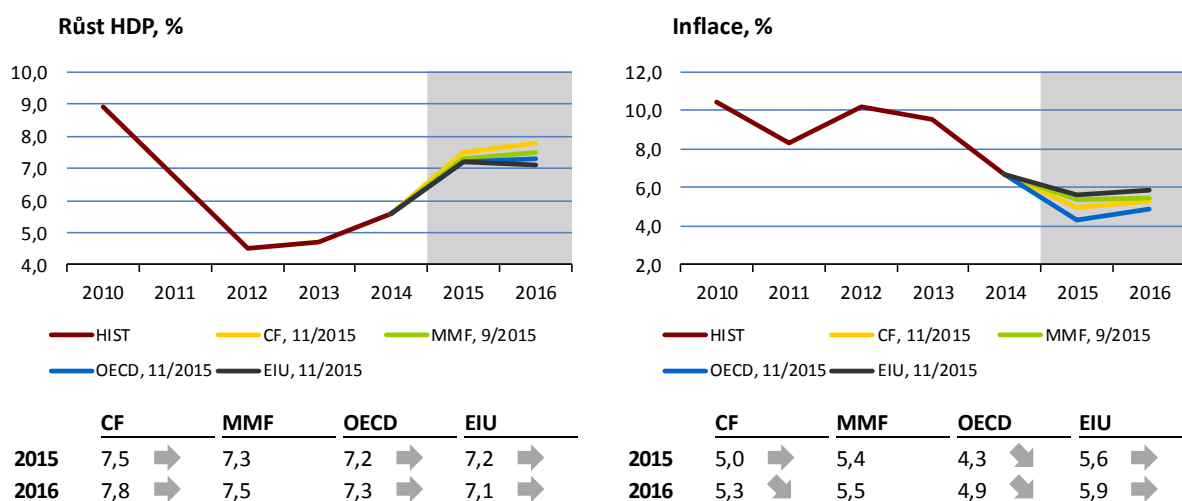
III.1 Čína

V říjnu čínský PMI ve zpracovatelském průmyslu a PMI ve službách oproti září mírně vzrostly a zároveň mírně překonaly očekávání. Příznivou zprávou bylo také zastavování poklesu růstové dynamiky průmyslové výroby (růst činil v říjnu 5,6 % oproti 5,7 % v září a 6,1 % v srpnu). Ovšem v porovnání s předkrizovými lety zůstává vývoj čínské ekonomiky slabý. Růst HDP brzdí slabé investice a zahraniční obchod. Pokles vývozu se v říjnu prohloubil na 6,9 % (z 3,7 % v předchozím měsíci), dovoz klesl téměř o 19 %. Koncem října čínská centrální banka provedla další uvolnění měnové politiky. Celkově to však byly spíše pozitivní zprávy, které pravděpodobně přiměly CF, EIU a OECD revidovat výhled růstu HDP v letošním roce směrem vzhůru. Nově by měl dosáhnout 6,8–6,9 %. Inflace zůstane výrazně pod 3% cílem.



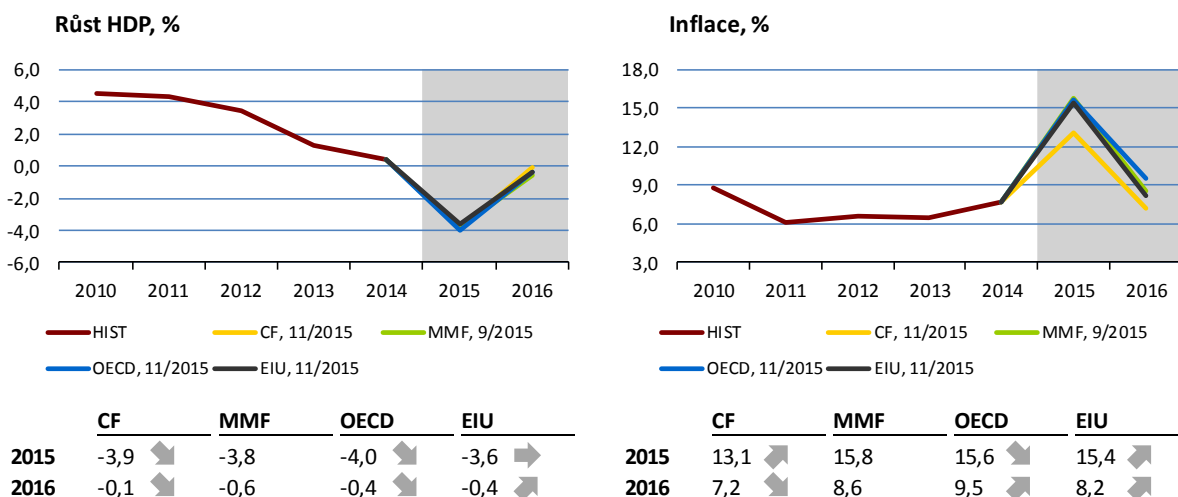
III.2 Indie

Indická ekonomika je na tom podle tamního premiéra nejlépe za posledních 17 měsíců. Ve třetím čtvrtletí tohoto roku vzrostlo její HDP o 7,3 %. Oproti předchozímu čtvrtletí si tak růst indické ekonomiky polepšil o 0,3 p. b. Přesto meziroční růst průmyslové produkce v září zpomalil téměř o polovinu kvůli propadu v těžbařství a výrobě. PMI ve zpracovatelském průmyslu v říjnu vlivem mírného snížení nových objednávek poklesl, zůstává však nad úrovní 50 bodů. Obchodní i spotřebitelská důvěra v Indii nicméně sílí. Přepovědi růstu indického HDP zůstaly pro obě období beze změn. Inflace dosáhla v říjnu 5 %, oproti předchozímu měsíci tak vzrostla o 0,6 p. b. Důvodem byl pokračující nárůst cen potravin, především luštěnin, ale také dalších maloobchodních cen. Inflace se však nadále nachází bezpečně pod inflačním cílem 6 %. Predikce inflace dle EIU zůstaly na předchozích úrovních. CF mírně snížil předpověď pro rok 2016 (o 0,1 p. b.). OECD pak posunula dolů své výhledy pro obě období, a to výrazněji (o 1,4, resp. 0,4 p. b.).



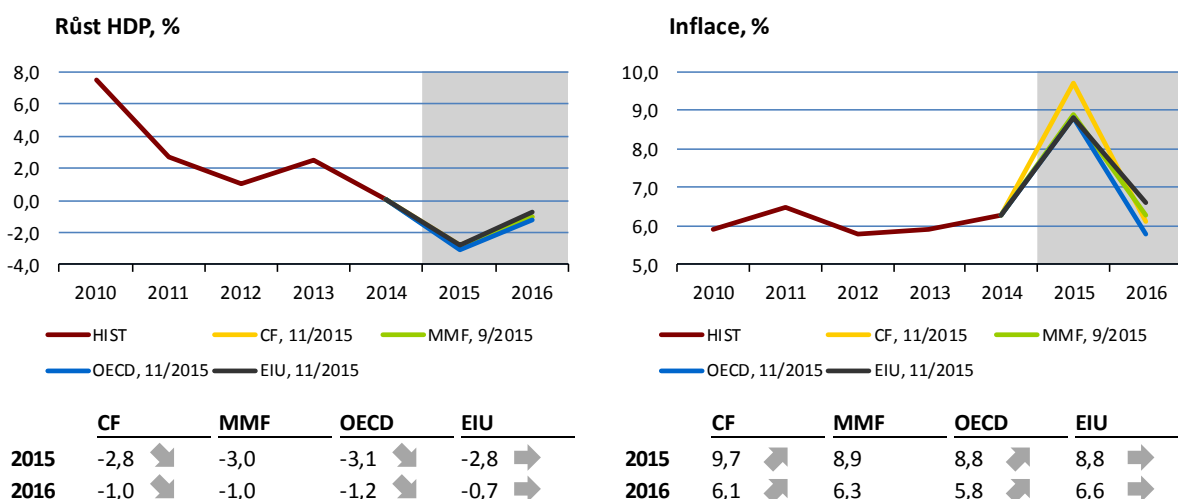
III.3 Rusko

Přestože tempo poklesu průmyslové produkce zpomalilo v září oproti srpnu ze 4,3 % na 3,7 % a úroveň nezaměstnanosti se snížila z 5,3 % na 5,2 %, vývoj maloobchodních tržeb a reálných mezd zatím na zlepšování ekonomické situace neukazuje. Nejhorší vývoj opět zaznamenal mezinárodní obchod. Vývoz i dovoz v září meziročně poklesl o více než 30 %. Dle předběžného odhadu Rosstatu propad HDP ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl 4,1 %. Aktuální výhledy CF a OECD pro celý letošní rok ukazují na hlubší propad ruské ekonomiky, než se dosud očekávalo. Nově se jejich předpovědi poklesu HDP přibližují ke 4 %. EIU výhled nezměnil. Příští rok pak lze očekávat snížení HDP o 0,1 % až 0,4 %. Dle listopadového výhledu Evropské komise se ruská ekonomika navrátí ke kladnému růstu až v roce 2017. Inflace by dle nových výhledů CF, EIU a OECD měla příští rok výrazně zpomalit (na 7,2–9,5 %), zůstane ovšem na hodnotách překračujících očekávání CBR (5,5–6,5 %).



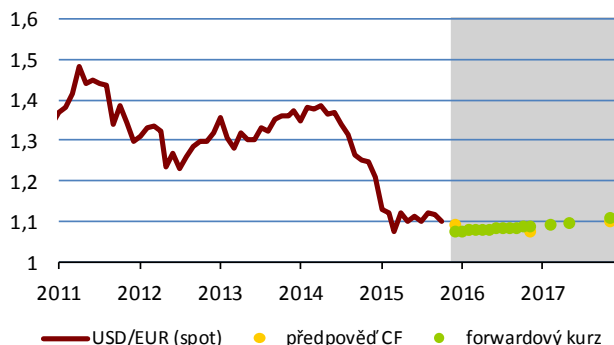
III.4 Brazílie

Brazilská recese se zdá být mnohem vážnější, než se původně předpokládalo. Průmyslová produkce i maloobchodní tržby se v září opět propadly, i když méně než se čekalo. Také nezaměstnanost se oproti předpokladům přestala zhoršovat a zůstala na úrovni ze srpna. PMI ve zpracovatelském průmyslu se však v říjnu výrazně propadl až na hodnotu 44,1 bodů kvůli kontrakci výstupu a nových objednávek. Predikce růstu tak i nadále klesají. CF a OECD snížily výhledy pro letošek a příští rok o 0,2 až 0,5 p. b. Podle OECD se nicméně růst brazilského HDP v příštím roce dostane zpět na pozitivní trajektorii a během roku 2017 se vrátí ke svému potenciálu. Inflace v říjnu vzrostla o 0,4 p. b. na 9,9 %. Nejvíce rostly ceny bydlení, elektřiny a jídla. Inflaci neprospívá ani vládní zvyšování daní. Brazilská centrální banka pak potvrdila, že se inflace bude pohybovat nad cílem až do roku 2017 a v letošním roce se může dostat i nad hranici 10 %. CF a OECD proto posunuly své odhady inflace o 0,3 až 0,6 p. b. výše.



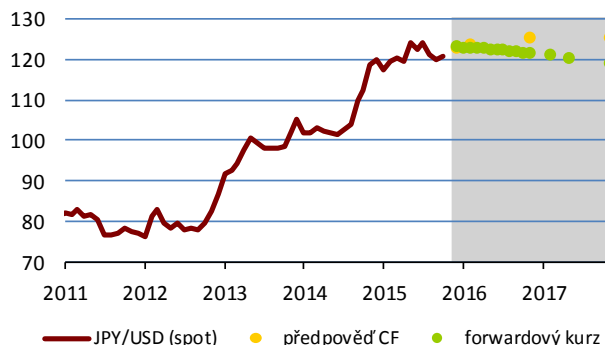
IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

Euro



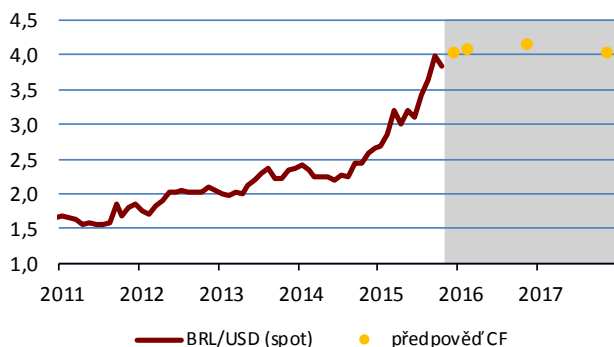
	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	1,076				
předpověď CF		1,091	1,080	1,074	1,100
forwardový kurz		1,076	1,077	1,088	1,109

Japonský jen



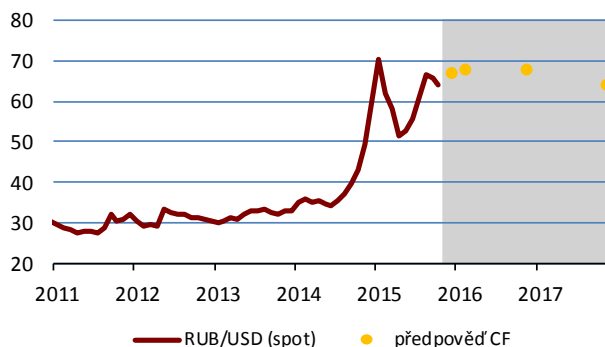
	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	123,2				
předpověď CF		122,6	123,7	125,3	125,4
forwardový kurz		123,1	122,9	121,6	119,0

Brazilský real



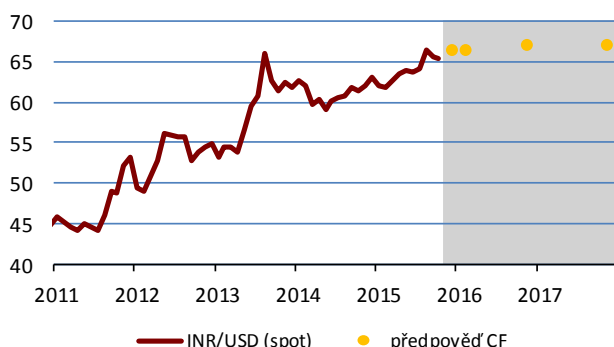
	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	3,795				
předpověď CF		4,026	4,090	4,161	4,037

Ruský rubl



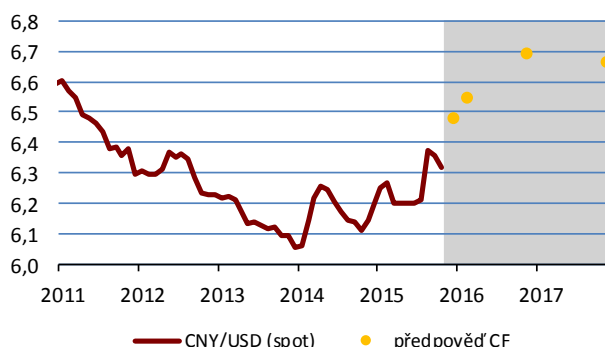
	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	64,52				
předpověď CF		67,13	67,67	67,57	64,20

Indická rupie



	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	66,40				
předpověď CF		66,37	66,40	66,94	67,04

Čínský renminbi



	9/11/15	12/15	02/16	11/16	11/17
spotový kurz	6,362				
předpověď CF		6,483	6,550	6,694	6,664

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

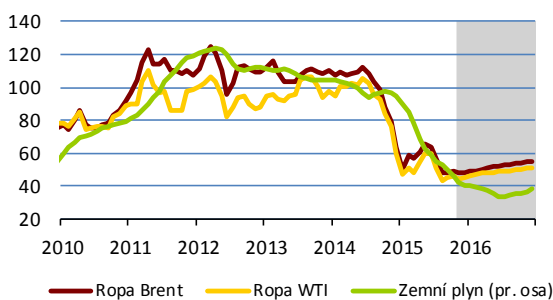
V.1 Ropa a zemní plyn

Po relativním uklidnění v průběhu září se cena ropy Brent v říjnu opět rozkolísala, když na začátku měsíce během pěti dnů vzrostla o více než 11 % (na 53 USD/b) v reakci na zprávu EIA, že přebytek ropy se sníží dříve, než původně očekávala. Prakticky po celý zbytek října pak ale cena ropy klesala. K dalšímu, byť menšímu růstu došlo opět až na přelomu října a listopadu, kdy cena vzrostla v krátké době o téměř 4 USD/b na 50,5 USD/b. Důvodem byl výrazný pokles počtu nově hloubených vrtů v USA. Od té doby ale můžeme u ceny ropy Brent pozorovat výhradně klesající tendenci, která ve druhém listopadovém týdnu ještě zesílila. Zrychlený pokles cen je reakcí na pokračující silný růst zásob ropy v USA, který trvá i přes klesající objem tamní těžby.

Tržní předpověď cen na základě futures křivky z 9. listopadu se posunula směrem dolů o cca 2 USD/b, a pro rok 2016 tak implikuje průměrnou cenu 52,4 USD/b. Ve stejném rozsahu snížila svou předpověď ceny ropy Brent pro příští rok i EIA, přesto však očekává vyšší růst cen (v průměru na 56 USD/b; cenu WTI pak v průměru o 5 USD/b nižší). Obdobný vývoj v příštím roce očekává i listopadový CF, který v ročním horizontu uvádí cenu ropy Brent 57,5 USD/b. IEA ve své publikaci World Energy Outlook nepředpokládá, že by cena ropy do konce dekády vzrostla nad 80 USD/b, a to i přes masivní pokles investic do těžby a průzkumu v letošním i příštím roce.

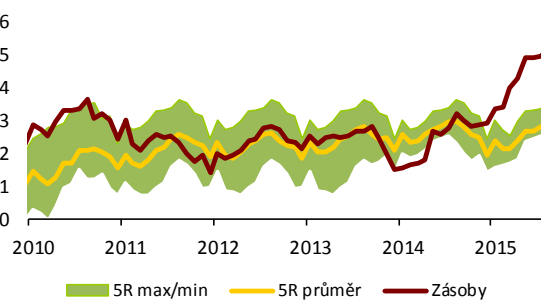
Ceny zemního plynu v uplynulém měsíci klesaly jak v Evropě, tak v USA (kde se cena na konci října dostala na terminálu Henry Hub poprvé od dubna 2012 pod 2 USD/MMBtu). Důvodem je vysoký stav zásob a neobvykle teplé počasí, ale i nadále bohatá nabídka jak potrubního plynu, tak LNG.

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

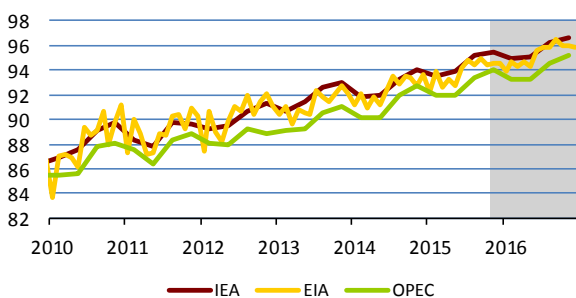


	Brent	WTI	Plyn
2015	54.55	49.61	262.30
2016	52.35	48.88	189.36

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

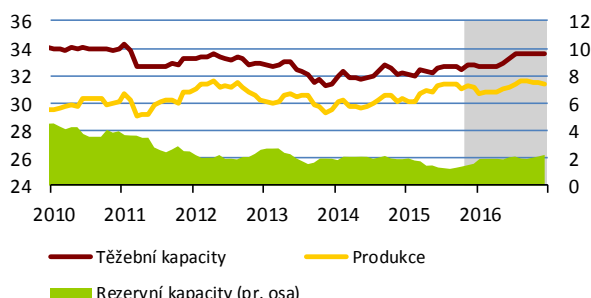


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	94.51	93.87	92.85
2016	95.72	95.26	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	30.96	32.45	1.50
2016	31.19	33.19	2.01

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).

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

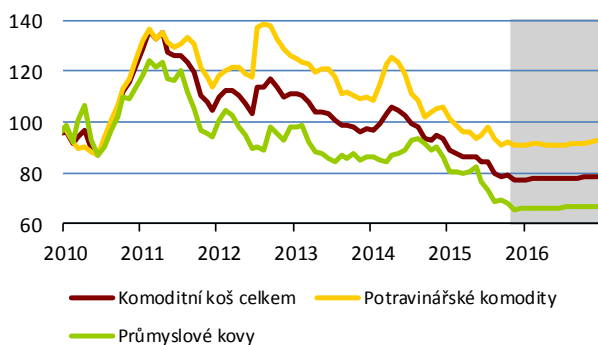
V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v říjnu přerušil svůj téměř rok a půl trvající trendový pokles a mírně vzrostl, ale v první polovině listopadu se již opět snížil. Obdobný vývoj můžeme pozorovat i u subindexu cen potravinářských komodit. Pokles subindexu cen průmyslových kovů se přechodně zastavil již v září, ale během října se opět obnovil. Výhledy všech tří indexů jsou slabě rostoucí.

Po zářijovém růstu ceny pšenice stagnují s mírnými výkyvy a ceny kukuřice mírně klesají. Cena sóji se již od září ustálila na více než osmiletém minimu, kde ji udržuje odhad vysokých zásob po letošní sklizni vlivem vysoké produkce v Brazílii. Naopak cena rýže vykazovala od května silný trendový růst, když její zásoby budou dle USDA letos nejnižší od roku 2008 kvůli suchému počasí v Thajsku a Indii. Růst ceny rýže se zastavil až na počátku října a v průběhu měsíce pak cena částečně korigovala předchozí zisky. Suché počasí a nižší očekávaná úroda v Indii, Číně a EU mají na svědomí i silný růst cen cukru od druhé poloviny září. Naopak výrazný pokles zaznamenaly od poloviny října ceny vepřového masa a z nepotravinářských komodit cena kaučuku.

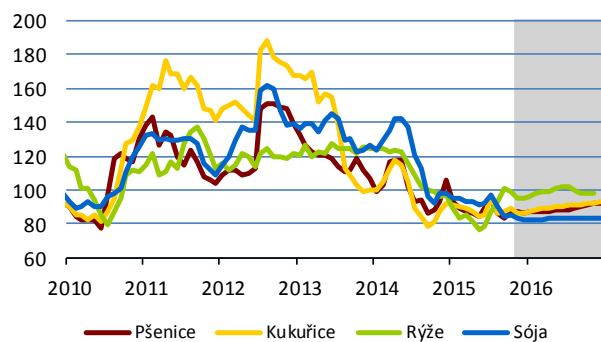
Po přechodném zářijovém růstu se obnovil pokles cen hliníku, když jeho produkce zůstává zejména v Číně silná, a to navzdory cenám, které jsou nejnižší od roku 2009. Mírně klesaly i ceny mědi, cínu a zinku. Na konci října poklesla i cena železné rudy, když výsledky tří největších producentů ukázaly ve třetím čtvrtletí meziroční růst těžby, zatímco globální produkce oceli meziročně klesala. Od začátku listopadu jsou ceny komodit pod tlakem i z důvodu obnoveného posilování dolaru.

Indexy cen neenergetických komodit



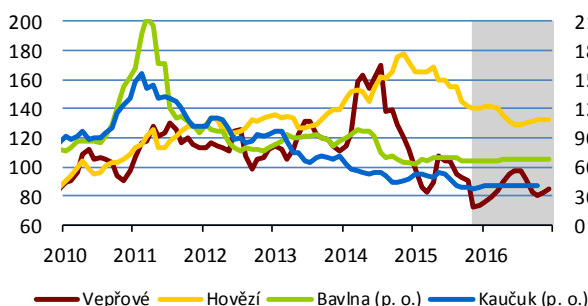
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	83.0 ↘	94.8 ↘	74.3 ↘
2016	78.0 ↘	91.5 ↘	66.5 ↘

Potravinářské komodity



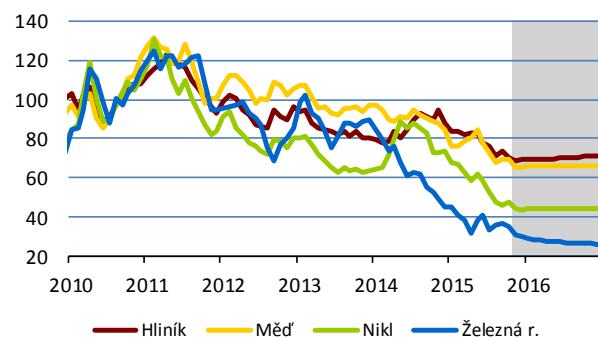
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	87.9 ↘	88.2 ↘	88.7 ↘	90.2 ↘
2016	89.0 ↘	90.5 ↘	99.2 ↘	83.3 ↘

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91.4 ↘	155.1 ↘	67.4 ↘	46.2 ↘
2016	86.6 ↘	133.9 ↘	67.3 ↘	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	76.8 ↘	73.6 ↘	54.9 ↘	36.4 ↘
2016	70.1 ↘	66.1 ↘	44.1 ↘	27.2 ↘

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).
Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Zlaté rezervy centrálních bank¹

Cílem článku je shrnout fakta o roli zlata v rezervách centrálních bank. Zlato si i přes ztrátu svého výsadního postavení v mezinárodním měnovém systému stále udržuje silnou pozici nejen u centrálních bank, ale i u soukromých investorů, a to pro svou schopnost redukovat systematické riziko a uchovávat hodnotu. Následující odstavce proto nastiňují úlohu zlata v rezervách centrálních bank a Mezinárodního měnového fondu. Některé země – např. Čína, Rusko nebo Indie – se v současné době snaží o změnu úlohy zlata ve svých ekonomikách, ale i ve finančním systému. I tomuto fenoménu je proto věnována pozornost v tomto článku.

1 Úvod

Zlato bylo hlavním stavebním kamenem mezinárodního měnového systému po stovky let. V novodobé historii se stalo středobodem tzv. zlatého standardu, jehož éra se datuje od počátku 70. let 19. století. Po skončení první světové války byla nicméně role zlatého standardu významně omezena. Ve 30. letech 20. století začaly centrální banky zlatý kov ve svých rezervách redukovat a postupně své zlaté standardy rušily. Zlato se do mezinárodního měnového systému navrátilo po druhé světové válce jako stěžejní bod Brettonwoodského měnového systému, v rámci něhož bylo úzce spjato s americkým dolarem, na který pak byly navázány další měny. Role zlata však skončila po uzavření tzv. zlatého okna v srpnu roku 1971, jímž byla zrušena směnitelnost dolaru za zlato (Bott, 2013). Zlato si nicméně udrželo významnou pozici v devizových rezervách některých centrálních bank navzdory tomu, že nenese úrok a jeho uskladnění je nákladné. Kromě historických a reputačních důvodů je v současnosti využíváno k redukcí systematického rizika finančního systému, zejména pak k posílení bankovního systému a zvýšení likvidity na finančních trzích (World Gold Council, 2015b).

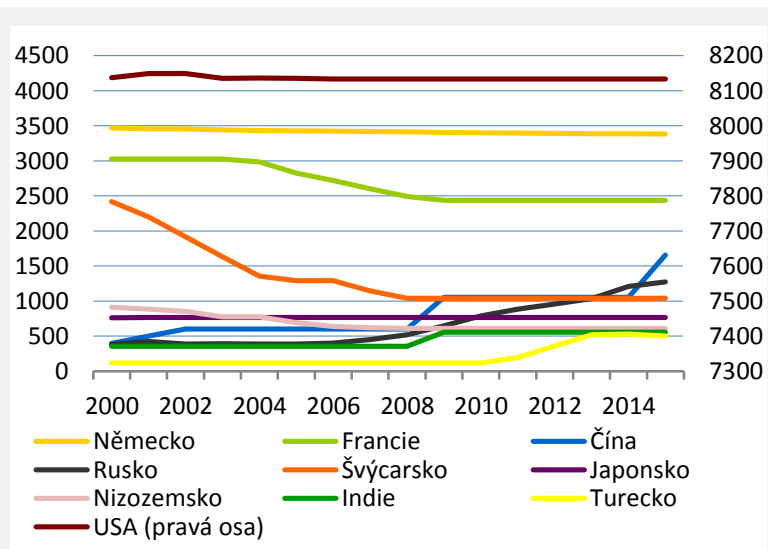
Mimo centrální banky zahrnují zlato do svých portfolií především konzervativní investoři. Všeobecně je pak pro svou vzácnost a trvanlivost vnímáno jako důležitý uchovatel hodnoty. Obzvláště patrné je toto vnímání zlata v některých zemích Asie, kde lidé často nemají důvěru ve stát, banky a dnešní „nekryté“ peníze.

2 Centrální banky a zlato

Centrální banky jsou stále největším držitelem zlatých zásob. Ke konci roku 2014 držely zhruba 30 900 tun zlata, tedy asi 1/5 veškerého zlata, které kdy bylo vytěženo. Nejvíce zlata je koncentrováno ve vyspělých zemích západní Evropy a Severní Ameriky. Jedná se o pozůstatek po zlatém standardu z minulého století. Značnou zásobou zlata disponuje také Mezinárodní měnový fond (rovněž dědictví po Brettonwoodském systému).

V grafu 1 jsou znázorněna množství zlata držaná měnovými autoritami deseti zemí s největšími zlatými zásobami. Historicky největším držitelem zlata jsou Spojené státy americké. V popředí držby zlatých rezerv jsou však podle uvedených údajů také Německo a Francie. Významné množství vlastní také Mezinárodní měnový fond, a to přes 3 000 tun. Největší množství zlata prodala mezi lety 2000 a 2015 centrální banka Švýcarska, největším nakupujícím pak byla čínská centrální banka.

Jak naznačuje graf 1, na vyspělé státy se v držbě fyzického zlata v poslední době dotahují rozvíjející se ekonomiky jako Čína či Rusko, které začaly výrazně kumulovat zlato ve svých rezervách. Ročně shromažďují mezi 100 a 200 tunami této komodity. Jejich cílem je tzv. de-dollarizace světové ekonomiky a zavedení nového měnového uspořádání. Obě země by rády podložily své měny zlatem. Dále pak shromažďují zlato země jako Kazachstán, Ukrajina či Bělorusko. Téměř 50 % světové poptávky po zlatě



Graf 1 Vývoj zlatých rezerv v tunách

Zdroj: World Gold Council (2015)

¹ Autorem je Iveta Polášková (Iveta.Polaskova@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

vychází z Číny a Indie. Čína zároveň těží nejvíce zlata na světě, za ní následuje Austrálie a Rusko (Nichols, 2015).

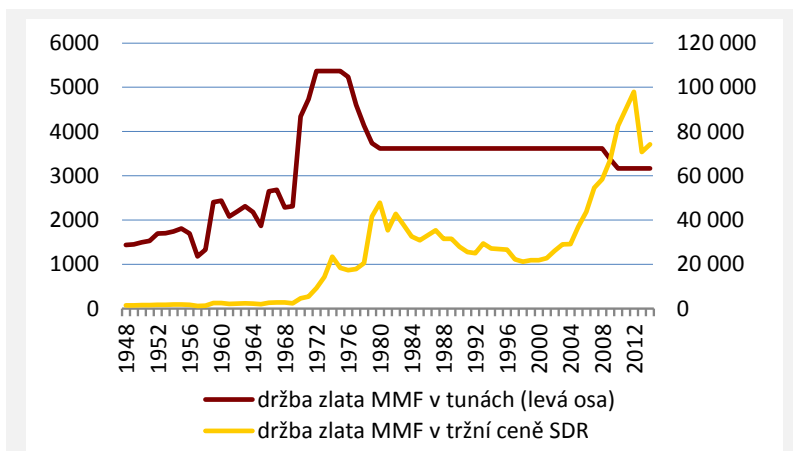
Čína se navíc snaží podpořit obchodování se zlatem přímo v asijském regionu. V květnu tohoto roku vytvořila zlatý fond s cílem alokace kapitálu ve fyzickém zlatě, a to na základě těžebních projektů 60 zemí, jež se staly členy tohoto fondu. Jedná se o země tzv. 21st-Century Maritime Silk Road a Silk Road Economic Belt, které propojují Asii, Evropu a Afriku (resp. Čínu se zeměmi Perského zálivu a Středoziemního moře skrze centrální Asii a Indický oceán). Fond je spravován institucí Shanghai Gold Exchange, což povede k přesunu části obchodů se zlatem z Londýna právě do Šanghaje. Členskými centrálními bankám poskytuje fond snadnější přístup ke zlatu, umožňuje nákup za příznivou cenu a zajišťuje jim přepravu zlata ze zemí západního světa na východ (O'Byrne, 2015). Zlatý fond Číně umožňuje stát se monetárně významnou destinací pro umístění zlata. Země má rovněž zájem o zvýšení svého vlivu na cenu zlata tím, že otevře část čínského trhu se zlatem zahraničním investorům.

Trh se zlatem v režii centrálních bank je velmi specifický. V minulosti docházelo při nekoordinovaných prodejkách k prudkým cenovým výkyvům. Více stability a transparentnosti přinesly až dohody o zlatě (Central Bank Gold Agreement), kterými se centrální banky řídí od roku 1999. Dohody jsou prospěšné pro všechny účastníky trhu – producenty, průmyslníky, investory, spotřebitele i centrální banky. Limitují objem zlata, které mohou centrální banky prodat za jeden rok, a jsou v pětiletých intervalech revidovány. Dohody v sobě zahrnují několik na sebe navazujících principů. Základním přínosem je, že prodeje zlata nyní probíhají koordinovaně. Evropská centrální banka navíc na základě těchto dohod stanovila centrálním bankám eurozóny povinnost udržovat 15 % devizových rezerv ve zlatě. Poslední dohoda z roku 2014 pak potvrdila předchozí stanovené principy a centrální banky v ní stvrdily, že v následujících pěti letech neplánují prodej většího množství zlata (World Gold Council, 2015a).

3 Mezinárodní měnový fond a zlato

V minulosti bylo zlato úhelným kamenem Brettonwoodského měnového systému, a tedy i Mezinárodního měnového fondu (MMF). Nicméně s oficiálním krachem Bretton-Woodu v roce 1973 bylo zlato postupně v Mezinárodním měnovém fondu upozaděno a posléze jeho centrální roli převzala jednotka SDR². Přesto má v rámci rezerv MMF nadále specifickou pozici.

MMF v současné době drží přibližně 90,5 milionu uncí zlata, což je zhruba 3 000 tun, a řadí se tak na třetí místo ve výši drženého zlata za Spojené státy a Německo. Následující graf 2 ukazuje vývoj držby zlata Mezinárodním měnovým fondem od roku 1948, kdy fond zahrnul zlato do svých rezerv, do roku 2014. Během fungování Brettonwoodského měnového systému množství zlata v rezervách fondu narůstalo. Po skončení směnitelnosti dolaru za zlato a přechodu Mezinárodního měnového fondu ze zlata na SDR nastal pokles v jeho zlatých rezervách na úroveň, která se pak neměnila po více než 30 let. V grafu 2 je zároveň uvedena výše zlatých rezerv vyjádřená v aktuální ceně zlata. Jak je patrné, v poslední dekádě cena zlata, a tím i hodnota zlata drženého fondem, výrazně vzrostla, a to navzdory dalším prodejům.



Graf 2 Zlato držené Mezinárodním měnovým fondem

Zdroj: DataStream, IMF – IFS (2015)

MMF získával během fungování Brettonwoodského měnového systému zlato čtyřmi způsoby:

- jako součást splacených kvót (25 % z celkových kvót bylo splaceno právě ve zlatě)
- z plateb poplatků (úroky z úvěrů byly zpravidla placeny ve zlatě)
- z prodeje měn (pokud země chtěly směnit své měny, činily tak skrze Mezinárodní měnový fond tak, že mu prodaly zlato, za které pak obdržely požadované měny)
- z předčasně splacených úvěrů (ty mohly být splaceny jedině ve zlatě)

² SDR (Zvláštní práva čerpání) je mezinárodní rezervní aktivum Mezinárodního měnového fondu vytvořené již v roce 1969 na podporu Brettonwoodského systému fixních směnných kurzů. Jedná se o zúčtovací jednotku Mezinárodního měnového fondu, ale i některých dalších mezinárodních organizací. Hodnota SDR je v současnosti dána košem měn, a to USD, EUR, JPN a GBP (Mezinárodní měnový fond, 2015b). Více viz Globální ekonomický výhled ze srpna 2015.

Oficiálně skončila role zlata v mezinárodním měnovém systému v dubnu 1978, kdy ho v rámci MMF nahradila platební jednotka SDR. Navíc došlo v té době k omezení operací a transakcí fondu ve zlatě. To se změnilo až v roce 2009, kdy bylo na základě již zmíněných dohod centrálních bank o zlatě fondu umožněno prodávat zlato ze svých rezerv.

Mezinárodní měnový fond se rozhodl prodat 1/8 svého zlata, tedy 403,3 tun (12,97 milionů uncí). Prodej začal v roce 2009, a to nejprve centrálním bankám. Zlato získaly centrální banky Indie (212 tun), Mauricia (2 tuny) a Srí Lanky (10 tun). V roce 2010 pak fond začal zlato prodávat také na trhu, kde prodal 191,3 tun. Zároveň od něj v témže roce nakoupila zlato ve výši 10 tun centrální banka Bangladéše (Mezinárodní měnový fond, 2015a).

4 Specifické problémy centrálních bank: případ Indie

Jak bylo naznačeno již v úvodu, zlato má výjimečnou pozici mezi aktivy uchovávanými hodnotu. Na příkladu Indie lze ilustrovat snahu centrálních bank změnit úlohu zlata v ekonomice směrem k modelu, který je běžný v západních ekonomikách. Program přinese kromě koncentrace zlata v centrální bance především nárůst finančního zprostředkování, a tedy i tlak na rozvoj finančního systému.

Indický lid je tradičně velkým investorem do zlata (převážně do zlatých šperků). Pouze 10 % svých zlatých úspor mají Indové ve formě tabulek či mincí. Zlato má pro své vlastníky nejen tradiční charakter. V úsporách je uchovatelem hodnoty, může být využito jako univerzální platební prostředek, chrání bohatství v nejistých dobách a je velmi likvidní. Naopak nevýhodou mohou být vysoké transakční náklady, dále riziko uloupení takovýchto úspor, pokud nejsou uloženy v trezorech bank (což je ale zase nákladné), volatilita ceny zlata, ale také jeho možné zlehčování (tedy snižování obsahu kovu oproti dané nominální hodnotě) nebo obtížně zjistitelná výše obsahu zlata ve špercích.

Vysoká poptávka po zlatu jako uchovateli hodnoty pak vedla k výraznému nárůstu objemu importovaného zlata do země. Od ledna do září letošního roku bylo do Indie dovezeno více než 660 tun zlata a podle dynamiky růstu je odhadováno, že za celý rok 2015 dosáhne import 1000 tun. Vysokému dovozu zlata nedokázala zabránit ani vysoká importní cla, ani další restriktce k omezení dovozu. Zvyšuje se také objem importovaného stříbra.

Indická vláda proto na začátku září představila nový program Zlaté monetizace (Gold Monetization Scheme) a program Svrchovaných zlatých obligací (The Sovereign Gold Bond Scheme). Stěžejním cílem je mobilizace přebytku zlatých zásob držených soukromými subjekty (Indická vláda, 2015). Díky tomu bude toto zlato uvedeno do oběhu, čímž se poskytne nová možnost pro šperkaře, jak získat zlato pro svou výrobu. Zlato tak nebude ležet ladem, ale bude přinášet svému vlastníkovi úrok, který bude navíc osvobozen od daní. Zároveň se tak sníží závislost země na dovozu zlata a sníží se deficit běžného účtu platební bilance. Spuštění obou programů je naplánováno na listopad tohoto roku. Doprovázeny budou navíc emisí prvních zlatých mincí v Indii. Doposud mohli obyvatelé zlaté mince a slitky získat pouze jejich dovezením ze zahraničí. Mince tak budou sloužit jako alternativa ke zlatým dluhopisům.

Projekt navazuje na obdobný program z roku 1999, který však kvůli nízkému úročení neuspěl. Klíčovým bodem současného projektu tak bude právě výše úroků plynoucích z uloženého zlata. Původní akce navíc narazila na neochotu obyvatel, kteří na základě svých preferencí upřednostňují investice do zlata před dlouhodobými depozity. Vláda odhaduje, že by v rámci mechanismu mohla získat až 20 tisíc tun zlata drženého domácnostmi. Nově představenou verzi projektu podporuje také organizace World Gold Council, která se zabývá rozvojem trhu se zlatem.

Program Zlaté monetizace: Koncept představila indická vláda s cílem uvést do oběhu zlato držené domácnostmi a investory. Projekt se dělí na dvě části – zlatá depozita pro obyvatelstvo a zlaté půjčky šperkařům – které spolu souvisí. Občanům bude umožněno uložit minimálně 30 gramů zlata a to na 1-3 roky, 5-7 let nebo 12-15 let. Držené šperky a mince budou muset nejprve projít testem ryзости, a než se stanou vkladem na zlatém účtu, budou roztaveny. Splacení pak bude probíhat dvěma způsoby. V krátkém období bude mít vkladatel na výběr mezi zlatem a hotovostí, ve středním a dlouhém období však bude docházet ke splacení pouze v hotovosti. Oproti minulému pokusu z roku 1999 přinese současný projekt vyšší úrokové míry (vláda počítá s úroky mezi 1,5 a 2 %, možná i nad 2 %). Podstatné je i přenesení rizika na vládu vytvořený Zlatý rezervní fond (Gold Reserve Fund). Ten bude pod záštitou centrální banky zaručovat, že daná částka bude vyplacena, a to minimálně ve výši vkladu. Vklady tak nebudou ohroženy možným poklesem cen zlata. Šperkaři pak budou moci získat toto zlato pro svou dílnu na základě zlatých půjček od bank (Indické ministerstvo financí, 2015a).

Program Svrchovaných zlatých obligací: Indická vláda chce rovněž přeměrovat část úspor obyvatelstva od fyzického zlata k obligacím, které by měly zlato jen jako podkladové aktivum a pro své spojení se zlatem by mohly být pro investory atraktivní. Předpoklad vlády počítá s tím, že každoročně bude investováno až 300 tun zlata. Zlaté obligace budou emitovány v indických rupiích v nominálech 5, 10, 50 a 100 gramů zlata, a to převážně na dobu mezi 5 a 7 roky. Důležitou součástí projektu je stanovení maximálního stropu investic ve výši 500 gramů zlata na osobu za rok. Vyplacení obligací pak bude probíhat

v indických rupiích. Nicméně zlaté dluhopisy nejsou zajištěny proti riziku poklesu cen zlata, které přechází celé na investora. Zlatý rezervní fond se v tomto případě stará pouze o výplatu úroků a následně celé částky v aktuálním směnném poměru zlata a indické rupie, případně provádí kroky pro zachování udržitelnosti systému.

S programem je spojeno pět aspektů, které mu přidávají na atraktivnosti. Prvním z nich jsou výnosy – fixní nebo plovoucí. Predikce počítají s tím, že by se vláda s ohledem na vnitřní a vnější podmínky na trzích mohla rozhodnout pro více než 3 % ročně. Dalším lákadlem je možnost získání půjčky proti zástavě zlatých dluhopisů, a to často za výhodnějších podmínek. Třetím plusem je pak rozdělení nákladů, protože veškeré náklady spojené s distribucí, prodejem a emisí budou hrazeny vládou. Nesporným kladem je také zavedení daňových bonusů. Posledním faktorem je potom likvidita. Doba splatnosti bude sice mezi 5 a 7 lety, ale obligace mohou být kdykoli zobchodovány (Indické ministerstvo financí, 2015b).

5 Závěr

Zlato bylo základem mezinárodního měnového systému po stovky let. Situace se změnila až ukončením směnitelnosti dolaru za zlato a náhradou zlata jednotkou SDR v rámci Mezinárodního měnového fondu. Zlato i nadále zůstalo součástí devizových rezerv a dodnes slouží k jejich diverzifikaci. Mnohé centrální banky tak nadále drží významné množství zlata ve svých rezervách. Některé pak v posledních letech dokonce své zlaté rezervy navyšují, a to navzdory faktu, že zlato nenese úrok a jeho uskladnění je nákladné. Z pohledu soukromých investorů je pak zlato uchovatelem hodnoty. Na příkladu Indie byla ukázána možnost změny úlohy zlata v ekonomice a přesunu soukromých investic od fyzického zlata do dluhopisů se zlatem jako podkladovým aktivem. Zda budou indické projekty zlaté monetizace a zlatých dluhopisů úspěšné však ukáží až následující měsíce.

Zdroje

- BOTT, Sandra, 2013. *The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late 19th Century to the Present*. Houndmills: Palgrave Macmillan. ISBN 978-1-137-30670-8.
- MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND, 2015a. *Gold in the IMF* [online]. MMF [6. 10. 2015]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>.
- MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND, 2015b. *Special Drawing Rights (SDRs)* [online]. MMF [5. 11. 2015]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>.
- INDICKÁ VLÁDA, 2015. *Draft Gold Monetization Scheme* [online]. Indická vláda [23. 9. 2015]. Dostupné z: https://mygov.in/sites/default/files/master_image/Draft_Gold_Monetization_Scheme.pdf.
- INDICKÉ MINISTERSTVO FINANCÍ, 2015a. *Draft Gold Monetization Scheme* [online]. Indické ministerstvo financí [24. 9. 2015]. Dostupné z: http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/investment_division/GoldMonetizationScheme15092015.pdf.
- INDICKÉ MINISTERSTVO FINANCÍ, 2015b. *Draft Sovereign Gold Bonds Scheme* [online]. Indické ministerstvo financí [24. 9. 2015]. Dostupné z: http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/investment_division/SovereignGoldBondsScheme15092015.pdf.
- NICHOLS, Jeffrey, 2015. *Cold War Redux – Good for Gold* [online]. Gold-Eagle [9. 10. 2015]. Dostupné z: <http://www.gold-eagle.com/article/cold-war-redux-%E2%80%93-good-gold>.
- O'BYRNE, Mark, 2015. *China Creates Gold Investment Fund for Central Banks* [online]. Gold-Eagle [30. 9. 2015]. Dostupné z: <http://www.gold-eagle.com/article/china-creates-gold-investment-fund-central-banks>.
- WORLD GOLD COUNCIL, 2015a. *Central Bank Gold Agreements* [online]. World Gold Council [1. 10. 2015]. Dostupné z: <http://www.gold.org/reserve-asset-management/central-bank-gold-agreements>.
- WORLD GOLD COUNCIL, 2015b. *Gold in the Financial System* [online]. World Gold Council [1. 10. 2015]. Dostupné z: <http://www.gold.org/reserve-asset-management/gold-financial-system>.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

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

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

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

A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

2015

	č. GEVu
Zlaté rezervy centrálních bank (Iveta Polášková)	2015-11
Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky (Soňa Benecká, Luboš Komárek a Filip Novotný)	2015-10
Ekonomické reformy indického premiéra Modiho (Pavla Břízová)	2015-9
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne? (Soňa Benecká)	2015-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2015-7
Sezónní cenové pohyby na komoditních trzích (Martin Motl)	2015-6
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam a Jan Hošek)	2015-4
Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému (Luboš Komárek)	2015-3
Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko (Alexis Derviz)	2015-2
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

2014

	č. GEVu
Platnost Okunova zákona v zemích OECD a dalších ekonomikách (Oxana Babecká Kucharčuková a Luboš Komárek)	2014-12
Normalizace měnové politiky v USA (Soňa Benecká)	2014-11
Změny v přílivu přímých zahraničních investic a jejich výnosnosti v ČR a v zemích Střední Evropy (Vladimír Žďárský)	2014-10
Konkurenceschopnost a růst vývozu zboží ve vybraných střeoevropských zemích (Oxana Babecká Kucharčuková)	2014-9
Vývoj a struktura zaměstnání na kratší pracovní dobu v evropském srovnání (Eva Hromádková)	2014-8
Budoucnost zemního plynu (Jan Hošek)	2014-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2014-6
Jak daleko mají země V-4 do Rakouska: Detailní pohled na úrovni CPL (Václav Žďárek)	2014-5
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

2013

	č. GEVu
Financializace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11

	č. GEVu
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekadách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

2012

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

2011

	č. GEVu
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9

	č. GEVU
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnila globální nerovnováha? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1