GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

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
Velikost reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD 13
A. Přílohy 20
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017 20
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017 20
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny 21
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny 22
A5. Seznam zkratek použitých v GEVu 23

Datum uzávěrky dat
17. března 2017

Sběr dat CF
13. března 2017

Datum publikace GEVu
24. března 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	Oxana Babecká	Tomáš Adam	Filip Novotný
Garant I. Shrnutí VI. Zaostřeno na...	Editorka II.4 Spojené království	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	II.1 Eurozóna	II.2 Německo

Soňa Benecká	Iveta Polášková	Jan Hošek
II.3 Spojené státy III.1 Čína	II.5 Japonsko III.2 Indie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity

I. SHRNUTÍ

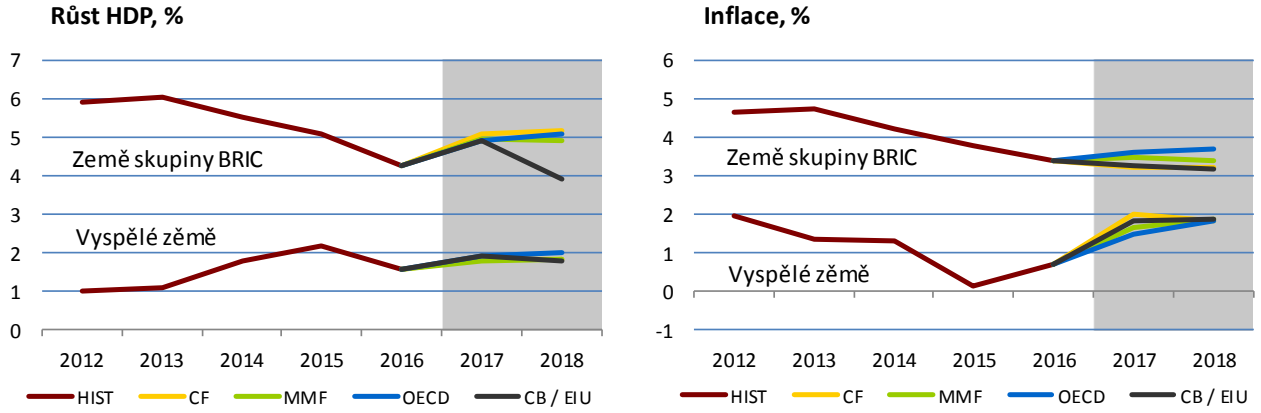
Březnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále analyticky zaostřena na zkoumání velikosti reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD. V článku je ukázáno, že ve střednědobém horizontu jsou očekávány nominální úrokové sazby stále na velmi nízkých úrovních, což neodpovídá procesu uzavírání mezer výstupu a mírám inflace v blízkosti 2% úrovně a tím stěžuje návrat k provádění měnové politiky konvenční, tedy úrokovou cestou. Dále je zde připomenuto, že návrat ke kladným reálným úrokovým sazbám bude ztížen i předlužeností řady zemí OECD, kdy viditelné zvýšení hladiny úrokových sazeb by mohlo zvýšit riziko insolvence několika zemí eurozóny, a tím vyvolat obávaný dominový efekt.

Na konci prvního čtvrtletí se výhledy meziročního hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých zemí oproti únoru viditelně nezměnily. Došlo jen k mírnému zvýšení předpokládané hospodářské dynamiky Spojeného království a mírnému snížení výhledů pro ekonomiku Spojených států. Ty by však i přes nárůst úrokových sazeb měly na konci příštího roku vykázat hospodářský růst lehce pod 2,5 %, což je stále o téměř 1 procentní bod vyšší tempo, než jakého dosáhne v tomto období eurozóna a její největší ekonomika – Německo, ale i viditelně výše než jsou odhady pro Spojené království. Srovnání s Japonskem pak ukazuje ještě markantnější rozdíl v předpokládaném ekonomickém růstu, neboť japonské hospodářství by mělo ve shodném horizontu vykázat jen růst blízký 1 %. Očekávané hodnoty inflace zůstávají v jednotlivých zemích pro letošní i příští rok blízko výše uvedeným hodnotám hospodářského růstu. Oproti minulému měsíci je patrné zvýšení předpovědí inflace v eurozóně, kde však její výhledy přesto nedosahují 2% výše, jež je všeobecně považována za kritérium cenové stability v rozvinutých zemích. Ve Spojených státech a Spojeném království by se naproti tomu měla inflace pohybovat zhruba 0,5 procentního bodu nad 2% hladinou. V Japonsku pak zřejmě jen s velkým úsilím dosáhne 1% úrovně.

Výhledy meziročního růstu HDP zemí skupiny BRIC přinesly v březnu více změn, než tomu bylo u sledovaných vyspělých ekonomik. U dynamicky se vyvíjející dvojice (Indie a Čína) došlo k přehodnocení jejich očekávaného vývoje, a to u Indie mírně směrem dolů, u Číny pak lehce nahoru. To je dobrá zpráva nejen pro samotnou čínskou ekonomiku, ale vzhledem k její velikosti i pro světovou ekonomiku jako celek. U „slumpflací" postižených zemí (Rusko, Brazílie) došlo ke zvýšení očekávaného růstu HDP v případě Ruska, u Brazílie pak nastala vzhledem k minulému měsíci korekce směrem dolů. Výhledy inflace na letošní a příští rok se posunuly vesměs ve stejném směru, jako ty u hospodářské dynamiky.

Výhledy úrokových sazeb setrvají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách avšak s náznakem (po potvrzení o ukončení programu TLTRO v březnu) jejich nepatrného zvýšení. V případě Spojených států lze naopak předpokládat, že během letošního roku dojde ještě k dvojímu zvýšení úrokových sazeb o standardních 0,25 procentních bodů. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu, ale i dále do budoucnosti lehce posilovat vůči všem sledovaným měnám. Průměrná cena ropy Brent by měla být v letošním i příštím roce blízko 52 dolarů za barel, tj. níže než signalizovaly únorové výhledy. Ceny neenergetických surovin by se měly v ročním horizontu velmi mírně zvyšovat, a to jak vlivem průmyslových kovů, tak potravinářských komodit.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích



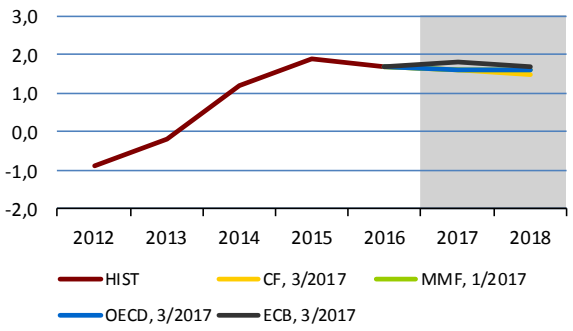
Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny vzrostla v posledním čtvrtletí loňského roku o 0,4 %, tj. stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí, přičemž růst byl tažen především spotřebou domácností a investicemi. Meziročně pak ekonomika vzrostla o solidních 1,7 %. Údaje ze začátku letošního roku vyznívají pozitivně, i když publikovaná data zaostávají za předstihovými ukazateli a ukazateli sentimentu. PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v únoru na nejvyšší hodnotu za téměř šest let (55,4). Meziroční růst průmyslové produkce nicméně v lednu zpomalil na hodnotu 0,6 %. Nezaměstnanost v lednu setrvala na prosincové úrovni 9,6 %, což je nejnižší hodnota od května 2009. Zlepšující se situace na trhu práce a celkové oživení v ekonomice vedou ke zvyšující se spotřebitelské důvěře, která se však zatím neprojevila v nárůstu maloobchodních tržeb. Jejich objem překvapivě v lednu opět mírně poklesl a klesá tak již třetí měsíc v řadě, patrně v souvislosti s nárůstem inflace. Pro letošní rok očekávají výhledy mírné zpomalení růstu eurozóny oproti předchozímu roku na 1,6 %. V příštím roce by pak růst HDP měl dosáhnout 1,5 %.

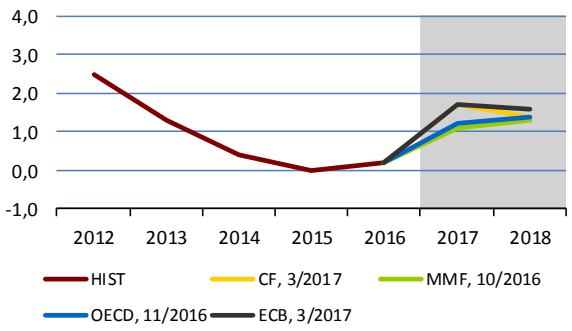
Celková HICP inflace na začátku roku prudce vzrostla a v únoru dosáhla inflačního cíle ECB (2 %). Její nárůst byl způsoben především efektem základny cen energií, zatímco jádrová inflace stagnovala na 0,9 %. Aktualizované výhledy inflace pro letošní rok odráží výrazný příspěvek cen energií a slabší kurz eura a pohybují se na úrovni 1,7 %. V příštím roce by pak inflace spolu s odezněním efektu základny cen energií měla zpomalit na 1,4–1,6 %. ECB na březnovém zasedání potvrdila nastavení své měnové politiky. Měsíční čisté nákupy aktiv se tak od dubna sníží o čtvrtinu na 60 mld. EUR a budou pokračovat alespoň do konce letošního roku. Prezident Draghi zároveň potvrdil, že program TLTRO (program cílených dlouhodobějších refinančních operací) nebude prodloužen, takže březnová aukce bude poslední. Výhled úrokových sazeb se oproti předchozímu měsíci posunul mírně směrem výše.

Růst HDP, %



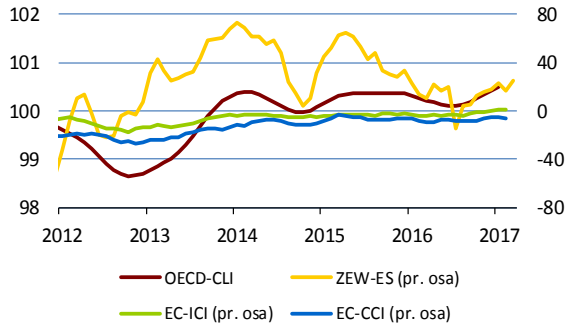
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,6	1,6	1,6	1,8
2018	1,5	1,6	1,6	1,7

Inflace, %



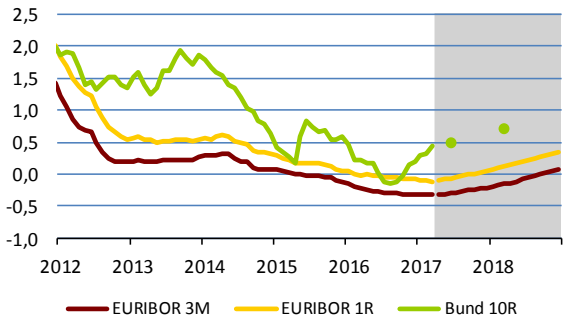
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,7	1,1	1,2	1,7
2018	1,4	1,3	1,4	1,6

Předstihové ukazatele



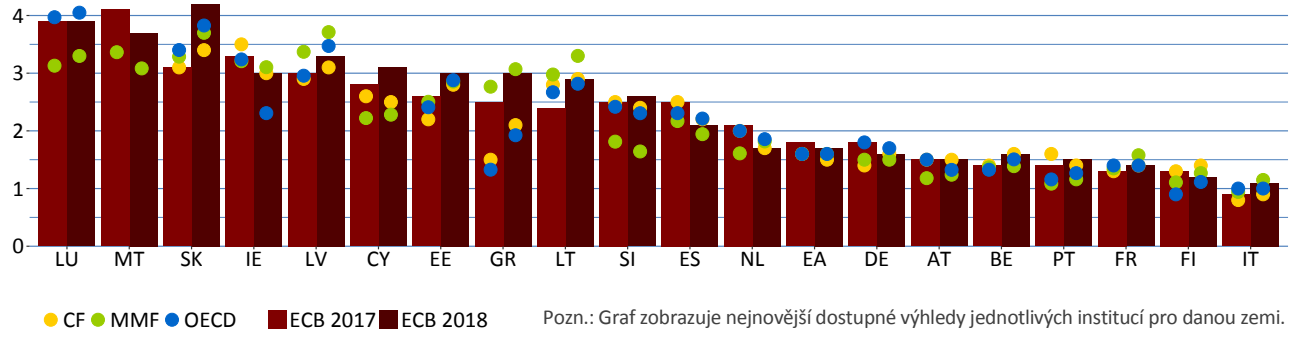
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
1/17	100,5	23,2	0,8	-4,8
2/17		17,1	1,3	-6,2
3/17		25,6		

Úrokové sazby, %



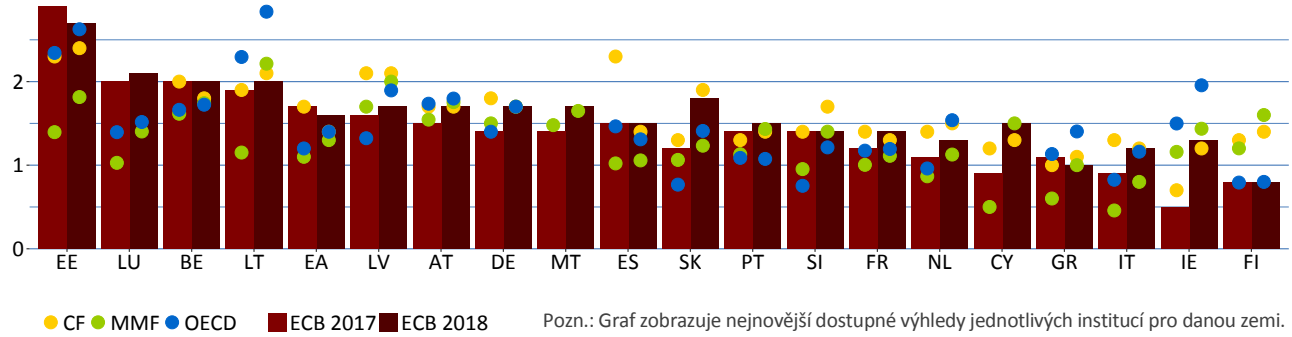
	02/17	03/17	06/17	03/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,30	-0,16
1Y EURIBOR	-0,11	-0,11	-0,06	0,13
10Y Bund	0,32	0,44	0,50	0,70

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



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

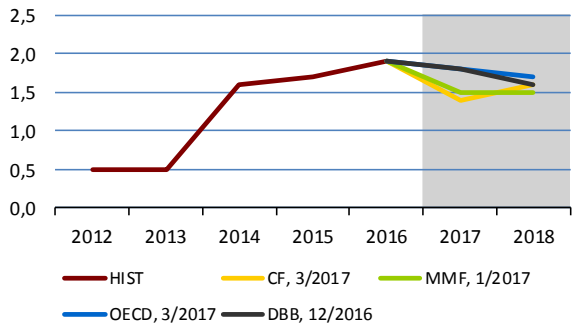


Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

II.2 Německo

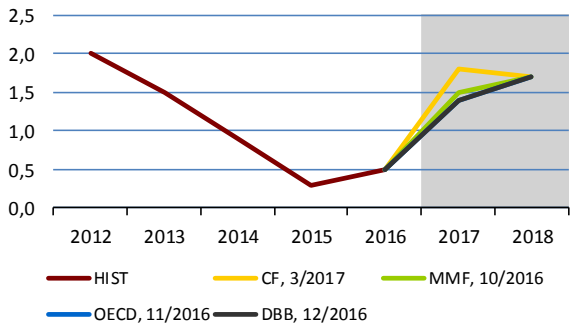
Pro letošní rok očekává březnový CF mírné zpomalení tempa růstu (na 1,4 %). Bundesbanka a OECD jsou oproti tomu optimističtější a očekávají podobnou dynamiku jako v loňském roce. Pozitivní výhled má podporu ve vysokých hodnotách většiny předstihových ukazatelů. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 meziroční růst německé ekonomiky nepatrně zrychlil na hodnotu 1,8 %. Stejně jako v předchozích čtvrtletích působila pozitivně na růst zejména domácí poptávka (vyšší vládní výdaje v souvislosti s uprchlickou krizí), zatímco příspěvek zahraničního obchodu k růstu byl záporný. Příznivý ekonomický vývoj je doprovázen nízkou mírou nezaměstnanosti, která v únoru dosahovala 6,3 %. Německá inflace v únoru dále zrychlila na hodnotu 2,2 % (nejvyšší úroveň za bezmála pět let). K jejímu růstu přispěly zejména ceny energií a zeleniny. Březnový CF očekává, že průměrná inflace za celý letošní rok zrychlí na úroveň 1,8 %, na které zůstane i v příštím roce.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,4 →	1,5	1,8 ↗	1,8
2018	1,6 →	1,5	1,7 →	1,6

Inflace, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,8 →	1,5	1,4	1,4
2018	1,7 →	1,7	1,7	1,7

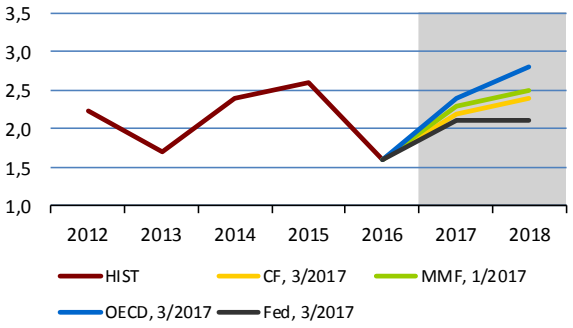
II.3 Spojené státy

V souladu s očekáváním zvýšila americká centrální banka cílové pásmo pro hlavní sazbu Fed Funds na 0,75–1,00 %. Finanční trhy čekávají v letošním roce ještě dvě další zvýšení o 25 b. b. Hlavním důvodem pro zpřísnění měnové politiky je kromě výrazného nárůstu inflačních tlaků také další zlepšení na trhu práce, promítající se i do solidního růstu americké ekonomiky. Druhý odhad růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhl 1,9 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Oproti prvnímu odhadu se růst ekonomiky celkově nezměnil, když vliv nižších soukromých i vládních investic vyvážily vyšší výdaje spotřebitelů.

Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v únoru 235 tisíc, tj. o 35 tisíc více, než bylo očekáváno finančními trhy. Míra nezaměstnanosti dosáhla 4,7 % a průměrná hodinová mzda vykázala meziročně nárůst o 2,8 %. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board se v únoru udržela na 15letých maximech, přičemž spotřebitelé hodnotí lépe zejména aktuální podmínky na trhu práce. Meziroční růst maloobchodních prodejů po lednovém solidním výkonu (5,7 %) v únoru zvolnil z titulu zpoždění ve vratkách daní. Průmyslová aktivita ve Spojených státech v lednu mírně zvolnila, když meziroční změna průmyslové produkce dosáhla nulových hodnot. Předstihový indikátor PMI se v únoru opět zvýšil (57,7), přičemž výsledky šetření naznačují stále přetrvávající poptávku i prodeje ale také pozornost firem vůči rostoucím cenám.

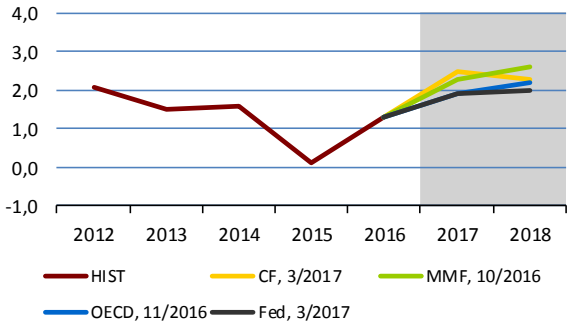
Celková meziroční inflace ve Spojených státech v únoru zrychlila na 2,7% a dosáhla tak nejvyšší hodnoty od roku 2012. Hlavním důvodem je nízká srovnávací základna u cen energií. Na druhou stranu však nedochází k výraznému zrychlení jádrové inflace. Předsedkyně Fedu Yellenová pak zopakovala, že je možné krátkodobé přestřelení 2% inflačního cíle. Březnový CF pouze snížil výhled růstu HDP v tomto roce, zatímco nová prognóza Fedu přinesla posun u výhledu ekonomického růstu v roce 2018. Celkově je aktuální předpověď růstu i inflace vyšší u CF než v případě Fedu.

Růst HDP, %



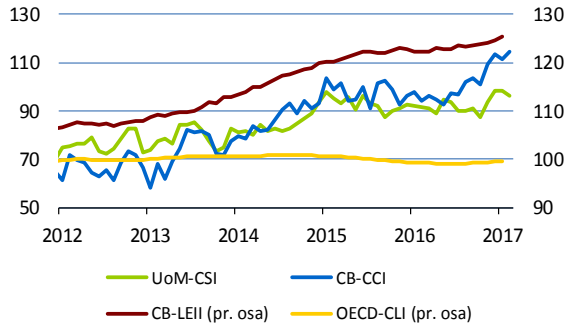
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2	2,3	2,4	2,1
2018	2,4	2,5	2,8	2,1

Inflace, %



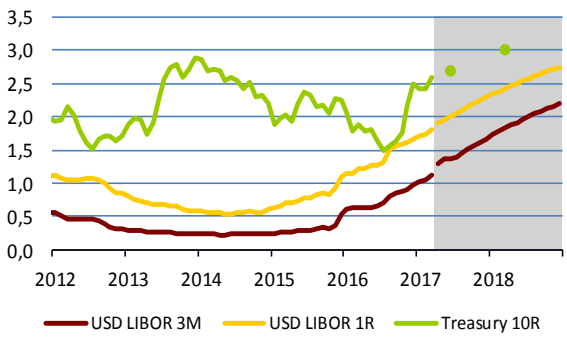
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,5	2,3	1,9	1,9
2018	2,3	2,6	2,2	2,0

Předstihové ukazatele



	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
1/17	98,5	111,6	125,5	99,6
2/17	96,3	114,8		
3/17	96,3	114,8		

Úrokové sazby, %

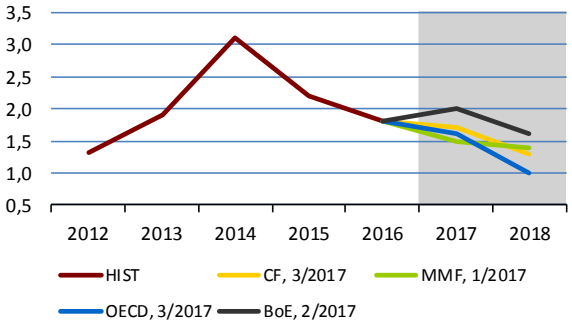


	02/17	03/17	06/17	03/18
USD LIBOR 3M	1,04	1,11	1,36	1,82
USD LIBOR 1R	1,72	1,72	2,00	2,42
Treasury 10R	2,43	2,59	2,70	3,00

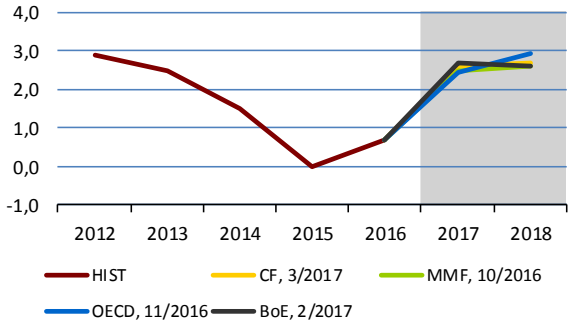
II.4 Spojené království

Podle revidovaných údajů vzrostla britská ekonomika v loňském roce jen o 1,8 % (místo dříve uváděných 2 %). Ve čtvrtém čtvrtletí se jí nicméně dařilo lépe, než naznačoval první odhad, když HDP vzrostl o 0,7 % a zaznamenal tak mírné zrychlení svého růstu. Zdá se však, že s příchodem nového roku ekonomika opět lehce zpomalila. Maloobchodní prodeje vzrostly v lednu meziročně jen o 1,5 % (nejnižší přírůstek za poslední tři roky) a zpomalil i meziroční růst průmyslové produkce. Její 3,2% dynamika však zůstává více než robustní. Nadále optimistický zůstává i PMI ve zpracovatelském průmyslu a službách, byť jsou únorové hodnoty (54,6 a 53,3) nižší než lednové. Spotřebu domácností podporuje klesající nezaměstnanost (v lednu 4,7 %) i růst reálných mezd. Ministerstvo financí tak v březnu zvýšilo svůj výhled růstu HDP pro letošní rok až na 2 % (ještě v listopadu předpovídalo jen 1,4 %). Své predikce zvýšily i OECD a CF, ovšem opatrněji. Výhledy inflace zůstávají pro oba roky mírně nad cílem BoE, která ponechává svou politiku beze změn.

Růst HDP, %



Inflace, %



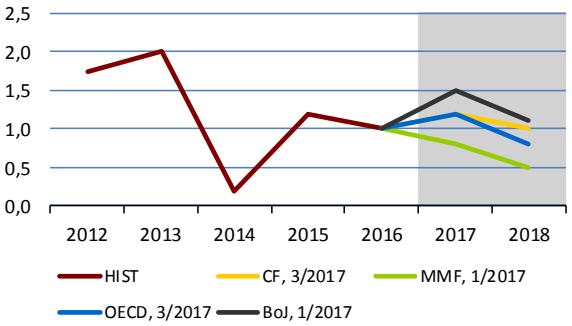
	CF	MMF	OECD	BoE
2017	1,7	1,5	1,6	2,0
2018	1,3	1,4	1,0	1,6

	CF	MMF	OECD	BoE
2017	2,6	2,5	2,4	2,7
2018	2,7	2,6	2,9	2,6

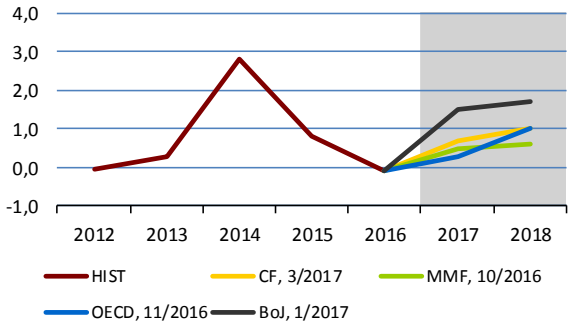
II.5 Japonsko

Dle revidovaných údajů vzrostla japonská ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 anualizovaně o 1,2 % a to díky vyšším než očekávaným kapitálovým výdajům. Růst maloobchodních tržeb v lednu posílil, nicméně výdaje domácností dále klesaly. Průmyslová produkce pak v lednu meziročně vzrostla o 3,7 %. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v únoru zvýšil na nejvyšší hodnotu od března 2014, především díky stále se zlepšujícímu hodnocení výstupu, nových objednávek, exportu a zaměstnanosti nákupními manažery. OECD zvýšila výhled růstu japonské ekonomiky pro tento rok o 0,2 p. b. Ostatní sledované instituce predikce nezměnily. Celková inflace se v lednu lehce zvýšila na 0,4 %. Proinflačně opět nejvíce působily ceny čerstvých potravin, jejich růst však výrazně zpomalil. Výhledy inflace zůstaly nezměněny. BoJ ponechala na svém březnovém zasedání výši úrokových sazeb na -0,1 %.

Růst HDP, %



Inflace, %

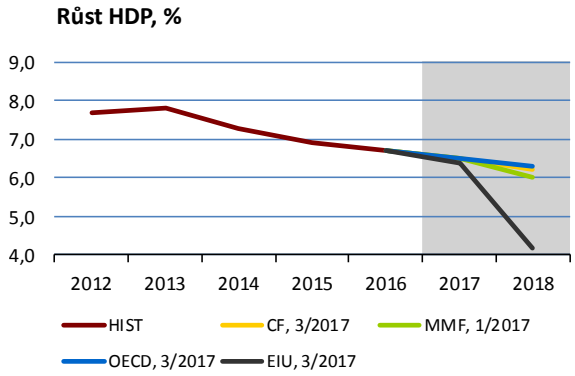


	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	1,2	0,8	1,2	1,5
2018	1,0	0,5	0,8	1,1

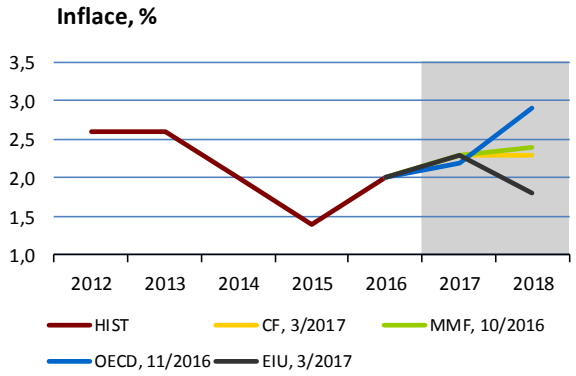
	CF	MMF	OECD	BoJ
2017	0,7	0,5	0,3	1,5
2018	1,0	0,6	1,0	1,7

III.1 Čína

Na začátku března byl zveřejněn nový cíl čínské vlády pro růst HDP (6,5 % a více) a inflaci (pod 3 %) v tomto roce. Vláda se rovněž rozhodla věnovat vyšší pozornost snižování zadlužení a ekologii, zejména v oblastech s těžbou uhlí. Změnila se také komunikace ohledně dalšího směřování kurzové politiky a řízení kapitálových toků. Na finančních trzích se tedy objevily spekulace, že čínské úřady sníží tlak na reformy kurzového režimu. Pokračující expanzi v průmyslu potvrzují nové údaje ohledně objednávek podniků, zejména ze zahraničí. Ceny výrobců v únoru pak rostly nejrychlejším tempem za posledních 9 let. Březnový CF zvýšil výhled růstu HDP a inflace v roce 2018. OECD revidovala nahoru výhled růstu HDP, a to v obou letech, zatímco nová předpověď EIU očekává vyšší růst HDP v roce 2017 a inflaci v obou letech.



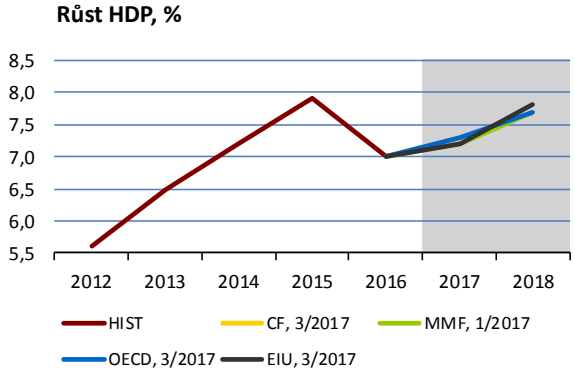
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	6,5	6,5	6,5	6,4
2018	6,2	6,0	6,3	4,2



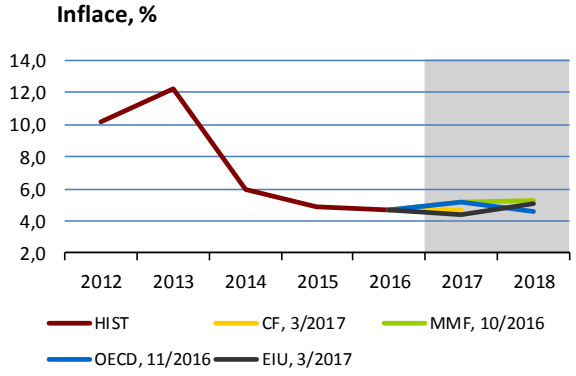
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	2,3	2,3	2,2	2,3
2018	2,3	2,4	2,9	1,8

III.2 Indie

Indická ekonomika v posledním čtvrtletí kalendářního roku zpomalila méně, než se očekávalo. Oproti revidované hodnotě z předchozího čtvrtletí zvolnila svou meziroční dynamiku o 0,4 p. b. na 7 %. Růst podporovala domácí i vnější poptávka, zejména pak výdaje domácností a vlády. Meziroční dynamika průmyslové produkce se v lednu zvýšila díky nárůstu produkce ve zpracovatelském průmyslu. Nikkei PMI ve zpracovatelském průmyslu v únoru nepatrně vzrostl, když byl nákupními manažery pozitivně hodnocen vývoj výstupu, nových objednávek a exportu. Podle predikce OECD a CF vzroste indická ekonomika v aktuálním fiskálním roce 2016/2017 o 7 %, v roce příštím pak o dalších 7,3 %. EIU zvýšil o 0,2 p. b. výhled růstu HDP pro příští fiskální rok. Inflace v únoru vzrostla na 3,7 %, důvodem byl zejména růst cen cukru a ovoce. Jak v aktuálním, tak příštím fiskálním roce bude dle CF inflace 4,7 %. EIU pak výhled inflace pro fiskální rok 2017/2018 snížil o 0,7 p. b.



	CF	MMF	OECD	EIU
2017	7,3	7,2	7,3	7,2
2018		7,7	7,7	7,8

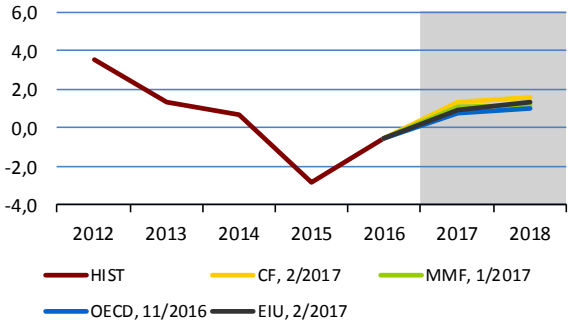


	CF	MMF	OECD	EIU
2017	4,7	5,2	5,2	4,4
2018		5,3	4,6	5,1

III.3 Rusko

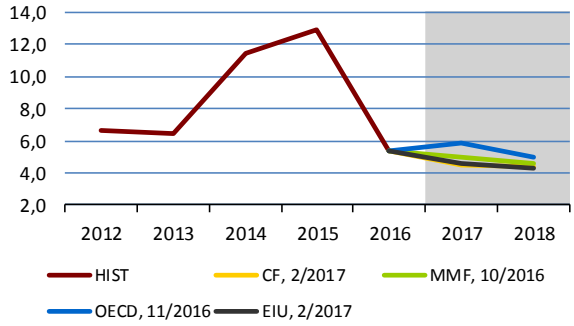
Nejnovější krátkodobá statistika byla tentokrát výrazně ovlivněna lednovými novoročními prázdninami v Rusku. Leden obsahoval pouze 16 pracovních dní a 15 dní volna (v případě 5denního pracovního týdne). Ve výsledku objem průmyslové produkce v lednu poklesl oproti předchozímu měsíci téměř o čtvrtinu, meziročně ovšem vykázal 2,3% růst. Markit PMI ve zpracovatelském průmyslu, standardně publikovaný začátkem měsíce, přerušil rychlý trendový vzestup, který udržoval posledního půl roku, a poklesl oproti lednu o 2,2 bodu na 52,5 kvůli slabším hodnotám výstupu produkce, nových zakázek a zaměstnanosti. Index cen průmyslových výrobců zaznamenal v lednu nejvyšší růst od listopadu 2015, a to o 12,7 %. Dalším proinflačním faktorem byl růst reálných mezd, které se meziročně zvýšily o 3,1 % (oproti 2,8 % v prosinci). Inflace spotřebitelských cen v prvních dvou měsících roku dosáhla 5,0 % a 4,6 % meziročně. Dle nového CF lze letos očekávat 1,3% růst HDP a 4,5% inflaci.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	EIU
2017	1,3	1,1	0,8	0,9
2018	1,6	1,2	1,0	1,3

Inflace, %

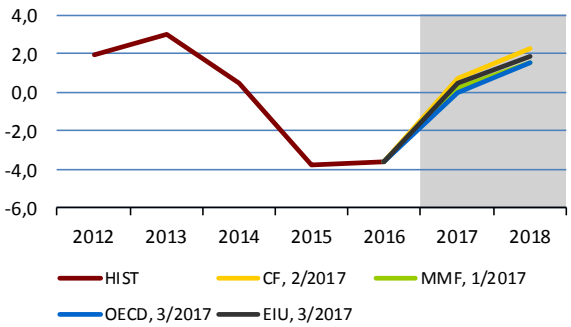


	CF	MMF	OECD	EIU
2017	4,5	5,0	5,9	4,6
2018	4,4	4,6	5,0	4,3

III.4 Brazílie

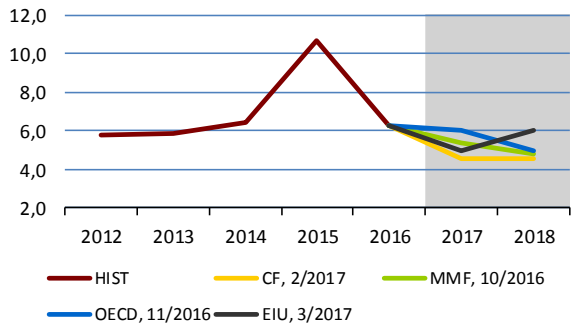
Tempo propadu brazilské ekonomiky se postupně zmírňovalo v průběhu celého loňského roku a v posledním čtvrtletí dosahovalo 2,5 % meziročně. Z hlediska hlavních agregátů vykázaly v závěru roku nejhorší dynamiku hrubá tvorba fixního kapitálu (pokles o 5,3 %) a vývozy (pokles o 4,6 %). Celkově za rok 2016 se brazilský HDP snížil o 3,6 % a tempo jeho propadu bylo jen nepatrně menší oproti roku předchozímu, kdy HDP klesal 3,8% tempem. Krátkodobá dynamika byla začátkem tohoto roku většinou příznivá: průmyslová produkce v lednu rostla 1,4% meziročním tempem, únorové předstihové ukazatele PMI a podnikatelské důvěry rostly. Naopak, nezaměstnanost nadále stoupala a v lednu dosáhla 12,6 %. V poslední dekádě února brazilská centrální banka snížila sazbu SELIC o dalších 0,25 p. b. na 12,75 %. Jednalo se o čtvrté snížení klíčové sazby od konce listopadu loňského roku. Růst HDP letos dle nových výhledů dosáhne 0,5–0,7 % a inflace nepřekročí 5,0 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	EIU
2017	0,7	0,2	0,0	0,5
2018	2,3	1,5	1,5	1,9

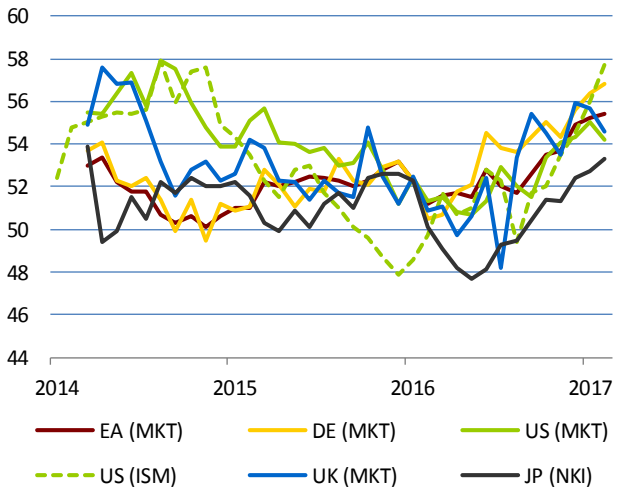
Inflace, %



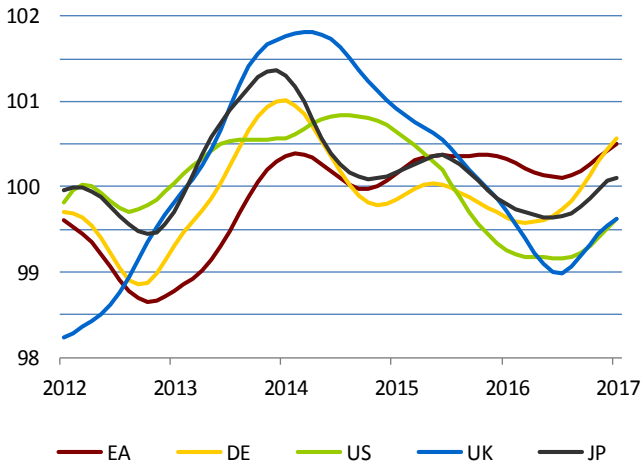
	CF	MMF	OECD	EIU
2017	4,6	5,4	6,0	5,0
2018	4,6	4,8	5,0	6,0

IV.1 Vyspělé země

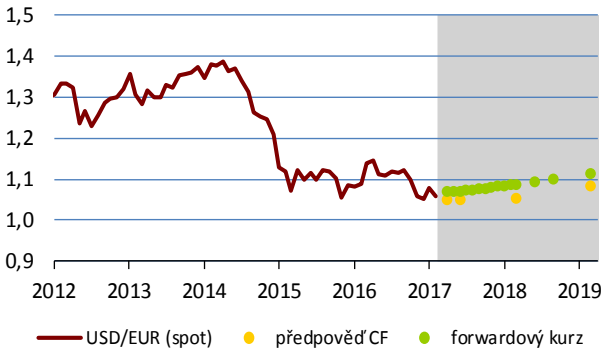
PMI v průmyslu



OECD-CLI

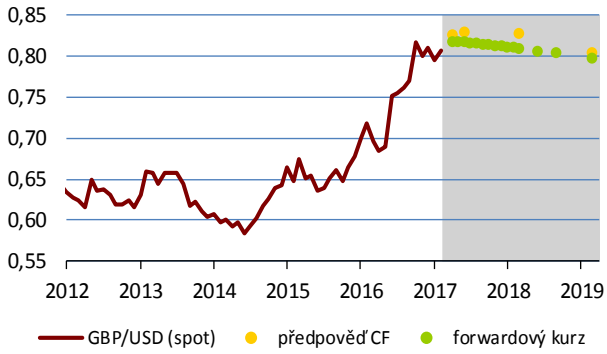


Americký dolar (USD/EUR)



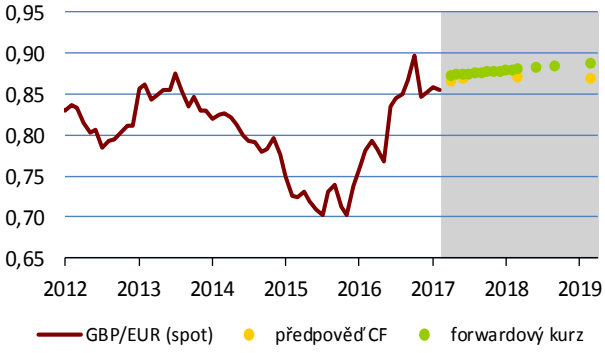
	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	1,067				
předpověď CF		1,048	1,048	1,053	1,081
forwardový kurz		1,067	1,070	1,087	1,114

Britská libra (GBP/USD)



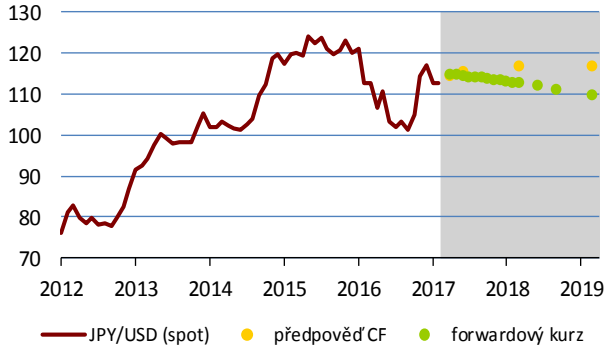
	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	0,818				
předpověď CF		0,825	0,829	0,827	0,803
forwardový kurz		0,818	0,817	0,809	0,797

Britská libra (GBP/EUR)



	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	0,872				
předpověď CF		0,865	0,869	0,871	0,868
forwardový kurz		0,872	0,874	0,879	0,887

Japonský jen (JPY/USD)

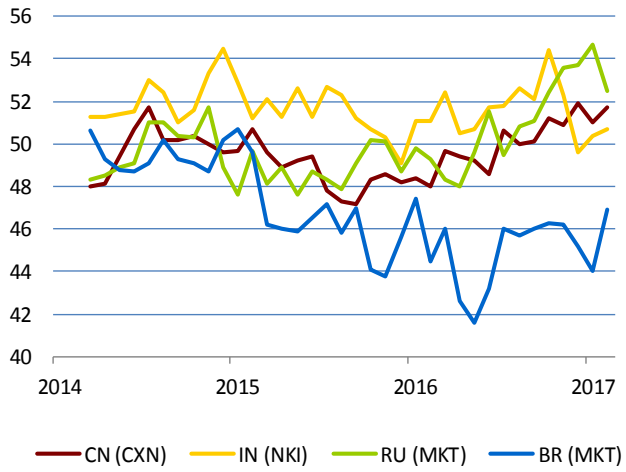


	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	114,6				
předpověď CF		114,5	115,5	116,8	116,8
forwardový kurz		114,7	114,4	112,6	109,6

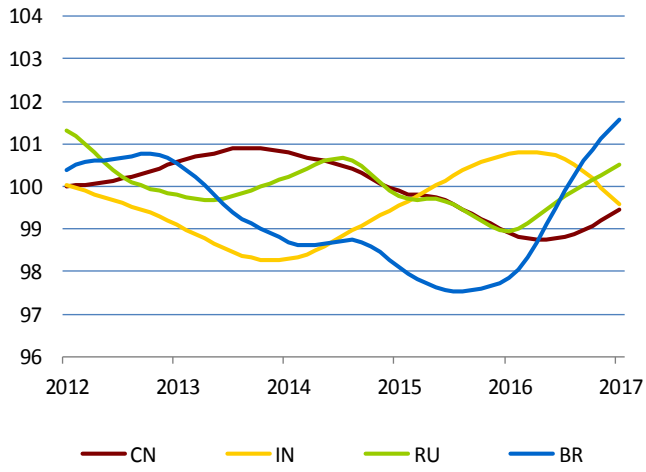
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

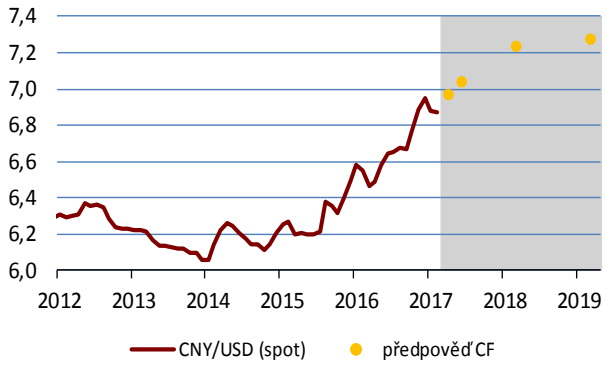
PMI v průmyslu



OECD-CLI

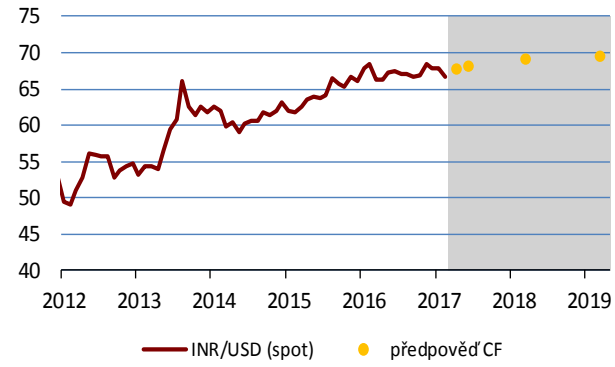


Čínský renminbi (CNY/USD)



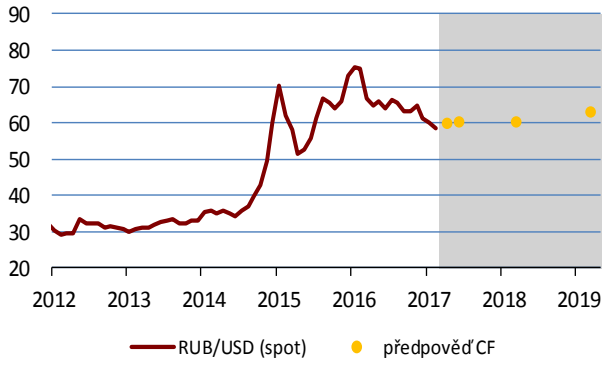
	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	6,909				
předpověď CF		6,965	7,034	7,233	7,268

Indická rupie (INR/USD)



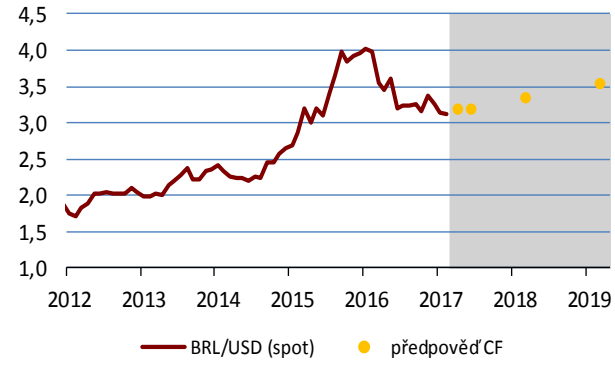
	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	66,57				
předpověď CF		67,59	68,11	68,96	69,37

Ruský rubl (RUB/USD)



	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	58,94				
předpověď CF		59,66	60,14	59,95	62,69

Brazilský real (BRL/USD)



	13/3/17	04/17	06/17	03/18	03/19
spotový kurz	3,152				
předpověď CF		3,177	3,183	3,333	3,529

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

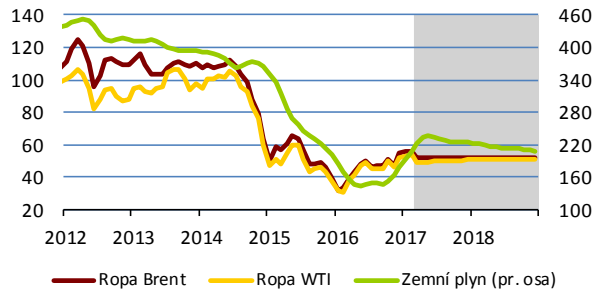
V.1 Ropa a zemní plyn

Až do konce února panoval na trhu s ropou optimismus, prameníci z poměrně striktně dodržované dohody kartelu OPEC o omezení produkce. V březnu ale začaly sílit obavy, že ani dohodnuté půlroční omezení těžby nebude stačit na to, aby se trh v blízké době dostal do rovnováhy. Zvýšila se také nejistota, zda budou velcí producenti ochotni prodloužit omezení produkce i do druhé poloviny roku. V průběhu ledna a února se tak cena ropy Brent pohybovala převážně v úzkém intervalu 55–57 USD/barel, ale na konci druhého březnového týdne během tří dnů propadla o více než 8 % (a cena ropy WTI se dostala poprvé od listopadu 2016 pod 50 USD/barel) po dalším silném růstu zásob ropy v USA a varování Saudské Arábie, že nebude kompenzovat rychlý růst těžby břidlicové ropy v USA.

Tržní futures křivka k datu průzkumu březnového CF odráží prudký propad cen ze začátku března a implikuje průměrnou cenu ropy Brent 52,7 USD/barel letos a nepatrný pokles na 52,1 USD/barel v roce 2018. Její negativní sklon od roku 2018 naznačuje, že v této době již trh očekává převis poptávky a snižování globálních zásob ropy. Březnový CF čeká v horizontu jednoho roku cenu 56,4 USD/barel a je tak o cca 4 USD/barel nad tržní křivkou. Stejně tak předpověď EIA je nad tržní křivkou, když očekává průměrnou cenu ropy Brent letos 55 USD/barel a její růst na 57 USD/barel v roce 2018. IEA předpokládá obnovení poklesu globálních zásob, což by mělo cenu ropy pravděpodobně postupně zvyšovat.

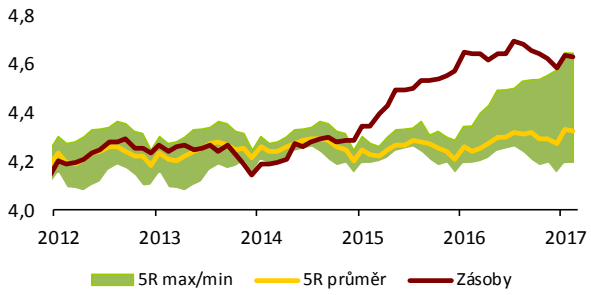
Ceny zemního plynu v únoru silně klesly v USA díky nadprůměrně teplému počasí, naopak v Evropě ceny dlouhodobých kontraktů rostly kvůli předchozímu růstu cen ropy, i když spotové ceny klesaly. Ceny uhlí v únoru a březnu klesaly, když čínská vláda uvolnila administrativní omezení těžby.

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

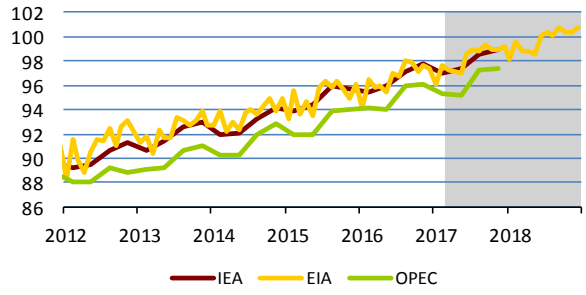


	Brent	WTI	Plyn
2017	52,71	50,46	224,16
2018	52,11	50,60	214,73

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

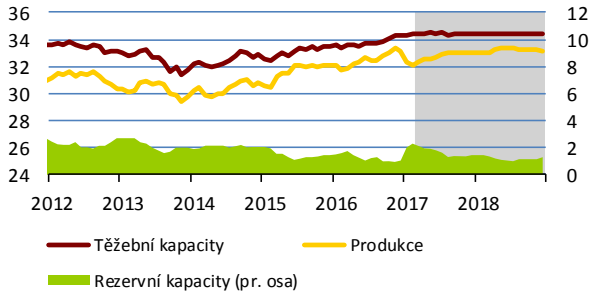


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,97	98,15	96,28
2018		99,74	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,69	34,41	1,72
2018	33,20	34,41	1,21

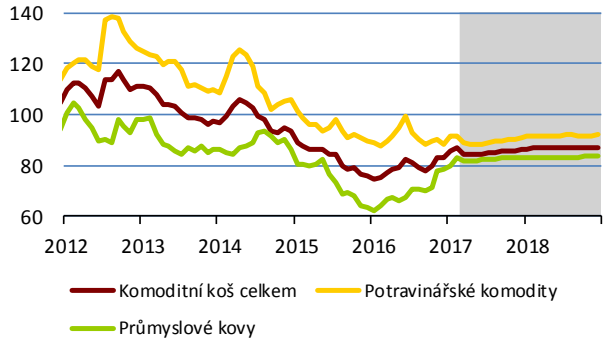
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční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

V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit prodloužil v únoru svůj růst již na pět měsíců v řadě, ale v první polovině března mírně poklesl stejně jako dílčí index cen základních kovů. Ten se v únoru dostal na nejvyšší hodnotu od prosince 2014. Dílčí index cen potravinářských komodit v únoru po předchozím růstu již jen stagnoval a v polovině března rovněž klesnul, a nadále tak zůstává naopak poblíž nejnižší úrovně od roku 2010. Na výhledu všechny tři indexy nepatrně rostou.

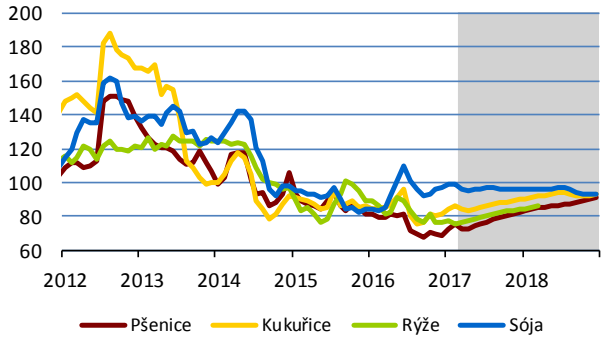
Ceny základních kovů většinou rostly díky příznivému výhledu globálního zpracovatelského průmyslu (globální JP Morgan PMI vzrostl na 69měsíční maximum, PMI v Číně se zvýšil na 51,7). Cenu mědi navíc zvyšovaly výpadky těžby klíčových dodavatelů (stávka v Chile a vládní zásahy v Indonésii). Cena hliníku rostla i kvůli očekávanému snížení produkce v Číně během zimních měsíců s cílem snížit produkci škodlivých emisí. Rostly rovněž ceny železné rudy díky silnému dovozu do Číny a růstu globální produkce oceli (v lednu meziročně o 7 %). Z potravinářských komodit pokračovala v poklesu (již od poloviny roku 2016) cena kakaa kvůli přetrvávajícímu převisu nabídky, a rovněž cena cukru. Ceny zrnin v průměru stagnovaly. USDA revidovala směrem dolů výhled konečných světových zásob pšenice a kukuřice pro sezónu 2016/17 kvůli nižší očekávané produkci pšenice v Indii a Kazachstánu a vyšší předpovědi spotřeby kukuřice v Číně a Mexiku. Proti růstu těchto cen však působil pokles cen sóji díky výhledu bohaté sklizně v USA a Brazílii. Ceny masa více méně stagnovaly. Další růst zaznamenala v průběhu února cena kaučuku, která od minima v roce 2016 vzrostla již o cca 90 % díky silné poptávce z Číny (ale v březnu poklesla), a po delší době i cena bavlny.

Indexy cen neenergetických komodit



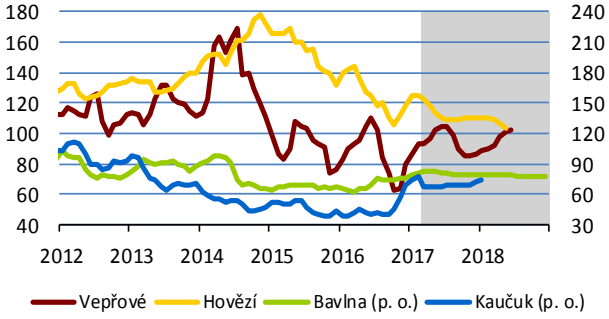
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85,4	89,8	82,4
2018	86,9	91,7	83,3

Potravinářské komodity



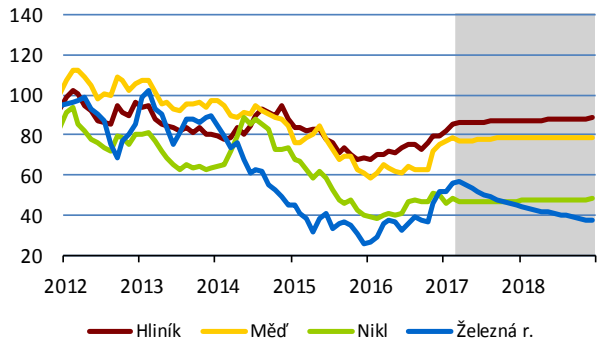
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	77,0	86,5	80,0	96,6
2018	87,2	92,5	85,4	95,5

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	93,9	114,3	80,7	69,5
2018	95,2	108,1	78,6	74,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	86,1	77,8	46,9	50,9
2018	87,7	78,7	47,6	40,7

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.

Velikost reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD[1]

Zdá se, že po letech vzpamatovávání se z finanční a hospodářské krize začnou ekonomiky OECD v následujících letech opět dosahovat lepších ekonomických výsledků. Cílem příspěvku je z určitého nadhledu ukázat, že jejich schopnost bránit se případné další krizi (dluhové, měnové, bankovní) prostřednictvím měnověpolitických a fiskálních nástrojů je nicméně stále velmi oslabena. Prostor pro stabilizační reakci měnové a fiskální politiky v případě, že by došlo k takto pesimistickému vývoji, je v současnosti i blízké budoucnosti stále viditelně omezený u řady vyspělých zemí, zejména pak u některých zemí EU s méně efektivní fiskální disciplínou.[2] Aktuální výhledy napříč zeměmi OECD ukazují, že 34 nejvyspělejším zemím světa se daří směřovat své ekonomiky k takovému hospodářskému růstu, který odpovídá potenciálním možnostem jejich ekonomik. K uzavírání mezery výstupu dochází s inflací blízkou „ideální" 2% hodnotě. Nicméně, možný problém začíná mít jasnější kontury, pokud zároveň pohlédneme na současnou i očekávanou hladinu úrokových sazeb v zemích OECD. Jejich hodnota je stále v řadě zemí i na střednědobých výhledech blízká nule (sazby peněžního trhu), což není stav, který by umožňoval komfortní provádění měnové politiky konvenční cestou (pomocí změn úrokových sazeb), ale ani udržování finanční stability. Úrokové sazby blízké nule jsou navíc jistou mírou dopingu pro fiskální politiku, neboť umožňují výpůjčky za nižší než obvyklý úrok, což do jisté míry zkrášluje pohled na současný stav veřejných financí. Ten je však i přesto v řadě zemí OECD napjatý, ekonomiky jsou předlužené a jejich citlivost na změny úrokových sazeb je poměrně vysoká. Proto nebude návrat ke kladným reálným úrokovým sazbám (alespoň ve výši 1 %) pro vyspělé ekonomiky jednoduchý. Tyto úrokové sazby jsou nicméně nezbytné k vytvoření monetárního prostoru, který umožní případnou stimulační reakci měnové politiky konvenční cestou, aniž by to negativně postihlo fiskální disciplínu jednotlivých zemí. Její ohrožení by zvýšilo riziko insolvence předlužených zemí, což by navíc mohlo vyvolat dominový efekt a stáhnout do dluhové pasti i ty země, které se pohybují na hranici fiskální udržitelnosti.

1 Posuzování rovnovážnosti a udržitelnosti ekonomického vývoje

Vyhodnocení míry rovnovážnosti ekonomického vývoje se nejčastěji provádí srovnáním aktuálně a v blízké budoucnosti dosahovaných hodnot s odhadovaným rovnovážným vývojem odpovídajícím standardním makroekonomickým konceptům, ideálně simultánně získaných a posuzovaných[3]. Vedle toho existují určité dlouhodobé ustálené stavy ekonomiky, kdy je ekonomika v rovnováze (steady state) a kolem kterých střednědobé rovnováhy (equilibrium) oscilují. Přibližná znalost těchto rovnovah nám umožňuje ze zvoleného úhlu pohledu vyhodnotit, do jaké míry je daná ekonomika vzdálena od své dlouhodobé rovnováhy, tj. obecného „ideálního" vývoje.[4] Tento ideál lze podle názoru autora velmi zjednodušeně vyjádřit trojkombinací „og $\wedge$ π $\wedge$ i", tj. trojkombinací mezery výstupu (og), rovnovážného inflačního vývoje (π) a výše nominálních úrokových sazeb (i).[5] Mezera výstupu, která umožňuje určit hypotetickou vzdálenost vývoje hrubého domácího produktu od své rovnovážné úrovně, tj. míru „podchlazení" nebo „přehřátí" dané ekonomiky, by měla být v ideálním stavu nulová, přičemž se dá nepřímo předpokládat, že jí bude v průměru dosaženo při 2% ekonomickém růstu (g). Dále, za rovnovážný inflační vývoj lze chápat dosahování míry inflace ve výši 2 %, na čemž panuje všeobecné shoda napříč ekonomickými teoretiky i praktiky z řad centrálních bankéřů. Rovnovážné reálné úrokové sazby (r) by měly být „v normálních dobách" kladné napříč jednotlivými splatnostmi výnosové křivky, tj. zhruba odpovídající růstu důchodu nebo HDP na obyvatele.[6]

Pohled na Graf 1 a 2 nás vrací od akademických úvah zpět do reality, a to ke skutečnému vývoji mezery výstupu od počátku nového milénia. Její výše byla napříč zeměmi OECD odhadnuta pomocí jednoduché filtrace dle Hodrick-Prescottova (HP) filtru, a to s využitím aktuálních prognóz reálného HDP zemí OECD

[1] Autorem je Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

[2] Článek volně navazuje na práci Komárek (2016) ze září 2016 o uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí, práci Benecká, Břízová a Komárek (2017) z ledna 2017 zabývající se fenoménem rovnovážných reálných úrokových sazeb z pohledu dočasnosti nebo trvalosti jejich poklesu a práci Komárek a Žďárský (2016) o změnách globálních nerovnovah ve světové ekonomice.

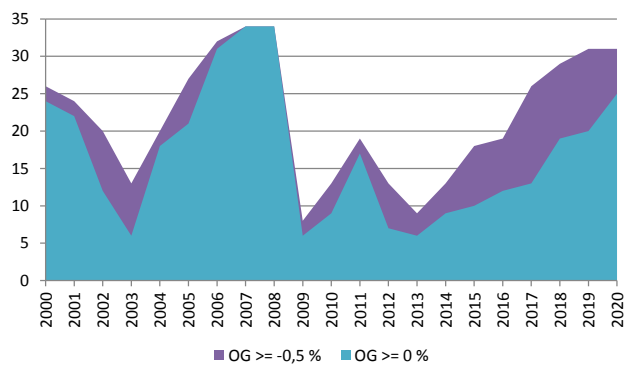
[3] Mezi další dílčí koncepty, jež umožňují rovněž vyhodnotit rovnovážnost ekonomického vývoje, lze řadit např. NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) nebo její „sesterskou" NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment), rovnovážný měnový kurz, resp. všechny další koncepty dílčích rovnovah.

[4] Optikou Walrasova modelu všeobecné rovnováhy mají ostatní zde uvedené koncepty povahu dílčích rovnovah. Léon Walras jako první sestavil komplexní model, tj. soustavu simultánních rovnic rovnováhy na jednotlivých trzích (směna, výroba, kapitál a peníze) za předpokladu dokonalé konkurence, přičemž ekonomika se dle toho pojetí nachází v rovnováze právě tehdy, když jsou v rovnováze všechny její dílčí trhy.

[5] Toto porovnávání vyžaduje abstrakci od reálných zpoždění a přizpůsobovacích mechanismů, které se v reálné ekonomice vyskytují, od kterých však lze dle názoru autora ve střednědobém horizontu odhlížet.

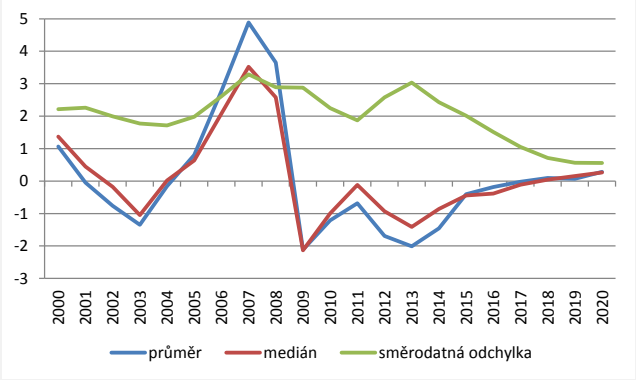
[6] Od konceptů rovnovážnosti je vhodné odlišit koncepty udržitelnosti, jako je např. simulace takového salda běžného účtu platební bilance, jež neohrožuje dosahování vnější rovnováhy ekonomiky, ale i kritéria deficitu a dluhu, která např. nepodvazují ekonomický růst.

v domácí měně.[7] Graf 2 přináší pozitivní zprávu, neboť se zdá, že již letos budou mít země OECD v průměru mezeru výstupu uzavřenu, a to při snižujících se rozdílech napříč jednotlivými zeměmi (klesající směrodatná odchylka). Graf 1 pak tuto pozitivní zprávu dále potvrzuje, když ukazuje, že počet zemí, které budou mít při daných kritériích mezeru výstupu z části nebo zcela uzavřenu, se bude nadále zvyšovat.



Graf 1 Počet zemí OECD s mezerou výstupu dle daného kritéria

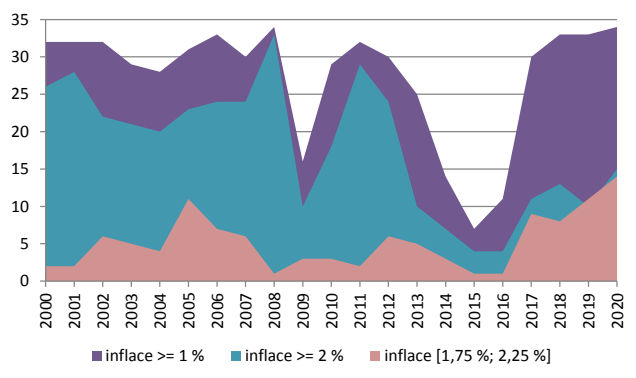
Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování
Pozn.: počet zemí OECD



Graf 2 Mezera výstupu v zemích OECD

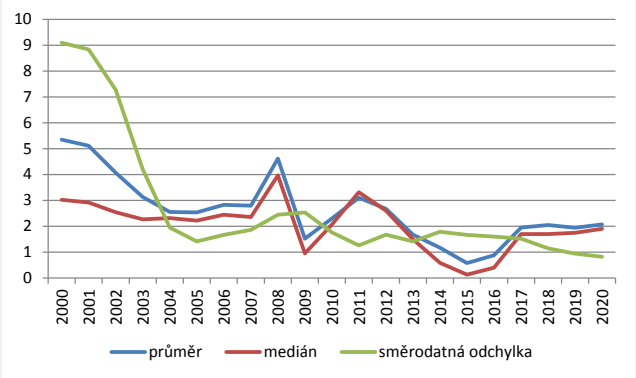
Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování
Pozn.: v procentech (průměr, medián)

Odhady potenciálního produktu lze spárovat s tím, kolik zemí OECD v současnosti a na výhledech do roku 2020 vykáže spotřebitelskou inflaci blízko 2% hodnoty, tj. úrovně inflace odpovídající všeobecně přijímané definici cenové stability ve vyspělých zemích (Graf 3). Při pohledu na vývoj inflace od roku 2000 (Graf 4) vidíme snížení její průměrné úrovně v druhé dekádě nového milénia oproti dekádě první, kdy se ještě pohybovala vesměs nad 2% úrovní. Pokles inflace v poslední dekádě byl však až příliš hluboký, a to jak vlivem hospodářské recese v postlehmanovském období, tak i vlivem pozitivního nabídkového šoku v podobě poklesu ceny ropy, jenž působil na snížení cen mnoha výrobků a poskytnutých služeb. Pozitivní zprávou tak je, že po období několika minulých let, kdy byla průměrná i mediánová hodnota inflace ve vyspělých zemích blízká nule (s nepřehlédnutelnou skupinou zemí se zápornou inflací), nyní dochází k viditelnému dotahování inflace zdola k pomyslnému 2% ideálu. Zároveň se rozdíly v inflačním vývoji napříč zeměmi OECD v posledních letech opět snižují, což je dobrou zprávou z pohledu stabilizace inflačního, ale i obecného vývoje.



Graf 3 Počet zemí OECD s inflací dle daného kritéria

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování
Pozn.: počet zemí OECD



Graf 4 Inflace v zemích OECD

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování
Pozn.: v procentech (průměr, medián)

Z vývoje inflace a mezery výstupu by se mohlo zdát, že se ekonomiky OECD dostávají do stavu, kdy na konci roku 2020 by měly téměř všechny vykazovat inflaci poblíž 2 % a dynamiku hospodářství na úrovni svých potenciálních produktů, avšak při nominálních úrokových sazbách blízkých nule, resp. záporných úrokových sazbách. Vyjádřením zjednodušené trojkombinace to navozuje otázku, jak se bezpečně dostat, resp. přiblížit ze stavu „0 ∧ 2 ∧ 0" (mezera výstupu ∧ míra inflace ∧ výše nominální úrokové sazby) do stavu „0 ∧ 2 ∧ 4", nebo alespoň „0 ∧ 2 ∧ 3", který by znamenal při uzavřené mezeře výstupu dosahování 2%

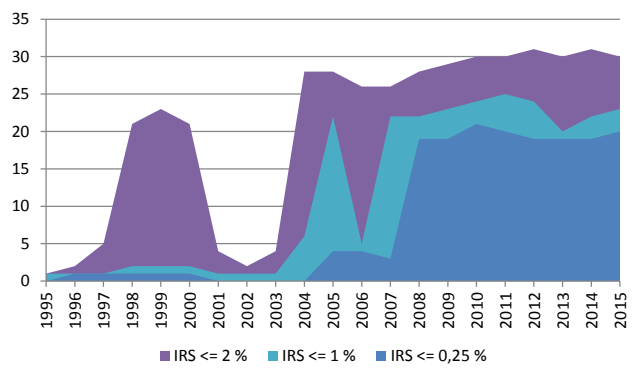
[7] Odhady byly provedeny na datovém souboru 2000-2022, což umožnilo alespoň „odsunout" známé koncové zkreslení (end-point bias), které vzniká při aplikaci výpočtu potenciálního produktu pomocí HP filtru.

inflace a kladných reálných úrokových sazeb v 2% nebo alespoň 1% výši.[8] Samozřejmě, názory podpořené empirickými nebo teoretickými argumenty se mohou lišit ohledně výše reálných úrokových sazeb v rovnovážném stavu, nicméně by mělo platit, že v „normálním světě" jsou úrokové sazby kladné, a to jak nominální, tak i reálné.

Jak je ukázáno dále, vlivem reakcí monetární a fiskální politiky na důsledky finanční krize je v současnosti tzv. monetární i fiskální „prostor" v mnoha zemích OECD z velké části vyčerpán, což může komplikovat případnou stabilizační reakci v dohledné budoucnosti. Ta bude více než kdy v minulosti vyžadovat vyšší míru koordinace mezi monetární, fiskální a případně makroobezřetnostní autoritou, neboť riziko opětovného návratu k používání nekonvenčních politik zůstává vysoké. Jistou dílčí nadějí je v současnosti zrychlující inflační vývoj ve většině zemí OECD, který by mohl vytvořit alespoň část potřebného prostoru pro návrat k vyšší hladině nominálních a potažmo reálných úrokových sazeb.

2 Manévrovací prostor pro měnovou politiku

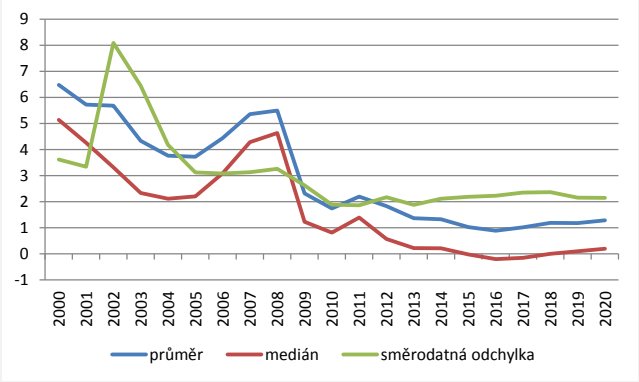
Výše sazeb peněžního trhu, které se nacházejí lehce nad úrovní měnověpolitických sazeb centrálních bank, je stále velmi nízko, resp. aktuálně kolem svého minima (Graf 5 a 6). Centrální banky řady zemí OECD byly nuceny přistoupit k využití nekonvenčních nástrojů, neboť ty tradiční, zejména úrokové sazby, narazily před několika lety na své dno, nebo se dokonce z části dostaly do negativního teritoria. Jak je vidět z grafu 5, zhruba dvě třetiny zemí OECD by dle aktuálních výhledů měly mít i v následujících letech úrokové sazby peněžního trhu nižší než 0,25 p. b., což není situace odpovídající komfortnímu provádění měnové politiky. Tento výsledek je nicméně zkreslen tím, že 19 zemí eurozóny, jejichž sladěnost se v čase spíše snížila (ČNB, 2016), má určovánu měnovou politiku jednotně, tj. Evropskou centrální bankou. Již dvě realizovaná zvýšení úrokových sazeb amerického Fedu by však mohla být tím pomyslným spouštěčem procesu normalizace měnové politiky.



Graf 5 Počet zemí OECD s krátkodobými úrokovými sazbami dle daného kritéria ≈ Krátkodobý úrokový prostor

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: počet zemí OECD se sazbami peněžního trhu menšími než 2 %, 1 % a 0,25 %



Graf 6 Krátkodobé úrokové sazby v zemích OECD

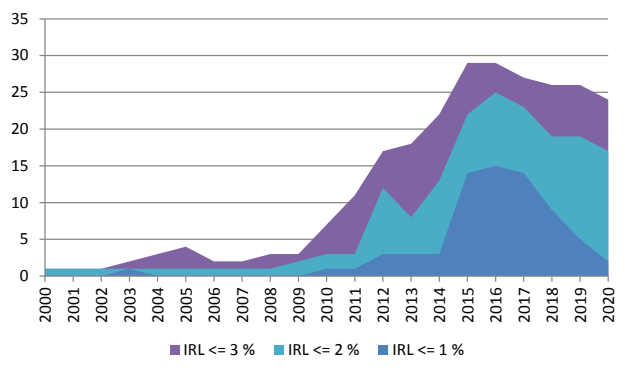
Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: v procentech (průměr, medián)

Obdobný obrázek přináší pohled na dlouhodobé nominální úrokové sazby (Graf 7 a 8), které jsou sice v průměru za země OECD úrovňově mírně výše než sazby peněžního trhu, ale ne dostatečně výše k tomu, aby jejich aktuální výhledy odpovídaly „normálnímu" (rostoucímu) tvaru výnosové křivky[9], kdy s rostoucí délkou splatnosti roste úroková sazba. Současná, ale i do roku 2020 očekávaná hodnota úrokových sazeb vede k poznání, že případná další potřeba uvolnění měnové politiky nebude moci vyloučit nekonvenční cesty tohoto uvolnění ve formě kvalitativního a kvantitativního uvolňování, negativních úrokových sazeb, oslabení měny formou devizových intervencí, atd.

[8] Tento endogenní proces by se měl posunovat k vyšším hladinám úrokových sazeb tak, aby zároveň nedocházelo k rozvolnění ukotvenosti inflačních očekávání ekonomických agentů a nepodkopávání ekonomického růstu.

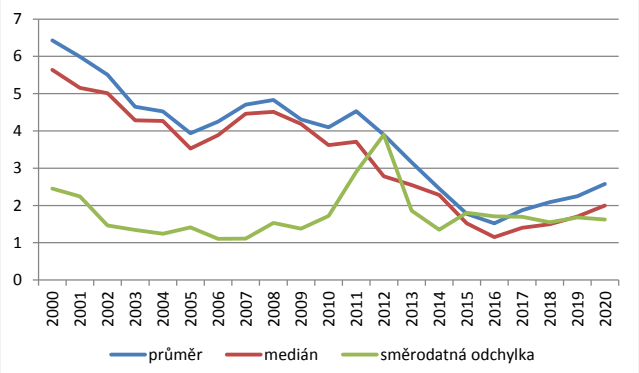
[9] Měření neutrální korunové výnosové křivky je součástí výzkumného projektu České národní banky C7/16 Komárková a kol. Long-term Yield Decomposition: The Analysis of the Czech Goverment Yield Curve s přepokládaným výstupem na konci roku 2017.



Graf 7 Počet zemí OECD s dlouhodobými úrokovými sazbami dle daného kritéria ≈ Dlouhodobý úrokový prostor

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: počet zemí OECD se sazbami peněžního trhu menšími než 3 %, 2 % a 1 %; pro nedostupnost dat vyloučeno Turecko



Graf 8 Dlouhodobé úrokové sazby v zemích OECD

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: v procentech (průměr, medián); pro nedostupnost dat vyloučeno Turecko

Navíc se současná světová ekonomika vyznačuje spíše tlaky působícími ve směru nižší dynamiky cen. To je dle názoru autora dáno vysokou mírou globalizace a dělbou práce založenou na bázi teorie komparativních výhod[10], silným tlakem na produkci s co nejnižšími náklady (přesuny výrob[11]), možnou skrytou preferencí nižších cen, na kterou je často navázána nižší kvalita a životnost produktů poptávaných spotřebiteli, atd.

Dostat se ve vyspělých zemích zpět alespoň k realistické trojkombinaci „0 ∧ 2 ∧ 3" (cca 2% růst reálného HDP při uzavřené mezeře výstupu ∧ 2% míra inflace ∧ 3% výše nominální úrokové sazby), tak nebude jednoduché, jak z měnového, tak fiskálního hlediska. Situaci komplikuje i předluženost řady vyspělých zemí, které budou na případný nárůst úrokových sazeb velmi citlivé, což bude implikovat ztížený návrat k udržitelným úrovním vládního dluhu. Mimo výše uvedená dilemata dochází k simultánnímu endogennímu procesu, kdy zvyšování nominálních úrokových sazeb působí – za jinak nezměněných podmínek – na snižování hospodářského růstu v krátkém až střednědobém horizontu a snižování míry inflace.[12]

3 Manévrovací prostor pro fiskální politiku

Reakční prostor hospodářské politiky však nezahrnuje jen opatření monetární politiky kombinované s makroobezřetnostní politikou usilující o zachovávání stability finančního systému. Ta by se o něj měla rovnocenně a kooperativně dělit s politikou fiskální. Z níže uvedených čtyř grafů (Graf 9 až 12) je patrný vývoj dvou nejpoužívanějších fiskálních ukazatelů, tj. poměru deficitu a dluhu k vytvořenému HDP. Ty jsou v evropském kontextu známy, při zvolených omezujících podmínkách (maximálně přípustný 3% vládní deficit k HDP, resp. 60% dluh k HDP), jako tzv. maastrichtská fiskální kritéria, která lze obecně aplikovat spíše jako kritéria udržitelnosti fiskální politiky, než její rovnovážnosti. Fiskální politika je obecně považována za udržitelnou, jestliže se současná hodnota budoucích primárních přebytků rovná současné výši dluhu.[13]

Z Grafu 9 je patrné, že zlepšující se výkonnost ekonomik OECD povede ke snížení počtu zemí, které hospodaří s deficitem vyšším než 3 % HDP. Tento vývoj by mohl dát naději, že bude vlivem solidního ekonomického růstu a určitých synergických efektů docházet ke snižování dluhové zátěže, zejména u těch zemí, kde hodnota dluhu výrazně přesahuje hranici 60 % HDP.

Výše snesitelné a ekonomiku nepodvazující dluhové zátěže je však pro každou zemi odlišná. Závisí na řadě faktorů, které formují velikost maximální únosné nebo udržitelné zátěže. Tato kritická výše dluhu odráží aktuální výši zadlužení, skladbu věřitelů, rating země, výši efektivní úrokové sazby, za kterou si daná země je schopna obstarat finanční zdroje na finančních trzích, strategii řízení vládního dluhu, atd.[14]

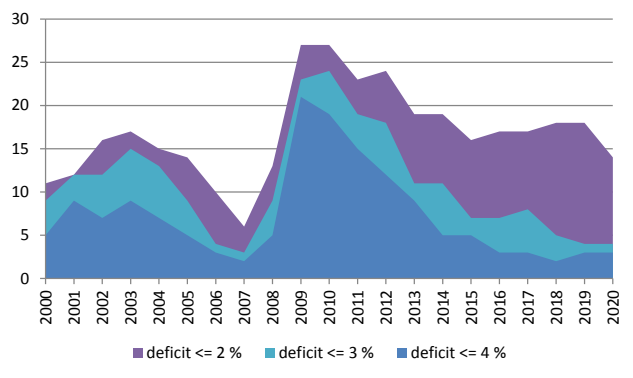
[10] Viz David Ricardo (1772–1823), který poukazoval na výhody volného obchodu a jeho výhodnost demonstroval právě na komparativních výhodách.

[11] Vyšší politická a vojenská nestabilita však v posledních několika letech nenahrávají procesu přenosu výrob do lokalit s nižší cenou práce.

[12] S rostoucím časovým obdobím roste shoda – napříč jednotlivými ekonomickými školami – na neutralitě měnové politiky, tj. (ne)schopnosti ovlivnit reálné veličiny.

[13] Krejdl (2006) představil několik ukazatelů udržitelnosti veřejných financí, které se liší podle toho, jak blízko jsou definici udržitelnosti (mezera nekonečného a konečného horizontu), zda berou v úvahu budoucí vývoj výdajů (primární mezera a daňová mezera) a jaká je cílová hodnota dluhu na konci konečného horizontu.

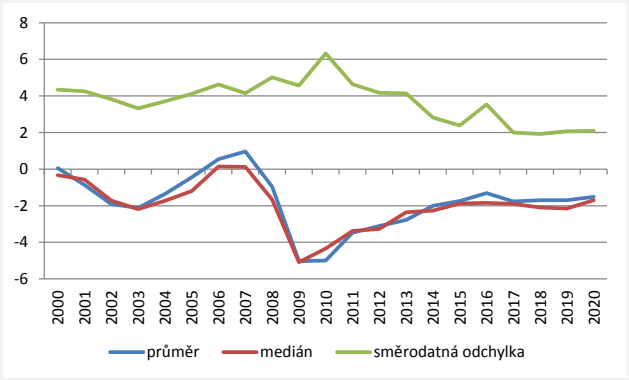
[14] V popularizačně-neformální rovině lze situaci s udržitelností veřejných financí, kdy lze jen velmi těžce ex ante odhadnout maximální míru nedestruktivního zadlužení, tj. takovou úroveň, která nedestabilizuje ale i nepodvazuje ekonomiku,



Graf 9 Počet zemí OECD s vládním deficitem dle zvoleného kritéria

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: počet zemí OECD s deficity vládního dluhu k HDP menšími než 2 %, 3 % a 4 %

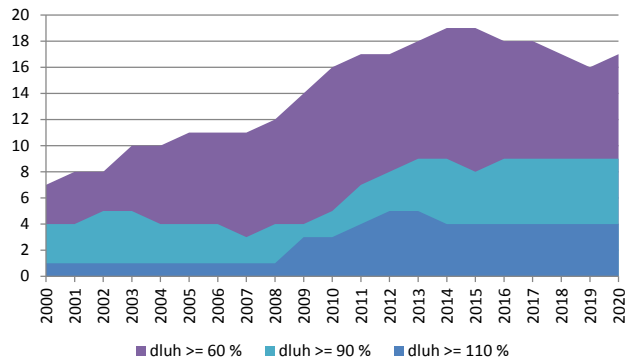


Graf 10 Vládní deficit v zemích v zemích OECD

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: v procentech (průměr, medián)

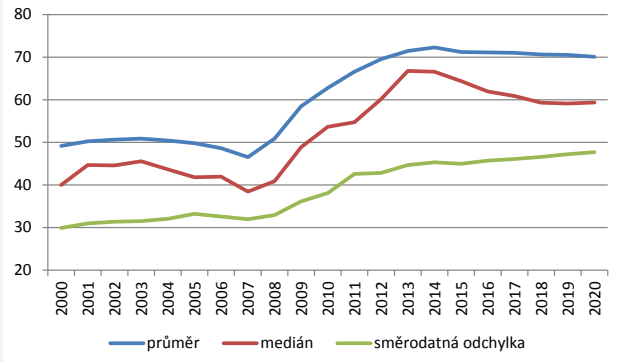
Jak již bylo naznačeno výše, fiskální prostor využitelný pro případnou hospodářskopolitickou reakci bude v následujících letech viditelně nižší, než třeba na počátku nového milénia, kdy pomyslné kritérium dluhu nesplňovalo 7 zemí, tj. o 11 méně než v současnosti (Graf 11). Navíc, a to je pro případný příchod krizového období podstatnější, 9 zemí OECD dosahuje v současnosti dluhu vyššího než 90 % HDP, což je dle řady ekonomů hraniční úroveň. Zde lze např. upozornit na práci Checerita-Westphala a Rothera (2010) nebo Bauma a kol. (2012), kteří prokázali negativní vliv úrovně vládního dluhu na ekonomický růst, již pokud se dluh pohybuje mezi 90–100 % v poměru k HDP. Podrobněji odhadli podobná kritéria i Cecchetti, Mohanty a Zampolli (2010), kteří navíc rozlišili, že ekonomický růst je podvazován, když vládní dluh, ale i dluh domácností je vyšší než 85 % HDP a dluh nefinančních podniků vyšší než 90 % HDP.



Graf 11 Počet zemí OECD s vládním dluhem dle zvoleného kritéria

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: počet zemí OECD s vládními dluhy k HDP menšími než 60 %, 90 % a 110 %



Graf 12 Vládní dluh v zemích v zemích OECD

Zdroj: OECD a The Economist (E.I.U.), vlastní zpracování

Pozn.: v procentech (průměr, medián)

Mohlo by se zdát, že zde existuje nevyužitý prostor pro fiskální stimul mezi 60% poměrem vládního dluhu k HDP (což odpovídá max. toleranci dle maastrichtského fiskálního kritéria) a zhruba 90% poměrem dluhu uvedeným výše. Ale není tomu tak úplně. I při výši dluhu odpovídající 60–70 % HDP dochází k tomu, že se dlouhodobý fiskální multiplikátor převrací do záporných hodnot, což např. ve své práci empiricky prokázali Ilzetzki, Mendoza a Végh (2010). I z výše uvedených důvodů by tak bylo vhodné, kdyby se v období normalizace hospodářských politik zvýšila koordinace měnové, fiskální a případně makroobezřetnostní politiky[15] tak, aby směřování k alespoň realistické kombinaci „0∧2∧3" bylo efektivní, ba dokonce vůbec možné.

přirovnat k NTAK, tzv. Nohavicově teorii alkoholického kopce, jež zazněla ve filmu Rok ďábla (2002) *(Jaromír Nohavica *1953, český folkový písničkář, textař, libretista, osobitý zpěvák, skladatel a kytarista).*

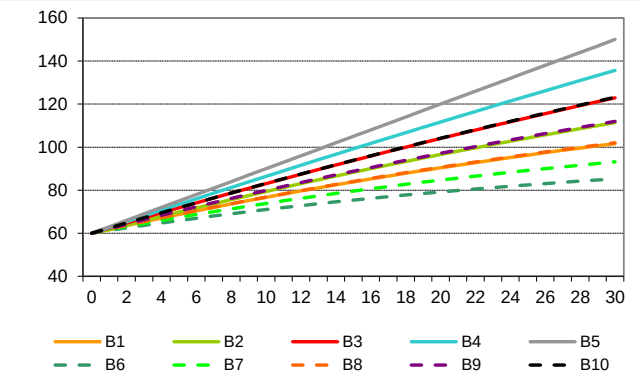
[15] Viz Frait a kol. (2011).

4 Místo závěru: Jak málo stačí k plíživé destabilizaci ekonomiky?

Předpokládejme, že se hypotetická ekonomika bude vyvíjet dle parametrů, které jsou uvedeny v Tabulce 1. V tomto velmi zjednodušeném ilustračním příkladu je shodně předpokládáno, že daná ekonomika bude udržovat po dobu 30 let spotřebitelskou inflaci na 2% inflačním cíli (úspěšná měnová politika), při velikosti primární bilance (PB) odpovídající udržitelnosti veřejných financí dle maastrichtského kritéria deficitu vládního dluhu ve výši 3 % HDP (relativně úspěšná fiskální politika). Dále variantně předpokládáme, že tato ekonomika bude vykazovat buď solidní reálný hospodářský růst (g) ve výši 2 %, nebo dokonce robustní růst reálného HDP ve výši 3 % po celé 30leté období, avšak při rozdílných předpokladech o výši reálné úrokové sazby (r)[16]. Ta je uvažována v rozmezí od 0 % do 2 % a určuje zde primárně náklady na obsluhu dluhu. Tyto zvolené parametry nám pak vedle vývoje příjmů (T) a výdajů (E) vlády se zohledněním výchozí absolutní velikosti dluhu (B), zvolené opět na úrovni plnění maastrichtského kritéria ve výši 60 % HDP, umožní ilustrovat, jak se dluhová zátěž, resp. fiskální zranitelnost bude během sledovaného období vyvíjet. Níže uvedený jednoduchý učebnicový vztah[17] nám pomůže určit, jakou trajektorii dluhu (B1 až B10) lze během zvoleného období očekávat, a odpovědět na otázku, jak málo stačí k plíživé destabilizaci ekonomiky v delším horizontu.

$$\underbrace{\frac{B_t}{Y_t}-\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}}_{\Delta\ dluhu}=\underbrace{\underbrace{(r_t-g_t)}_{RG\ diferenciál}\left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)}_{úrokové\ náklady\ dluhu}+\underbrace{\frac{(E_t-T_t)}{Y_t}}_{primární\ bilance}$$

Z rovnice je patrné, že výše dluhu v poměru k HDP a jeho změna (tzv. dluhová dynamika) závisí na výchozí výši dluhu (B), reálné úrokové míře (r), růstu reálného produktu (g) a fiskální politice promítající se ve výsledném saldu primární bilance v poměru k HDP (PB=$(E_t-T_t)/Y_t$). Hodnota salda primární bilance vyjadřuje (po očištění od nákladů dluhové služby), zda byl vládní rozpočet sestaven s přebytkem (PB<0) či deficitem (PB>0). Pro dluhovou dynamiku je klíčový tzv. RG diferenciál (RG=r-g). Za předpokladu vyrovnaného rozpočtu (PB=0) platí, že je-li (r) dlouhodobě nižší než (g), dluh v poměru k HDP se snižuje a konverguje k udržitelné úrovni. Tato situace je označována za stabilní dluhovou dynamiku. Naopak v případě dlouhodobě vyššího (r) než (g) výše dluhu diverguje od udržitelné úrovně. V extrémních případech, při dlouhodobém trvání kladného RG diferenciálu nebo jeho skokovém nárůstu, může dojít až k explozi dluhové dynamiky. Pro případné přizpůsobení fiskální politiky je klíčovou proměnnou primární bilance, která odráží to, zda fiskální politika působí na zpomalení nebo zrychlení ekonomiky.



Graf 13 Trajektorie poměru nominálního vládního dluhu k HDP hypotetické ekonomiky při počáteční 60% úrovni dluhu k HDP

Zdroj: vlastní zpracování
Pozn.: v procentech HDP

Dluhová trajektorie	Růst HDP (g)	CPI inflace (π)	Reálná úroková sazba (r)	Primární bilance (PB)
B1	**2**	2	0	3
B2	**2**	2	0,5	3
B3	**2**	2	1	3
B4	**2**	2	1,5	3
B5	**2**	2	2	3
B6	**3**	2	0	3
B7	**3**	2	0,5	3
B8	**3**	2	1	3
B9	**3**	2	1,5	3
B10	**3**	2	2	3

Tabulka 1 Varianty předpokladů o vývoji hypotetické ekonomiky

Zdroj: vlastní zpracování
Pozn.: v procentech, PB=E-T, tj. kladné číslo vyjadřuje deficit

Pro stabilizaci výše dluhu k HDP musí být vykázán přebytek primární bilance ve výši úrokových nákladů obsluhy dluhu. V případě vykázání deficitu primární bilance je dluh udržitelný za podmínky r<g.[18] Tuto podmínku však nelze chápat ve smyslu optimálního fiskálního pravidla, neboť z podstaty své konstrukce má procyklický charakter, což je v rozporu s tradičním úsilím o úlohu fiskální (ale i monetární) politiky. Jestliže již je dluh na hranici udržitelnosti a vláda prováděním konsolidační fiskální politiky usiluje o snížení dluhu, pak to za podmínky negativního RG diferenciálu (r<g) znamená nutnost sestavení vyrovnaného rozpočtu.

[16] Pro diskusi fenoménu rovnovážných reálných úrokových sazeb viz Benecká a kol. (2017).

[17] Pro popis pokročilejšího přístupu udržitelnosti veřejných financí viz Komárková a kol. (2013).

[18] Jedná se však o podmínku nutnou, nikoli postačující. Aby byl deficit PB udržitelný, musí pro jeho výši platit -(r-g)*(B/Y)≥PB.

Ve chvíli, kdy se ekonomická výkonnost zhorší a RG diferenciál se vrátí do kladných hodnot, stabilizační úsilí vlády naváže na novou nižší úroveň dluhu. Výsledky jednoduchých propočtů ukazují, že 8 z 10 představených variant vývoje dluhu dosáhne během 30 úrovně let dluhu vyššího než je 100 % HDP, přičemž dluhová trajektorie B5 (2% tempo růstu HDP při 2% reálné úrokové sazbě) ukazuje na konci sledovaného období dokonce téměř 150% výši dluhu k HDP.

Vzájemné simultánní ovlivňování jednotlivých proměnných (tzv. endogenita) majících vliv na dluhovou dynamiku vyplývá ze skutečnosti, že vysoký dluh ovlivňuje zpětně jak dlouhodobé úrokové sazby (které jsou přes tvar výnosové křivky spojeny se sazbami krátkodobými), tak ekonomický růst. Vliv vysokých deficitů na dlouhodobé sazby je nejčastěji vysvětlován v kontextu neoklasické teorie úspor, kdy deficitní hospodaření vlády snižuje míru úspor a zvyšuje agregátní poptávku, což v důsledku vyšší nabídky vládních dluhopisů tlačí na růst úrokových sazeb. V situaci, kdy je vysoký veřejný dluh doprovázen slabým ekonomickým růstem, navíc působí na růst úrokových sazeb nedůvěra trhů ohledně jeho budoucího splácení, která se promítá do vyšší kreditní prémie vládních dluhopisů. V souvislosti s vlivem vysokého dluhu na ekonomický růst ekonomická teorie předpokládá, že v dlouhém období vytlačuje vládní spotřeba soukromé investice, což se odráží ve slabším výkonu ekonomiky.

Uvedená simulace naznačuje, že i relativně pozitivní vývoj v oblasti reálné ekonomiky může být v delším časovém horizontu zastíněn vývojem situace na finančních trzích (výše reálné efektivní sazby), a tak celkově hodnocen jako zřetelně neuspokojivý. Výše uvedené trendy totiž vychází na povrch až v delším časovém horizontu, než je obvyklý horizont měnové politiky (horizont nejúčinnější transmise) i fiskální politiky (volební cyklus).

Zdroje

Baum, A. - Checherita-Westphal, Ch. – Rother, P. (2012): Debt and Growth. New Evidence for the Euro Area. ECB Working Paper No. 1450, July 2012.

Benecká, S. – Břízová, P. – Komárek, L. (2017): Fenomén rovnovážných reálných úrokových sazeb – dočasnost nebo trvalost jejich poklesu? Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, leden 2017, s. 13–20.

Cecchetti,S. – Mohanty, M. S. – Zampolli, F. (2010): The future of public debt: prospects and implications BIS Working Papers, No. 300.

Česká národní banka (2016): Analýzy stupně ekonomické sladěnosti České republiky s eurozónou. In.: Komárek, L. – Benecká, S. (část D1): Analýza ekonomické soudržnosti eurozóny, s. 17–21.

Frait, J. – Komárková, Z. – Komárek, L. (2011): Monetary Policy in a Small Economy after Tsunami: A New Consensus on the Horizon? Czech Journal of Economics and Finance - Finance a úvěr. Vol. 61, Issue 1, 5–33.

Checherita-Westphal, Ch. – Rother, P. (2010): The impact of high and growing government debt on economic growth an empirical investigation for the euro area. ECB Working Paper No. 1237, August 2010.

Ilzetzki, E. Mendoza, E. G. – Végh, C. A. (2010): How Big (Small?) are Fiscal Multipliers? NBER Working Paper, No. 16479.

Komárek, L. (2016): Uzavírání mezery výstupu v zemích OECD v současném nízkoinflačním prostředí. Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, září 2016, s. 11–14.

Komárek, L. a Žďárský, V. (2016): Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice. Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, únor 2016, s. 11–20.

Komárková, Z. – Dingová, V. – Komárek, L. (2013): Fiskální udržitelnost a finanční stabilita. Česká národní banka. Zpráva o finanční stabilitě 2012/13.

Krejdl, A. (2006): Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability. Czech National Bank. Working paper no. 3.

Komárková, Z. – Kučera, A. – Dvořák, M. – Komárek, L. (2017): Long-term Yield Decomposition: The Analysis of the Czech Goverment Yield Curve. Czech National Bank. Working paper C7/16 (rozpracováno).

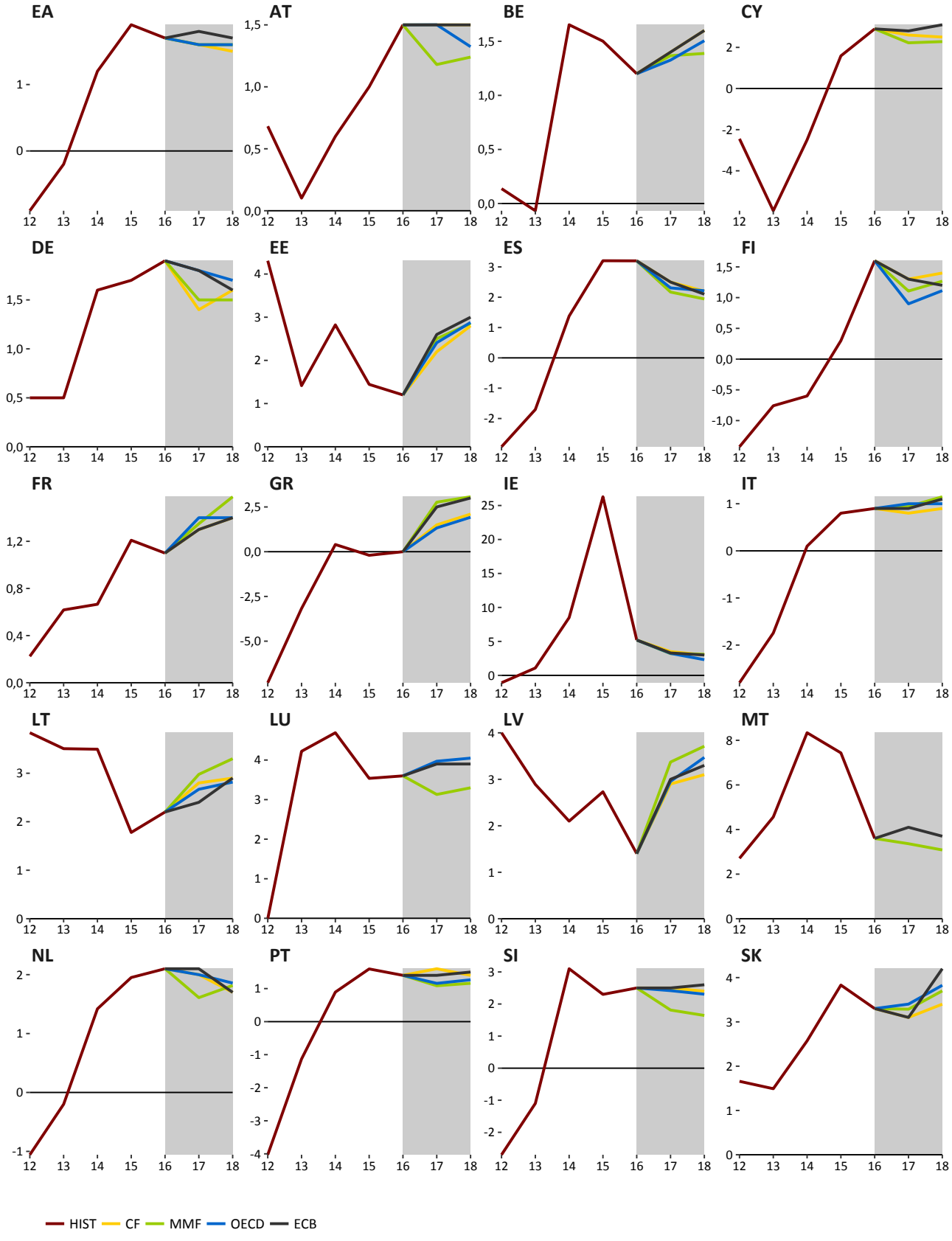
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/3 2017/2	+0,1	2017/1 2016/10	0	2017/3 2016/11	+0,1	2017/3 2016/12
DE	0	2017/3 2017/2	+0,1	2017/1 2016/10	+0,1	2017/3 2016/11	+0,2	2016/12 2016/6
US	-0,1	2017/3 2017/2	+0,1	2017/1 2016/10	+0,1	2017/3 2016/11	0	2017/3 2016/12
UK	+0,2	2017/3 2017/2	+0,4	2017/1 2016/10	+0,4	2017/3 2016/11	+0,6	2017/2 2016/11
JP	0	2017/3 2017/2	+0,2	2017/1 2016/10	+0,2	2017/3 2016/11	+0,2	2017/1 2016/11
CN	0	2017/3 2017/2	+0,3	2017/1 2016/10	+0,1	2017/3 2016/11	+0,2	2017/3 2017/1
IN	-0,1	2017/3 2017/2	-0,4	2017/1 2016/10	-0,3	2017/3 2016/11	+0,2	2017/3 2017/2
RU	+0,2	2017/2 2017/1	0	2017/1 2016/10	+0,3	2016/11 2016/6	0	2017/2 2017/1
BR	0	2017/2 2017/1	-0,3	2017/1 2016/10	0	2017/3 2016/11	0	2017/3 2017/1

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

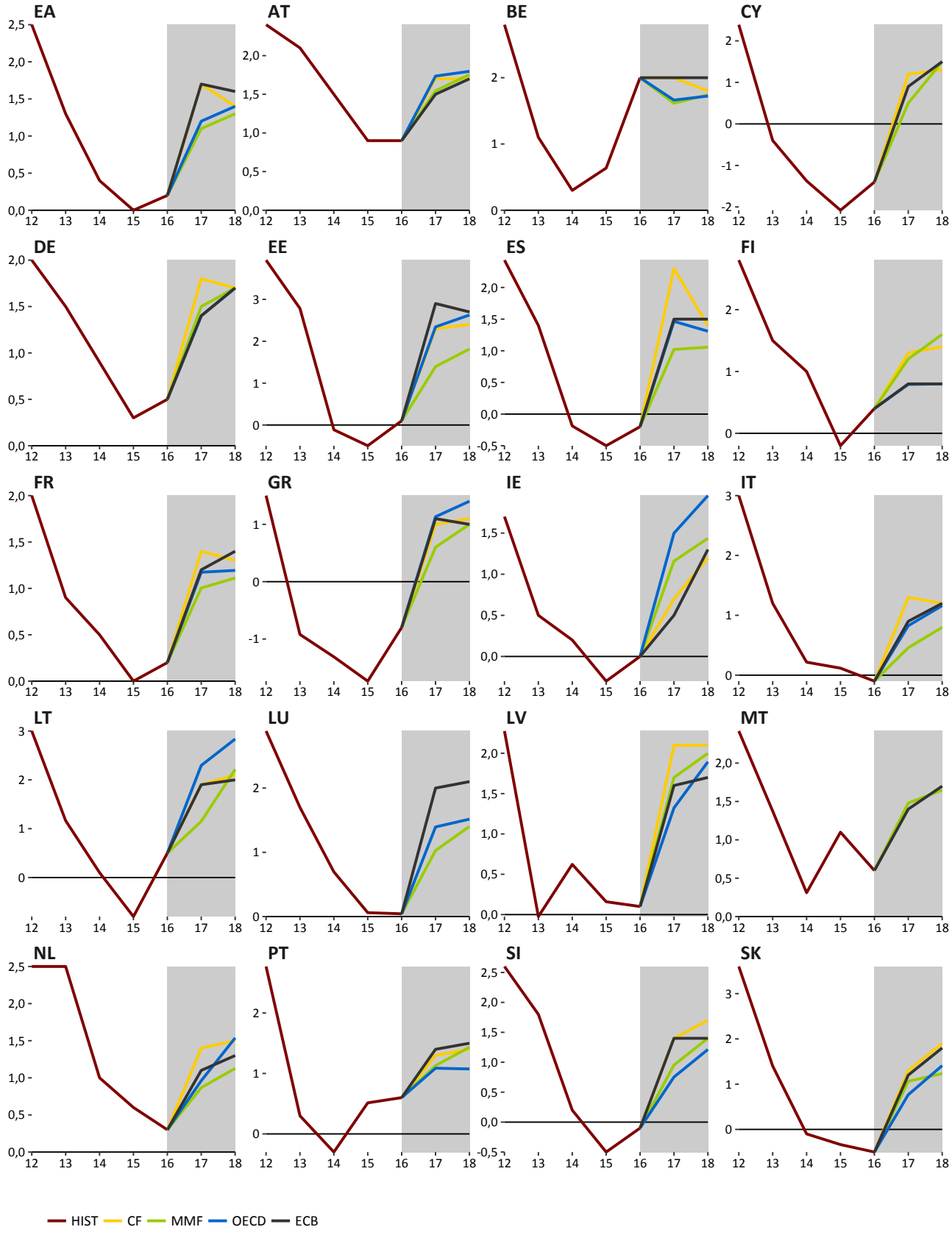
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2017/3 2017/2	0	2016/10 2016/4	0	2016/11 2016/6	+0,4	2017/3 2016/12
DE	0	2017/3 2017/2	+0,1	2016/10 2016/4	-0,1	2016/11 2016/6	-0,1	2016/12 2016/6
US	0	2017/3 2017/2	+0,8	2016/10 2016/4	-0,1	2016/11 2016/6	0	2017/3 2016/12
UK	0	2017/3 2017/2	+0,6	2016/10 2016/4	+0,8	2016/11 2016/6	0	2017/2 2016/11
JP	0	2017/3 2017/2	-0,7	2016/10 2016/4	-1,8	2016/11 2016/6	0	2017/1 2016/11
CN	0	2017/3 2017/2	+0,3	2016/10 2016/4	-0,8	2016/11 2016/6	+0,3	2017/3 2017/1
IN	-0,2	2017/3 2017/2	-0,1	2016/10 2016/4	+0,6	2016/11 2016/6	-0,7	2017/3 2017/2
RU	-0,3	2017/2 2017/1	-1,5	2016/10 2016/4	+0,6	2016/11 2016/6	-0,8	2017/2 2017/1
BR	-0,3	2017/2 2017/1	-0,7	2016/10 2016/4	+0,3	2016/11 2016/6	0	2017/3 2017/1

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 zkratek použitých v GEVu

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