

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ŘÍJEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Investiční pozice – souhrnný ukazatel čisté pozice země vůči zahraničí	13
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	19
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	19
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVu	22

Datum uzávěrky dat

13. října 2017

Sběr dat CF

9. října 2017

Datum publikace GEVu

20. října 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	Filip Novotný	Soňa Benecká	Iveta Polášková
Garant I. Shrnutí	Editorka II.1 Eurozóna II.4 Spojené království	II.2 Německo	II.3 Spojené státy III.1 Čína	II.5 Japonsko III.2 Indie
Oxana Babecká	Jan Hošek	Vladimír Žďárský		
III.3 Rusko III.4 Brazílie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity	VI. Zaostřeno na...		

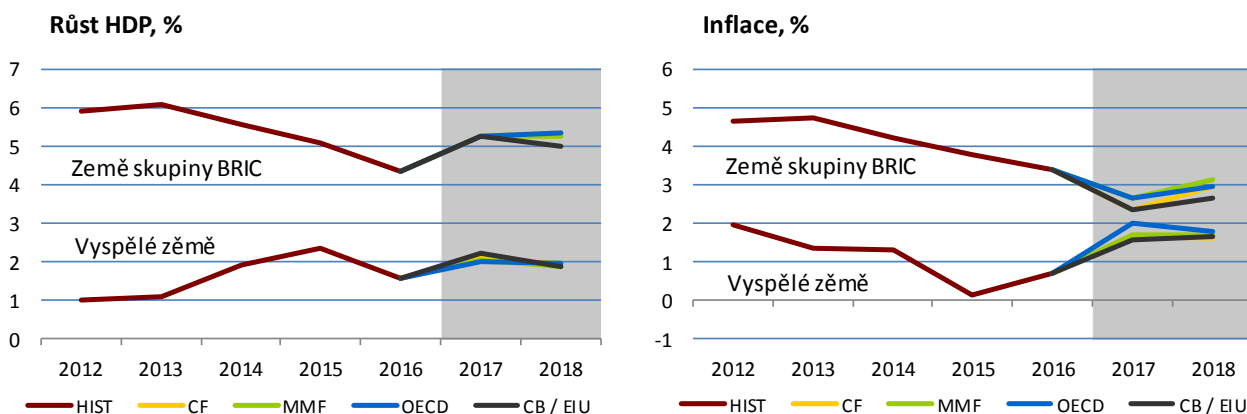
Říjnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle zaměřujeme naši pozornost na přiblížení informační hodnoty stojící za čistou investiční pozicí země vůči zahraničí. Ta je jedním z klíčových ukazatelů charakterizujících vnější rovnováhu dané ekonomiky. Článek se soustřeďuje především na představení minulého vývoje čisté investiční pozice a popis případných rizik v zemích EU. Jeho závěrem je pozitivní zjištění, že po odeznění hlavních projevů hospodářské a finanční krize je u zemí EU patrná většinová tendence ke zlepšování tohoto ekonomického ukazatele.

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

Zářijové výhledy přinesly snížení růstových vyhlídek pro indickou ekonomiku, k čemuž kromě loňské demonetizace přispělo i nedávné zavedení významné daňové reformy. I tak však její výhled růstu pro rok 2018 zůstává nad 7% hranicí při relativně nízké inflaci. V případě Číny došlo k lehkému zvýšení odhadované výkonnosti pro příští rok, nicméně rizika spojená s vývojem čínské ekonomiky přetrvávají. V případě výhledů pro méně dynamicky se rozvíjející země skupiny BRIC (Rusko a Brazílii) došlo v minulém měsíci k výraznější divergenci. Ruská ekonomika pokračuje v nastoupené růstové cestě, měla by se tak dostávat na dohled 2% hranice růstu HDP při inflaci lehce nad 4 %. Situace v brazilské ekonomice od minulého měsíce nedoznala výraznějších změn, pro letošní rok se předpokládá růst HDP jen o 0,4 % při inflaci blízké rovněž úrovni 4 %. Jistý, byť slábnoucí optimismus se stále předpokládá pro příští rok, kdy by mělo nastat viditelné oživení tamní ekonomiky doprovázené mírným růstem inflačních tlaků.

Výhledy krátkodobých úrokových sazeb v eurozóně se mírně zvýšily, tříměsíční sazby nicméně v ročním horizontu setrvávají na velmi nízkých a záporných hodnotách. V případě Spojených států lze očekávat, že tlaky na další růst úrokových sazeb polevují a jejich obnovení bude zřejmě aktuální až v samém závěru letošního roku. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu ještě mírně oslabit vůči euru a rupii. Na páru s jenem a rublem by měl zůstat zhruba stabilní, zatímco vůči ostatním měnám posílí, nejvíce vůči realu. Výhled průměrné ceny ropy Brent v ročním horizontu se oproti srpnovým výhledům lehce zvýšil na hodnotu 53,5 dolaru za barel. Ceny neenergetických surovin by se měly v následujících 12 měsících mírně zvyšovat, a to zejména vlivem cen potravinářských komodit.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

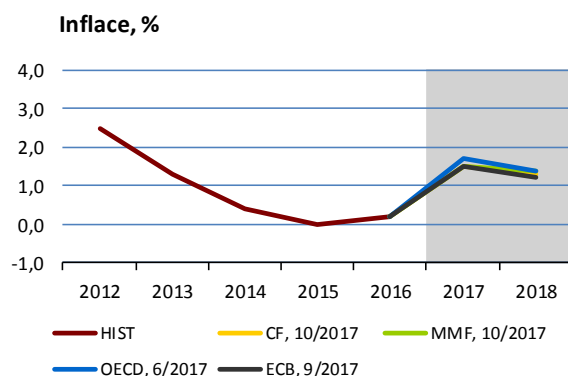
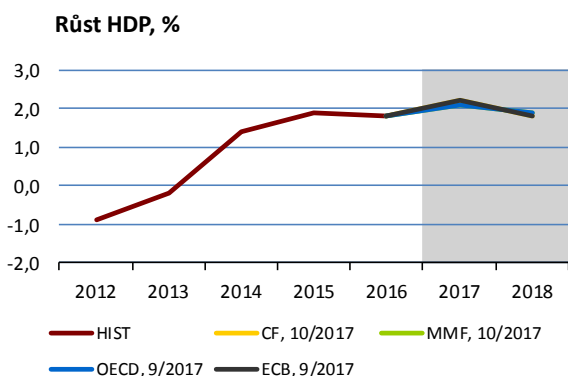


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

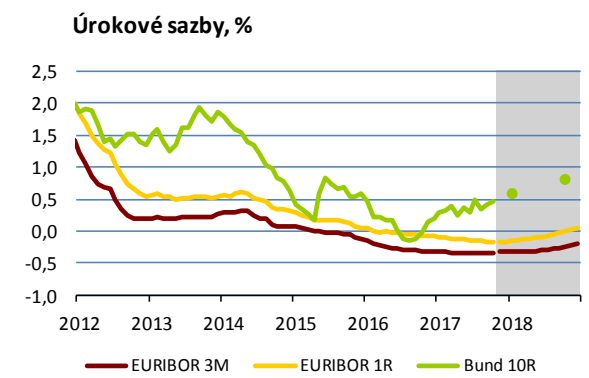
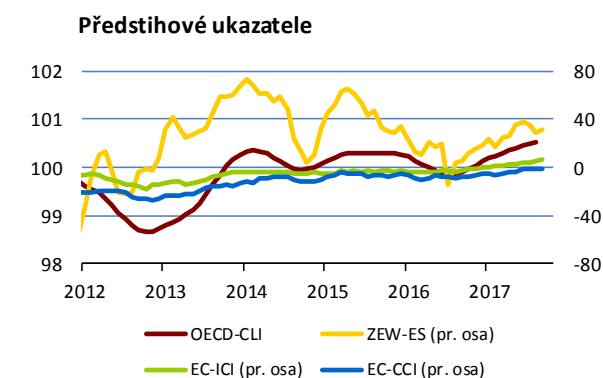
HDP eurozóny se ve druhém čtvrtletí zvýšil o 0,6 % (meziročně o 2,3 %) a podobným tempem zřejmě pokračoval v růstu i ve třetím čtvrtletí (první oficiální odhady budou zveřejněny na konci října). Průmyslová produkce se navzdory době závodních dovolených zvyšovala jak v červenci, tak v srpnu (o 0,3 % a 1,4 % meziměsíčně), k čemuž kromě domácí poptávky přispělo rovněž oživení v zahraničí. Maloobchodní tržby rostly v červenci i srpnu 0,3% tempem. Zářijové šetření mezi nákupními manažery spokojenost s vývojem ve třetím kvartále potvrdilo. Pro následující čtvrtletí pak signalizuje pokračování ekonomického oživení. To je přitom očekáváno napříč zeměmi eurozóny. Všechny sledované ekonomiky se v indexu [PMI](#) umístily v pásmu expanze, a to jak v kompozitním indexu (56,7 pro eurozónu jako celek), tak i v jeho jednotlivých sektorových složkách (zpracovatelský průmysl 58,1, služby 55,8 a maloobchod 52,3). Povzbudivý výhled doplňují rostoucí hodnoty ukazatelů ekonomického sentimentu. CF, MMF i OECD tak zvýšily odhady růstu HDP. V letošním roce by měl dosáhnout hodnoty kolem 2,2 %, v roce 2018 pak mírně zpomalit. Bude se tak pohybovat nad dlouhodobým výhledem respondentů CF (1,3 % v desetiletém horizontu).

Podle rychlého odhadu vzrostl index HICP v září meziročně o 1,5 %, inflace tak zůstala na stejné výši jako v srpnu. Její jádrová složka přitom lehce zpomalila na 1,1 %. Cenový vývoj v jednotlivých zemích nicméně zůstává diferencovaný. V srpnu rostly ceny nejrychleji v pobaltských republikách (od 4,6 do 3,2 %), nejpomaleji potom v Irsku (0,4 %). Ke konci roku je očekáváno přechodné snížení inflace v eurozóně v důsledku efektu vysoké základny u cen energií. Poté se bude inflace opět postupně zvyšovat. V letošním roce je tak předpokládán růst spotřebitelských cen ve výši 1,5 %, v roce 2018 jeho zpomalení a teprve v roce 2019 opětovný návrat k 1,5 %. Obavy z protiinflačního působení posilujícího [eura](#) se zmírnily poté, co v září přestalo dále zpevňovat. Na počátku října pak část předchozích zisků umazalo, když na něj negativně dolehla konstituční krize ve Španělsku. Podle CF by však mělo postupně začít znovu posilovat. Výhled krátkodobých tržních sazeb se v ročním horizontu posunul na nepatrně vyšší hodnoty.



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	2,2	2,1	2,1	2,2
2018	1,8	1,9	1,9	1,8

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

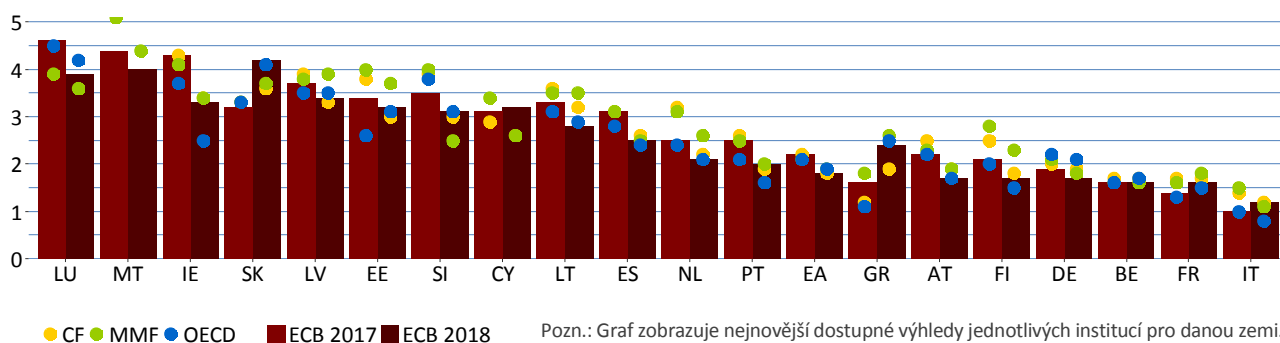


	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
7/17	100,5	35,6	4,5	-1,7
8/17	100,5	29,3	5,0	-1,5
9/17		31,7	6,6	-1,2

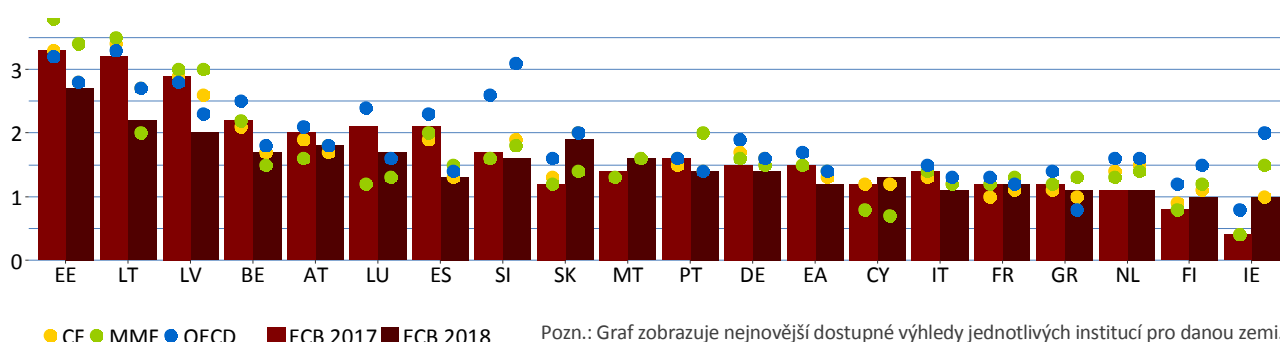
	09/17	10/17	01/18	10/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,32	-0,24
1Y EURIBOR	-0,17	-0,17	-0,15	0,00
10Y Bund	0,41	0,46	0,60	0,80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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



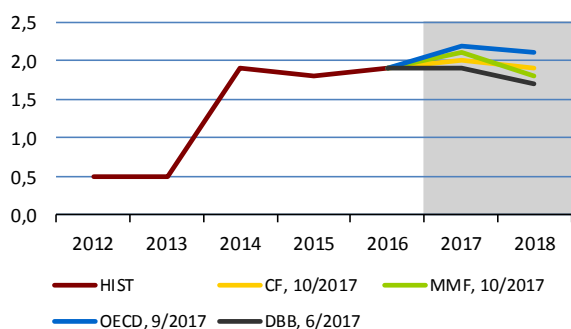
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

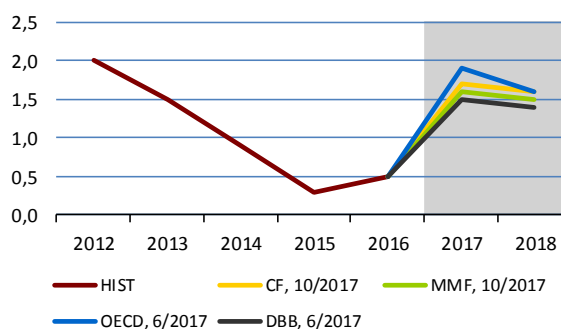
Výhled růstu německého HDP byl pro letošní i příští rok zvýšen. K tomuto přehodnocení přispěl příznivý vývoj ve druhém čtvrtletí, kdy byl hospodářský růst tažen zejména spotřebou domácností a investicemi. Čistý vývoz naopak přispěl k růstu negativně. Silný růst průmyslové produkce v průběhu třetího čtvrtletí, dále klesající míra nezaměstnanosti, nad očekávání vysoký ZEW index podnikatelské důvěry a [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu, který se v září opět zvýšil, jsou příslibem svižného ekonomického růstu i ve zbytku roku, a to i přes silnější kurz [eura](#). Mzdový růst je nicméně stále utlumený, což se promítá v nadále pouze mírných inflačních tlacích. CF očekává v letošním roce růst mezd v produkčním sektoru o 2,4 %. Celková inflace v září stagnovala na úrovni 1,8 %, přičemž jádrová inflace mírně zpomalila na 1,5 %. Výhled inflace tak byl přehodnocen dolů (MMF). V letošním ani příštím roce se pravděpodobně nepřiblíží 2% úrovni.

Růst HDP, %



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

Inflace, %



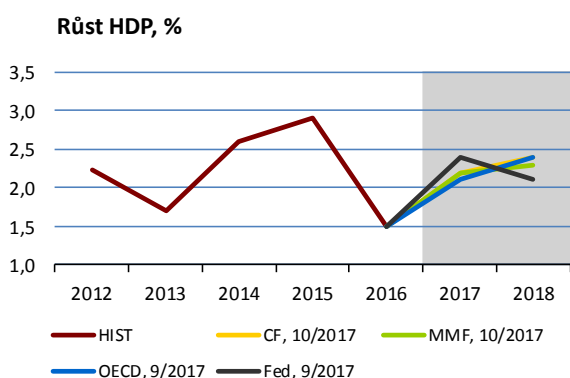
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,7 →	1,6 ↘	1,9	1,5
2018	1,6 →	1,5 ↘	1,6	1,4

II.3 Spojené státy

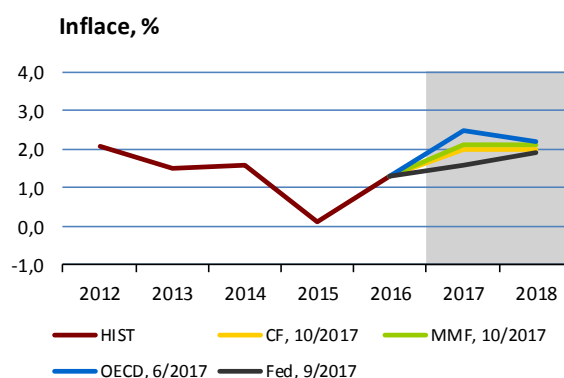
Konečný odhad růstu americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2017 byl revidován opět nahoru (na 3,1 % mezičtvrtletně, anualizovaně). Ve třetím čtvrtletí však lze očekávat zpomalení. V srpnu a září se totiž na vývoji americké ekonomiky (zejména průmyslu) podepsala nejsilnější hurikánová sezóna v historii (hurikány Harvey, Irma a Maria). Podle newyorského Fedu by tak měl růst ve třetím čtvrtletí klesnout na pouhých 1,3 % a ve čtvrtletí čtvrtém pak zrychlit na 2,5 %.

Vliv hurikánů byl patrný na údajích z trhu práce a průmyslu. Meziroční růst průmyslové produkce v srpnu zvolnil na 1,5 %. Snížilo se i využití kapacit. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v září poklesl o 33 tisíc (finanční trhy očekávaly nárůst o 80 tisíc). Míra nezaměstnanosti se však snížila na 4,2 % a mzdové tlaky zaznamenaly mírné zvýšení, když růst průměrné hodinové mzdy zrychlil na 2,9 % meziročně. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board poklesla zejména v oblastech zasažených hurikány. Růst maloobchodních prodejů sice v srpnu zvolnil, 4% růst v září již ale naznačuje oživení domácí poptávky. Optimismus v podnikatelské sféře přetrvává. Předstihové indikátory naznačují pokračující expanzi americké ekonomiky. Dle [ISM PMI](#) roste ekonomika již 100 měsíců v řadě a hodnota indexu pro zpracovatelský průmysl v září vzrostla na nejvyšší hodnotu od května 2004 (60,8).

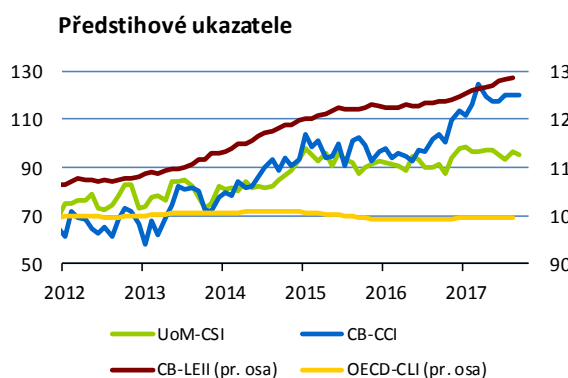
Inflace dosáhla v září hodnoty 2,2 % a zrychluje již čtyři měsíce v řadě. Stabilní zůstává jádrová inflace (1,7 %) stejně jako inflační očekávání domácností (2,5 %). Na zářijovém zasedání Fedu k úpravě sazeb nedošlo, z grafu hodnocení („dot plot“) je však zřejmé, že většina centrálních bankéřů by podpořila ještě jedno zvýšení sazeb v tomto roce. V říjnu bude spuštěn program normalizace bilance Fedu dle avizovaného plánu, tj. celkové měsíční reinvestice výnosů pramenících z držených dluhopisů a hypotékou krytých cenných papírů před splatností budou sníženy o 10 miliard dolarů. Říjnový CF zvýšil pouze výhled inflace v roce 2018. Nová předpověď Fedu přinesla revizi nahoru u HDP v roce 2017 a dolů u inflace v roce 2018. MMF pak zvýšil výhled hospodářského růstu pro oba roky a obdobně snížil výhled inflace.



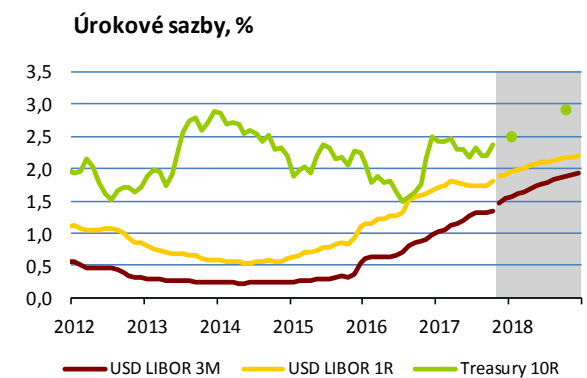
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2 →	2,2 →	2,1 →	2,4 →
2018	2,4 →	2,3 →	2,4 →	2,1 →



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



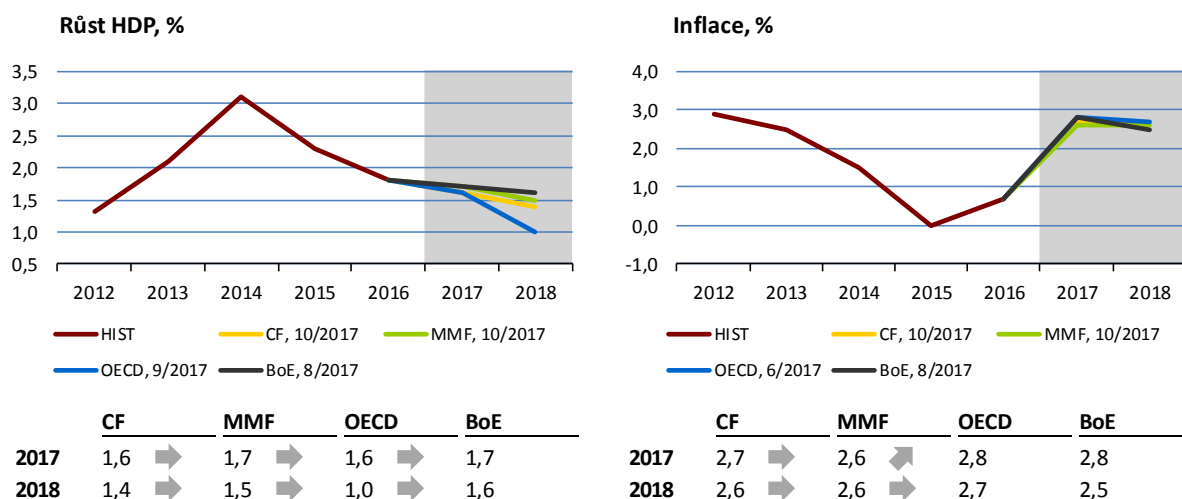
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
7/17	93,4	120,0	128,3	99,7
8/17	96,8	120,4	128,8	99,7
9/17	95,1	119,8		



	09/17	10/17	01/18	10/18
USD LIBOR 3M	1,32	1,35	1,56	1,88
USD LIBOR 1R	1,74	1,74	1,95	2,17
Treasury 10R	2,20	2,36	2,50	2,90

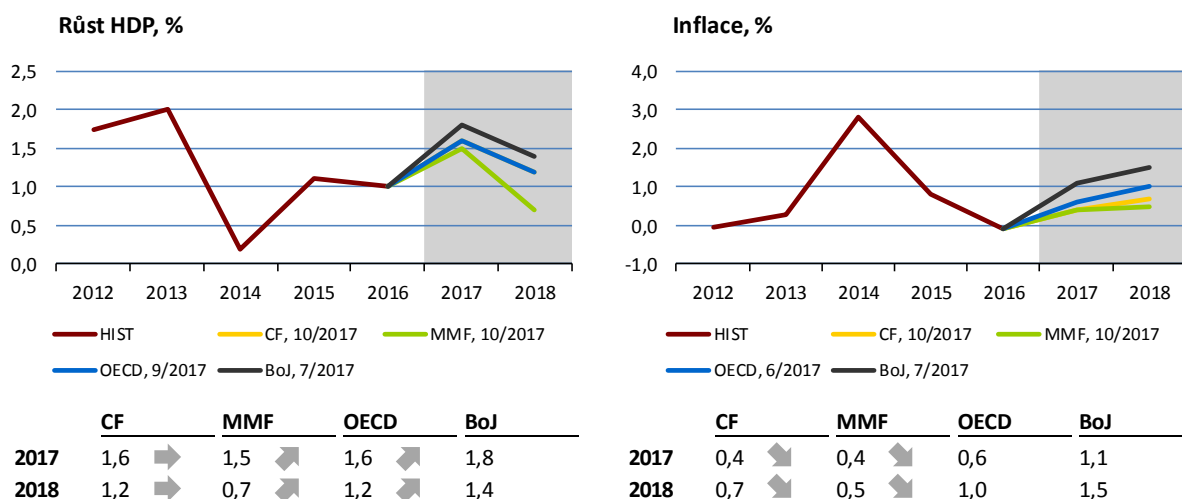
II.4 Spojené království

Britská ekonomika vzrostla ve druhém čtvrtletí o 0,3 %. Hlavní zásluhu na tom měly fixní investice, které se zvýšily o 0,6 %, zatímco spotřeba domácností vzrostla jen o 0,2 %. Hodnota meziročního růstu HDP byla vlivem revizí starších dat snížena na 1,5 %. Ve třetím čtvrtletí pravděpodobně došlo k mírnému zlepšení hospodářského růstu. Růst maloobchodních tržeb zrychlil v srpnu na 1 % meziměsíčně (z 0,6 % v červenci) a důvěra spotřebitelů se v září zvýšila podruhé v řadě. Slabá libra a obavy z uspořádání po brexitu navíc přilákaly rekordní počet turistů. Podle odhadu NIESR tak růst britského HDP ve třetím čtvrtletí zrychlil na 0,4 %. Říjnový CF předpokládá, že meziroční růst HDP dosáhne v letošním roce 1,6 % a v příštím roce dále zpomalí na 1,4 %. Nové výhledy MMF a OECD očekávají podobné hodnoty, s výjimkou předpovědi OECD na rok 2018, která zůstává výrazně pesimističtější. Britská [libra](#) od poloviny září opět oslabuje. Inflace se bude letos i příští rok pohybovat zřejmě nad cílem BoE, od níž se v listopadu očekává zvýšení sazeb.



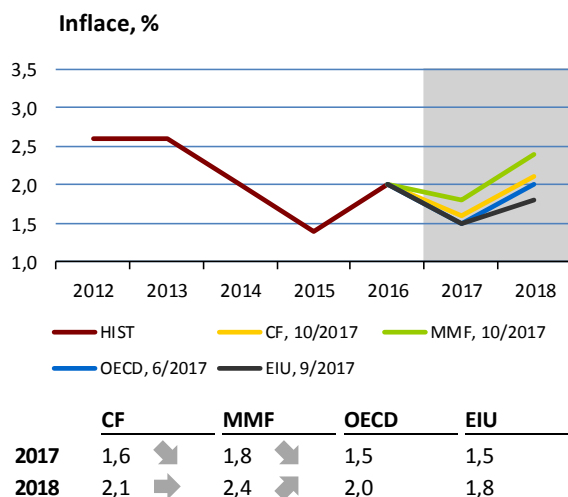
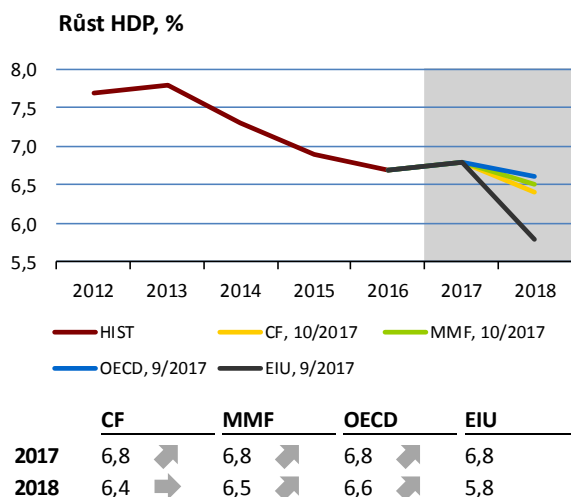
II.5 Japonsko

Japonská ekonomická situace se v srpnu vyvíjela velmi příznivě, a to navzdory zvyšujícím se geopolitickým rizikům (raketové testy ze strany KLR). Meziroční dynamika maloobchodních tržeb zpomalila jen lehce, výdaje domácností a růst mezd se naopak výrazně zvýšily. Nezaměstnanost se drží na nejnižší hodnotě za posledních 23 let (2,8 %). Růst průmyslové produkce posílil a index [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se v září opět zvýšil, když dle nákupních manažerů rostly rychlejším tempem výstup, nové objednávky a export. MMF a OECD upravily výhledy růstu HDP směrem nahoru, a to pro tento rok shodně o 0,2 p. b. a pro rok příští pak o 0,1, resp. 0,2 p. b. Celková inflace se v srpnu zvýšila na 0,7 %, přispělo k tomu zrychlení dynamiky cen potravin a energií. Přesto CF a MMF snížily výhledy inflace v obou sledovaných letech. BoJ na svém zářijovém zasedání nastavení měnové politiky nezměnila.



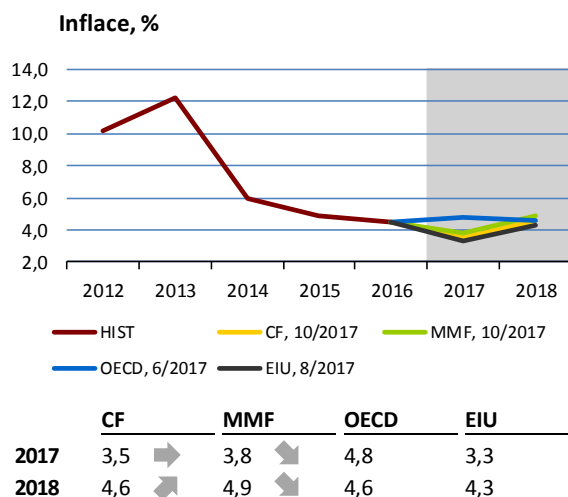
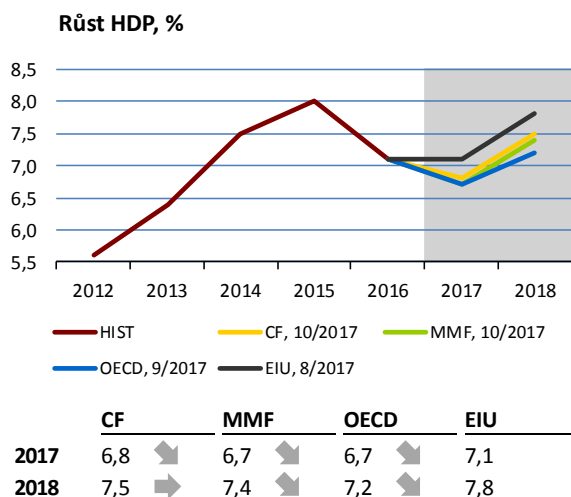
III.1 Čína

Nové údaje z ekonomiky potvrzují sice mírnou, ale stabilní expanzi. Předstihový indikátor [PMI](#) vykázal v září růst ve všech složkách, zlepšila se také ziskovost firem. Meziroční růst maloobchodních tržeb se v srpnu udržel nad 10% hranicí. S blížícím se začátkem sjezdu čínské komunistické strany, který se koná jednou za pět let a započne již 18. října, jsou pozitivní zprávy vítány. Zatímco obavy ohledně tvrdého přistání čínské ekonomiky jsou minulostí, pochybnosti ohledně zadlužení přetrvávají. Ratingová agentura Standard & Poor's (S&P) v září snížila hodnocení úvěrové spolehlivosti Číny o jeden stupeň na úroveň A+, právě z důvodu vyšších rizik souvisejících s rychlým růstem úvěrů. Dle názoru agentury neúčinkuje snaha čínské vlády o snížení těchto rizik tak rychle, jak se očekávalo, a růst úvěrů je stále příliš prudký. Nové předpovědi CF, MMF i OECD přinesly revizi výhledu růstu HDP směrem nahoru v obou letech (s výjimkou CF pro rok 2018). Inflační tlaky pak vidí MMF i CF letos nižší, v roce 2018 by se však měla inflace opět zvýšit.



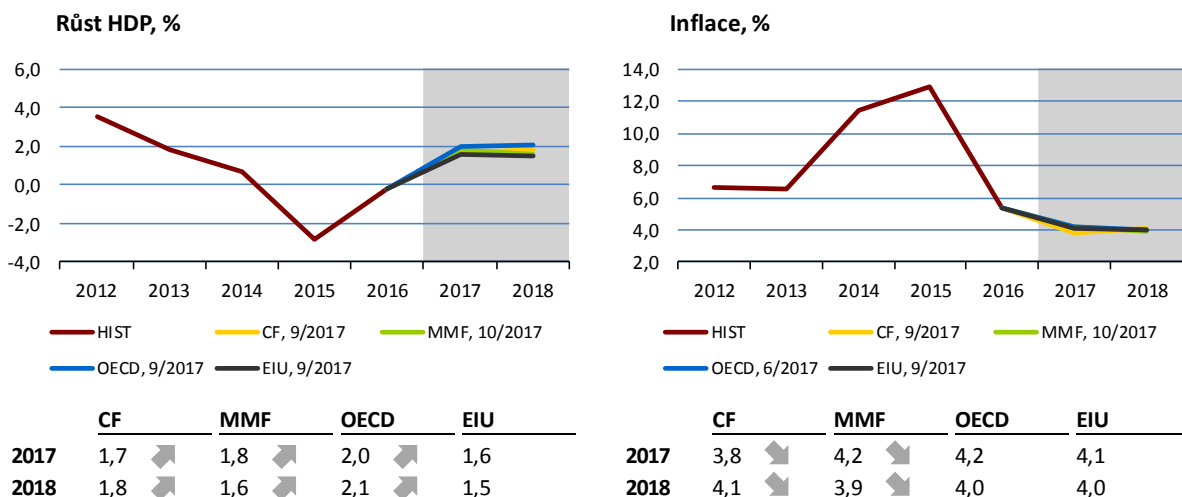
III.2 Indie

Meziroční dynamika průmyslové výroby v srpnu výrazně zrychlila díky zvýšení růstu výroby ve zpracovatelském průmyslu, produkce elektřiny a těžby. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu ale zůstal v září na hodnotě 51,2. Dle nákupních manažerů rostla zaměstnanost nejvíce od října 2012 a posílila důvěra, avšak růst výstupu, nových objednávek a exportu zpomalil. Podle predikcí CF, MMF a OECD by růst indické ekonomiky měl v tomto fiskálním roce zpomalit pod 7 %. Inflace v září setrvala na revidované hodnotě z předchozího měsíce (3,3 %). Růst cen potravin sice nečekaně zpomalil, jejich nižší příspěvek ale vyvážila rychlejší dynamika cen ostatních složek spotřebního koše. MMF revidoval výhledy inflace pro oba fiskální roky směrem dolů, pro letošní rok rovnou o celý 1 p. b. Naproti tomu CF, který očekává nižší hodnoty než MMF, předpověď inflace lehce zvýšil, a to pro rok 2018/2019. Výhledy obou institucí se tak sblížily. RBI na svém říjnovém zasedání ponechala v souladu s očekáváním základní úrokovou sazbu na 6 %.



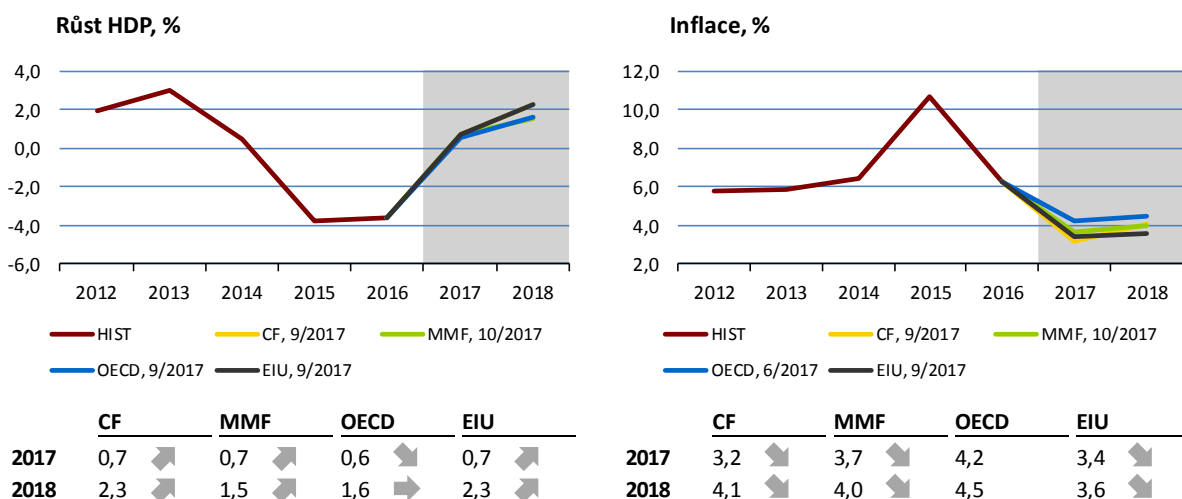
III.3 Rusko

Meziroční růst ruské průmyslové produkce se v srpnu mírně zvýšil, celkově ale zůstává utlumený (1,5 %). Předstihové ukazatele nicméně nadále naznačují další oživení. PMI ve zpracovatelském průmyslu v září mírně vzrostl (51,9) díky růstu produkce a nových zakázek, poprvé od roku 2013 navíc rostly i exportní zakázky. Příznivý vývoj se očekává rovněž ve službách: zářijový PMI stoupl na 55,2 v důsledku jak růstu nových zakázek, tak zrychlení tempa růstu zaměstnanosti ve službách. Celková zaměstnanost v Rusku také rostla spolu se snižující se nezaměstnaností (4,9 % v srpnu oproti 5,1 % v červenci). Výhledově lze dle nových predikcí CF, MMF a OECD očekávat v letošním roce zrychlení ekonomické aktivity na 1,7–2,0 %. CF a OECD navíc předpokládají mírné zvýšení tempa růstu HDP i v příštím roce. Inflace by se ke konci roku 2018 měla pohybovat kolem 4 %.



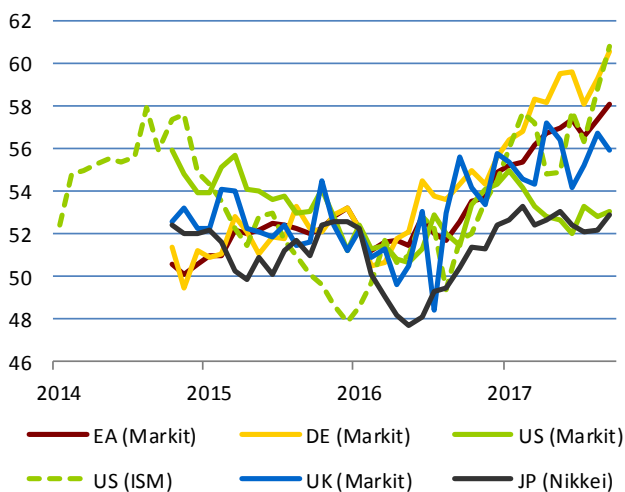
III.4 Brazílie

Nejnovejší ukazatele krátkodobého vývoje brazilské ekonomiky naznačují příznivý ekonomický vývoj. Růst průmyslové produkce v srpnu zrychlil na 4 % meziročně a nezaměstnanost se nepatrně snížila. Zářijový kompozitní PMI se vrátil do pásma ekonomické expanze. Meziroční inflace v srpnu oproti minulému měsíci mírně stoupla, ovšem z dlouhodobého pohledu zůstává velmi nízká (2,5 %). Inflace potravin je již třetí měsíc záporná. Tempo poklesu cen potravin se navíc postupně prohlubuje, v září překročilo 2,1 %. CF, MMF a EIU přehodnotily své výhledy směrem k vyššímu ekonomickému růstu a slabší inflaci. OECD výhled HDP pro letošní rok snížila a pro příští rok ho ponechala beze změny. V souhrnu ekonomický růst posílí z 0,6–0,7 % v letošním roce na 1,5–2,3 % příští rok; inflace ke konci příštího roku (3,6–4,1 %) se bude pohybovat lehce pod 4,5% cílem, ovšem v hranicích tolerančního pásma.

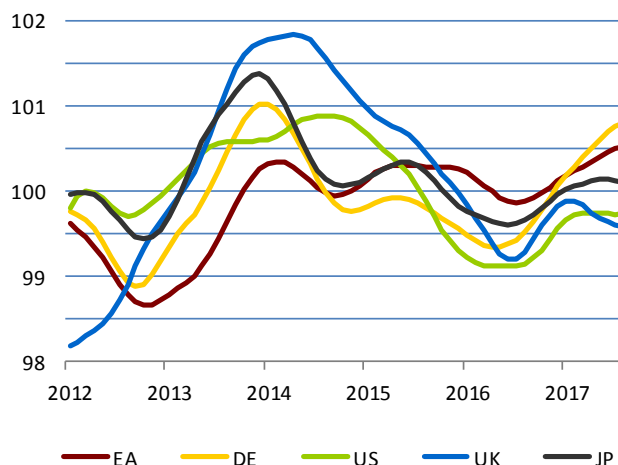


IV.1 Vyspělé země

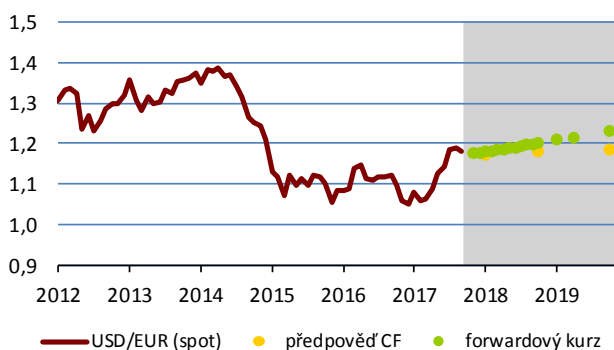
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

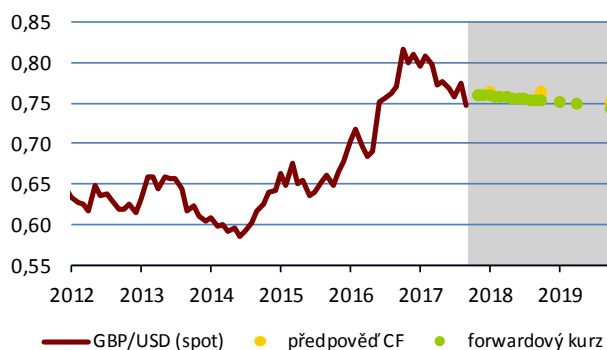


Americký dolar (USD/EUR)



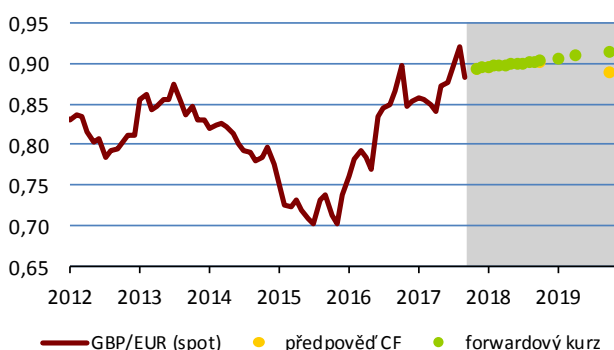
	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	1,174				
předpověď CF		1,176	1,174	1,180	1,185
forwardový kurz		1,176	1,180	1,201	1,230

Britská libra (GBP/USD)



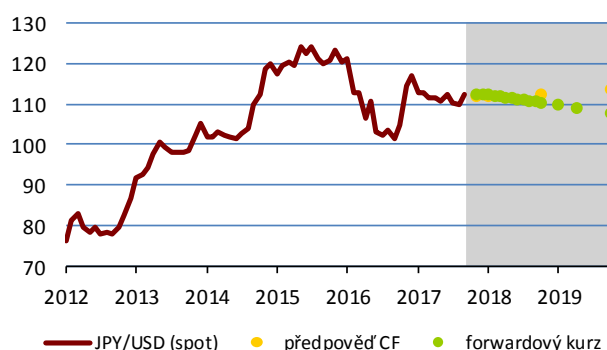
	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	0,762				
předpověď CF		0,760	0,763	0,765	0,750
forwardový kurz		0,760	0,759	0,752	0,744

Britská libra (GBP/EUR)



	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	0,894				
předpověď CF		0,894	0,895	0,902	0,889
forwardový kurz		0,894	0,895	0,903	0,915

Japonský jen (JPY/USD)

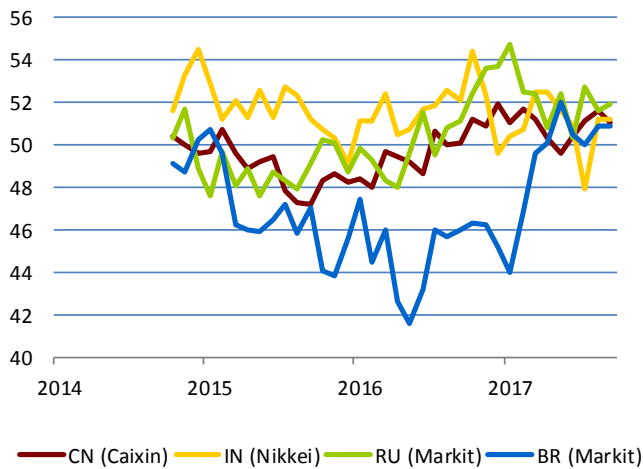


	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	112,7				
předpověď CF		111,8	112,0	112,5	113,4
forwardový kurz		112,5	112,1	110,3	107,6

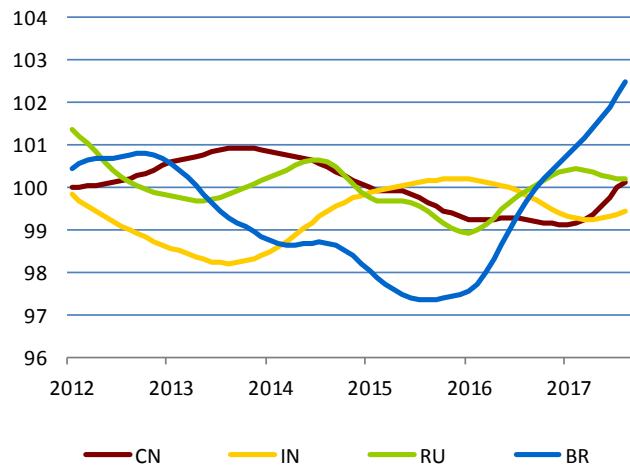
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

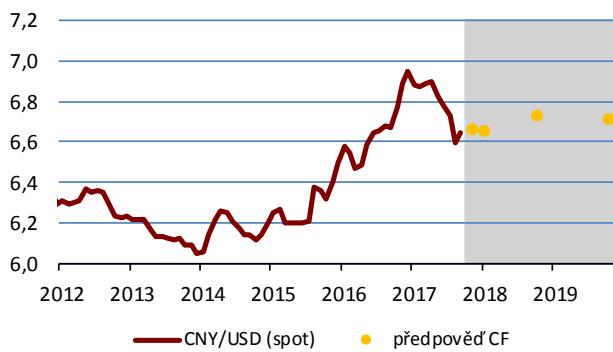
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

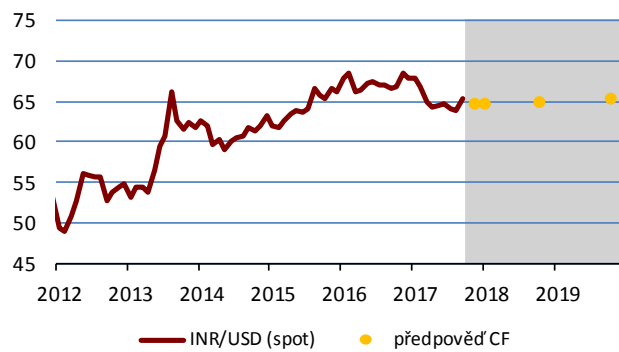


Čínský renminbi (CNY/USD)



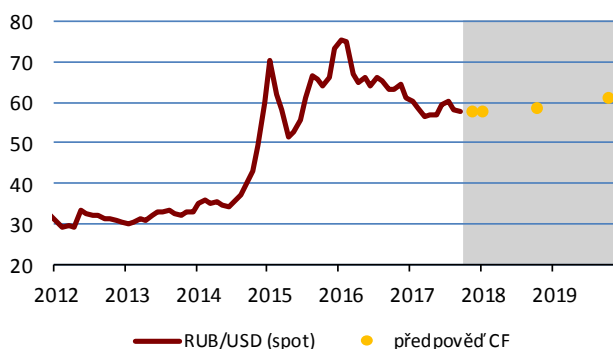
	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	6,629				
předpověď CF		6,658	6,652	6,732	6,710

Indická rupie (INR/USD)



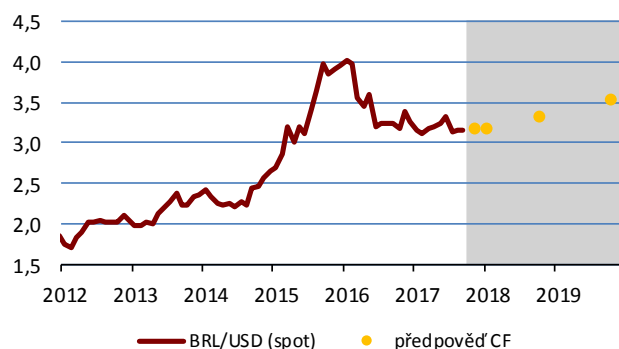
	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	65,38				
předpověď CF		64,71	64,74	64,96	65,41

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	58,46				
předpověď CF		57,89	57,88	58,41	61,03

Brazilský real (BRL/USD)



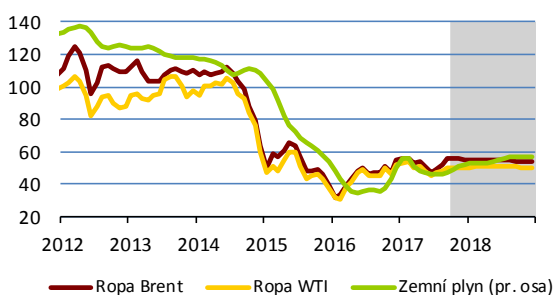
	9/10/17	11/17	01/18	10/18	10/19
spotový kurz	3,178				
předpověď CF		3,186	3,175	3,32	3,54

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

V.1 Ropa a zemní plyn

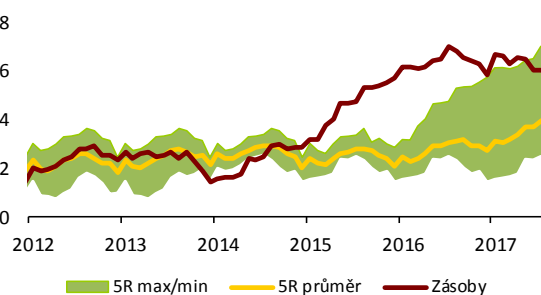
Po srpnové stagnaci obnovila cena ropy Brent v září svůj růst a ve druhé polovině měsíce se dostala těsně pod 60 USD/barel (na nejvyšší hodnotu od července 2015). Do konce měsíce sice částečně korigovala předchozí růst (když došlo k vybírání zisků ze strany hedžových fondů a k posílení [dolaru](#)), ale i tak se v první polovině října udržovala na poměrně vysoké úrovni poblíž 56 USD/barel. Trh s ropou přitom vykazuje zřetelné známky návratu k rovnováze. Pozvolna klesající zásoby ropy jsou sice stále ještě na historicky vysokých hodnotách, ale zásoby rafinerských produktů se již přiblížily ke svým pětiletým sezonním průměrům a zásoby destilátů (nafta a topný olej) jsou už dokonce podprůměrné, což žene jejich cenu při očekávání chladnější zimy rychle vzhůru. Tržní křivka termínovaných kontraktů implikuje průměrnou cenu ropy Brent ve zbytku letošního roku 55,5 USD/barel a v příštím roce 54,6 USD/barel. Její negativní sklon (backwardation) až do konce roku 2019 rovněž signalizuje, že přebytek ropy na trhu postupně mizí. Nízké zásoby rafinerských produktů by měly i ve zbytku roku udržovat vysokou aktivitu rafinérií a tedy i poptávku po ropě. Silný růst globální ekonomiky je doprovázen nárůstem objemu světového obchodu, což vede k zesílení poptávky po pohonných hmotách (zejména naftě). Optimismus na trhu s ropou udržují i signály, že OPEC a další velcí producenti jsou ochotni prodloužit dohodu o omezení těžby až do konce roku 2018, případně těžbu ještě snížit. Prodloužení dohody uvádí jako nutnou podmínku pokračujícího narovnávání trhu s ropou i IEA, neboť cena nad 50 USD/barel povede k opětovnému zrychlení těžby ropy v USA. Tamní cena ropy (WTI) je v současnosti výrazně pod cenou ropy Brent a silně proto roste vývoz lehké ropy z USA.

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

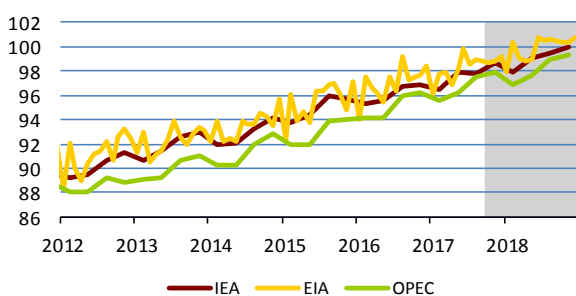


	Brent	WTI	Plyn
2017	53,32 ↗	49,60 ↗	188,97 ↗
2018	54,58 ↗	50,57 ↗	204,98 ↗

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

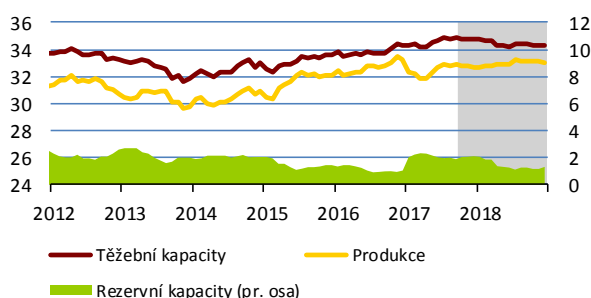


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,72 ↗	98,31 ↗	96,80 ↗
2018	99,10 ↗	99,90 ↗	98,18 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,50 ↗	34,59 ↘	2,10 ↘
2018	32,99 ↗	34,41 ↗	1,42 ↗

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

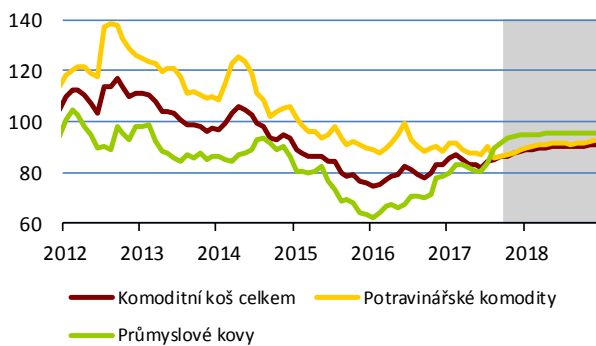
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA.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

V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických surovin od července roste, na čemž má zásluhu zejména dílčí index cen průmyslových kovů. Ten od ledna 2016 vzrostl již o 50 % a v první polovině října se dostal na nejvyšší hodnotu od února 2013. V září a první polovině října svým růstem přispěl i dílčí index cen potravinářských komodit, u něhož je rostoucí i výhled. Ceny průmyslových kovů na výhledu stagnují.

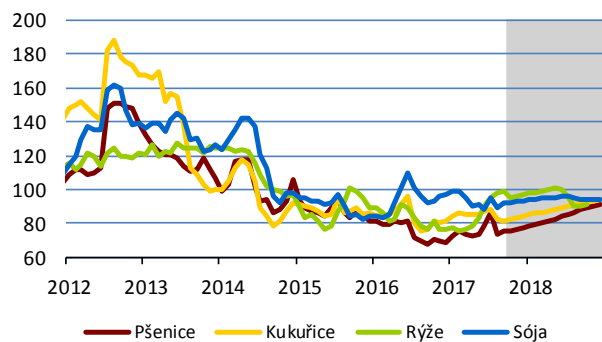
Ceny základních kovů jsou nadále podporovány dobrými vyhlídkami průmyslové aktivity, když JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu setrvává na nejvyšší hodnotě za 75 měsíců (53,1). Mírné zpomalení čínského průmyslu bylo kompenzováno zlepšením aktivity v USA a Evropě. V růstu tak pokračovala cena hliníku a zinku, přičemž u hliníku se očekává další mírný růst ceny, zatímco u zinku naopak silná korekce směrem dolů. Cena mědi v první polovině září klesla kvůli rostoucím zásobám na LME a zpomalení čínské ekonomiky se promítlo do poklesu cen železné rudy a niklu. Cena pšenice po srpnovém poklesu v září vzrostla, když sucha v některých oblastech USA zpožďují tamní sklizeň a podmínky se zhoršily i v Austrálii a Argentině. Slabý dolar pak podporoval zvýšenou poptávku dovážejících zemí. Ceny kukuřice a sóji naopak zůstávají na nižších hodnotách v důsledku hojné sklizně a vysokých zásob. Relativně vysoká zůstává i přes mírnou korekci předchozího růstu cena rýže. Cena vepřového masa po předchozím poklesu stagnovala a měla by přejít do sezonního růstu. Obdobný vývoj se očekává u hovězího masa. K silnému propadu došlo u přírodního kaučuku.

Indexy cen neenergetických komodit



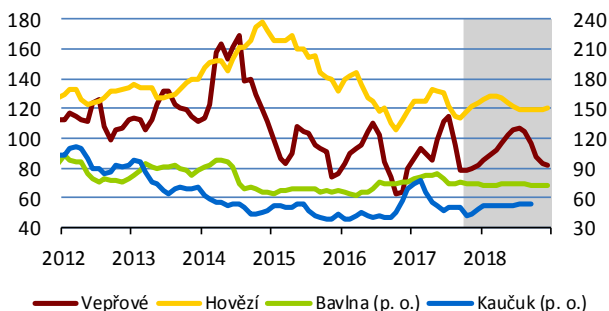
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85,3	88,3	86,4
2018	90,0	91,3	95,4

Potravinářské komodity



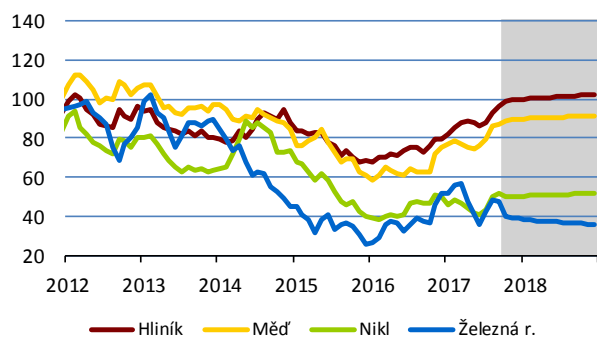
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	76,0	84,7	88,5	93,1
2018	84,8	89,7	96,3	94,8

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	91,1	123,5	77,8	54,6
2018	94,2	122,6	73,4	52,6

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	91,0	81,6	47,0	45,5
2018	101,1	90,6	51,2	37,1

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.

Investiční pozice – souhrnný ukazatel čisté pozice země vůči zahraničí¹

Článek se zabývá jedním z důležitých ukazatelů charakterizujících vnější rovnováhu – mezinárodní investiční pozici – a porovnává ho s dalšími ukazateli používanými v této oblasti. Dá se říci, že je i určitou reakcí na mediální opomíjení investiční pozice na úkor ukazatele hrubé zadluženosti (v posledních dvou letech v ČR prudce rostoucího). V dalších částech se zabývá vývojem investiční pozice a případnými riziky s ním spojenými, a to jak v České republice, tak v zemích EU.

1 Co je to investiční pozice

Investiční pozice je nejsouhrnnějším vyjádřením finančních vztahů rezidentů jedné země vůči zahraničí. Vyjadřuje hodnotu finančních aktiv rezidentů jedné země ve formě pohledávek vůči nerezidentům² (případně ve formě zlata) a zároveň hodnotu stejným způsobem strukturovaných závazků rezidentů vůči nerezidentům k danému termínu (zpravidla ke konci čtvrtletí, resp. roku). Rozdíl mezi pohledávkami a závazky dané země vůči „zbytku světa“ vyjadřuje čistou investiční pozici země vůči zahraničí.

Jednotlivá aktiva, resp. pasiva, investiční pozice se dělí do následujících skupin:

- přímé investice
- portfoliové investice (v základním členění: majetkové (akcie a investiční podíly) a dluhové)
- finanční deriváty
- ostatní investice (v podrobnějším členění: oběživo a vklady, půjčky, pojistné, penzijní a záruční programy, obchodní úvěry vč. záloh, ostatní účasti, jiné pohledávky a závazky a zvláštní práva čerpání)
- rezervní aktiva

Struktura položek investiční pozice je stejná jako struktura finančního účtu platební bilance. Avšak zatímco finanční účet platební bilance zachycuje toky kapitálu mezi rezidenty a nerezidenty, investiční pozice vyjadřuje, jak již bylo zmíněno, stavy k určitému datu. Používání platební bilance k vyjádření vztahů mezi rezidenty dané země a nerezidenty je mnohem obvyklejší. Protože se platební bilance sestavuje na měsíční až roční bázi, je vhodná spíše pro účely hodnocení aktuálního vývoje vztahů dané země k zahraničí nebo jejich vybraných dílčích položek. Pro účely oceňování rizik země nebo jejich sektorů by však bylo nutné analyzovat platební bilance za delší časové období. Investiční pozice dané země naproti tomu odráží celkový stav k určitému datu.³ Navíc se do ní, na rozdíl od platební bilance, promítají i další vlivy, např. kurzové změny (k sestavení investiční pozice se používají kurzy platné ke dni sestavení) nebo případné finanční přecenění aktiv a pasiv.

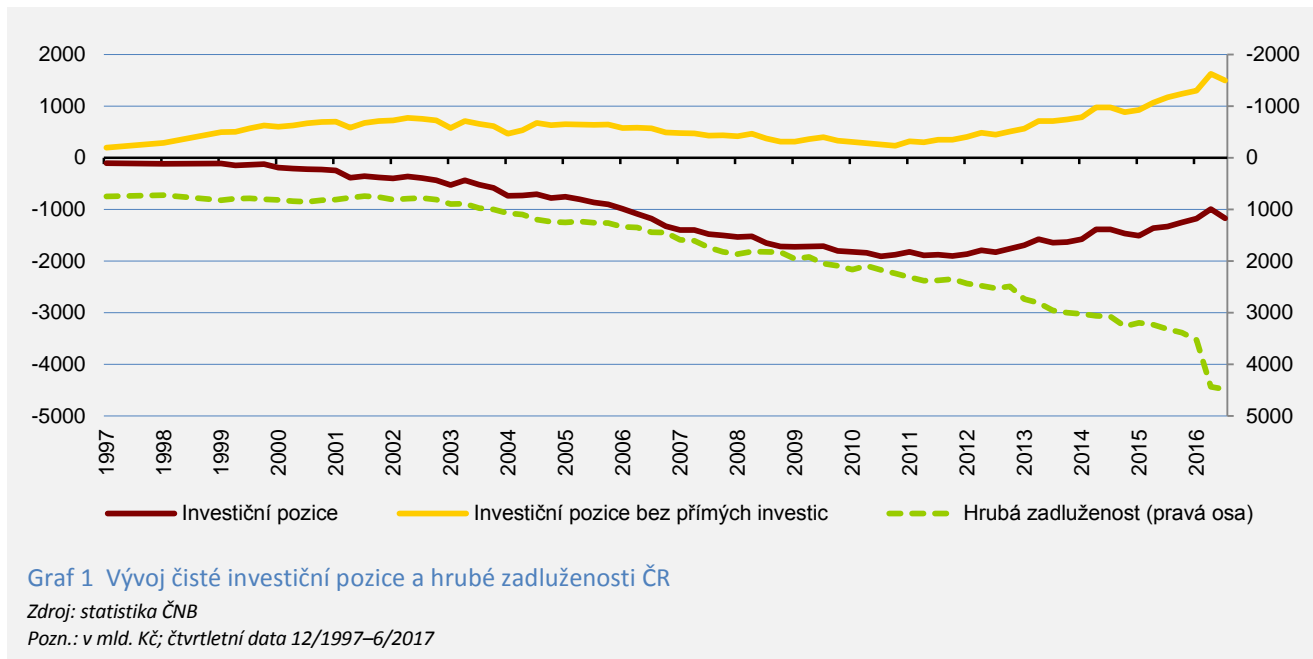
Častěji než investiční pozice se ovšem, zejména vůči veřejnosti, používá další ukazatel vyjadřující určitým způsobem „vnější rovnováhu země“, a to hrubá zahraniční zadluženost. Tento ukazatel má stejnou periodicitu zveřejňování výsledků jako investiční pozice, tj. čtvrtletní. Některé dílčí položky má stejné jako investiční pozice, v některých se však od ní výrazně liší. Dva hlavní rozdíly spočívají v tom, že hrubá zadluženost se zabývá pouze stranou pasiv, k vývoji aktiv dané země vůbec nepřihlíží, a bere v úvahu pouze dluhový kapitál, tj. nesleduje další formy závazků vůči zahraničí jako přímé investice, akcie nebo majetkové účasti. Právě absence výše zmíněných položek výrazně snižuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele v současném globalizovaném světě, zejména pro rozvinutější země (např. země OECD), které jsou silně zapojené do mezinárodní dělby práce. Aktuálně je tak tento ukazatel vhodný již jen pro posuzování udržitelnosti vývoje rozvojových zemí. Přesto je mu i v rozvinutých zemích často neprávem věnována větší mediální pozornost než investiční pozici.

Omezenou vypovídací schopnost tohoto ukazatele lze jednoduše demonstrovat na nedávném vývoji hrubé zahraniční zadluženosti České republiky (Graf 1). Ta, zejména vlivem přílivu krátkodobého kapitálu ze zahraničí, v posledním roce prudce rostla. Ukazatel hrubé zahraniční zadluženosti tak signalizoval akutní problém země s vnější nerovnováhou. Uvedený vývoj však byl pouze důsledkem kurzového režimu uplatňovaného ČNB (tzv. kurzový závazek, kdy se ČNB rozhodla bránit posílení koruny pod hodnotu 27 CZK/EUR). Výše zmíněný prudký příliv kapitálu, tj. růst závazků, nakupovala ČNB a umísťovala jej v podobě devizových rezerv zpět do zahraničí. Růst pasiv se tak plně promítal i do růstu aktiv. Investiční pozice České republiky se v uvedeném období přes prudký růst zadluženosti výrazně zlepšovala, a to působením jiných vlivů. Ve své komplexnosti tak daleko lépe odrážela skutečný vývoj vnějších vztahů České republiky než hrubá zahraniční zadluženost.

¹ Autorem článku je Vladimír Žďárský. Názory v něm obsažené jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² ať již v podobě dluhových instrumentů, nebo majetkových podílů

³ Lze na ni tudíž pohlížet jako na kumulované minulé závazky (dluhy) nebo pohledávky. Vypovídá tedy o tom, jak dobře nebo špatně byla daná ekonomika řízena v minulosti až do stanoveného data.



2 Investiční pozice - příběh České republiky

Na počátku ekonomické transformace, byla česká (československá) ekonomika charakterizována nízkou vnější konkurenceschopností, ale díky opatrnému přístupu Čechů k zadlužování, vč. zahraničního, byla mezinárodní investiční pozice dlouhodobě jen nepatrně záporná⁴, byť s tendencí k postupnému mírnému zhoršování. K silnějšímu prohlubování záporné investiční pozice ČR začalo docházet od roku 1995. Sílí domácí poptávka totiž vedla k prohlubování deficitu obchodní bilance a tím i běžného účtu nad hranici 5 % HDP. To oslabilo důvěru v udržitelnost v té době uplatňovaného režimu fixního kurzu koruny. Následný odliv krátkodobého kapitálu v roce 1997 vedl k opuštění tohoto režimu a k oslabení koruny. To spolu s problémy v tuzemském bankovním sektoru přispělo ke vzniku menší hospodářské a finanční krize.

Silná měnová restriktace vedla k postupnému omezování domácí poptávky a snižování deficitu běžného účtu. Zároveň se změnila strategie v oblasti přístupu k zahraničnímu kapitálu. Zavedení podpory přímých zahraničních investic (PZI) a preference prodeje, tehdy ještě poměrně rozsáhlého, státního majetku nerezidentům vedly sice na jedné straně k poměrně rychlému zhoršování investiční pozice v rámci dílčí bilance přímých investic, ale zároveň začala růst vnější konkurenceschopnost ekonomiky, což přispívalo nejprve ke snižování deficitu obchodní bilance, a později dokonce k tvorbě přebytků. Ekonomika začala postupně generovat relativně velké exportní přebytky, které však byly dlouhé roky v rámci běžného účtu eliminovány narůstající hodnotou zisků nerezidentů z přímých investic. Záporná investiční pozice ČR se proto dále prohlubovala, i když díky přílivu PZI méně rizikovým způsobem.

Příliv nových přímých investic nerezidentů ze zahraničí se nicméně od počátku hospodářské a finanční krize v Evropě v roce 2008 téměř zastavil. Před krizí uskutečněné investice však generovaly vysoké zisky nerezidentů z přímých investic, které udržovaly ještě dlouhou dobu běžný a kapitálový účet v záporných hodnotách⁵ a záporná investiční pozice ČR se dále prohlubovala až do roku 2013, kdy se její kumulovaný deficit přiblížil 2 bilionům korun (viz Graf 1).

V závěru roku 2013 však došlo k poměrně výraznému obratu a v průběhu následujících tří let se záporná čistá investiční pozice snížila v absolutním vyjádření o cca 40 %. Zásadní obrat byl způsoben kombinací několika vlivů, z nichž některé jsou ovšem jen dočasné. Jednalo se o výrazné zvýšení čistého čerpání fondů EU, spojeného s dočerpáním dotačního rámce na období 2007 až 2013, prudký pokles cen energetických surovin (ropy a zemního plynu na světových trzích) a další zvyšování přebytku obchodní bilance zejména díky růstu strojírenského vývozu.⁶ Ke konci roku 2016 dosahovala záporná investiční pozice ČR již jen

⁴ Po svém vzniku vykazovala ve skutečnosti Česká republika až do roku 1995 kladnou investiční pozici. To bylo dáno zahrnutím pohledávky vůči zemím především bývalého východního bloku vč. Slovenska přepočtené na volnou měnu do aktiv investiční pozice ČR. Reálná hodnota těchto aktiv však byla v průměru výrazně nižší. Text příspěvku proto pracuje s daty, jež jsou od těchto specifických vlivů očištěny. I současná investiční pozice nicméně obsahuje na straně aktiv pohledávky vzniklé v období před několika desítkami let, jejichž skutečná hodnota je diametrálně odlišná od vykazované. Představují však méně než 1 % aktiv.

⁵ Tématem životního cyklu přímých zahraničních investic, s aplikací na případ České republiky, se zabýval Filip Novotný (2015): Profitability Life-cycle of Foreign Direct Investment and its Application on the Czech Republic. CNB WP 11/2015. Shrnutí jeho poznatků přinesl rovněž článek v Globálním ekonomickém výhledu v lednu 2016.

⁶ Bez čistého přílivu kapitálu z EU a poklesu cen energetických surovin na polovinu by se však čistá investiční pozice ČR nadále mírně zhoršovala.

1,18 bil. Kč, což představovalo 24,6 % HDP. Čisté zadlužení České republiky má v současnosti výhradně podobu zadlužení v rámci přímých investic (viz Graf 3), které dosahuje cca 2,5 bil. Kč. Tato forma zadlužení je mnohem méně riziková ve srovnání s dluhovým kapitálem.

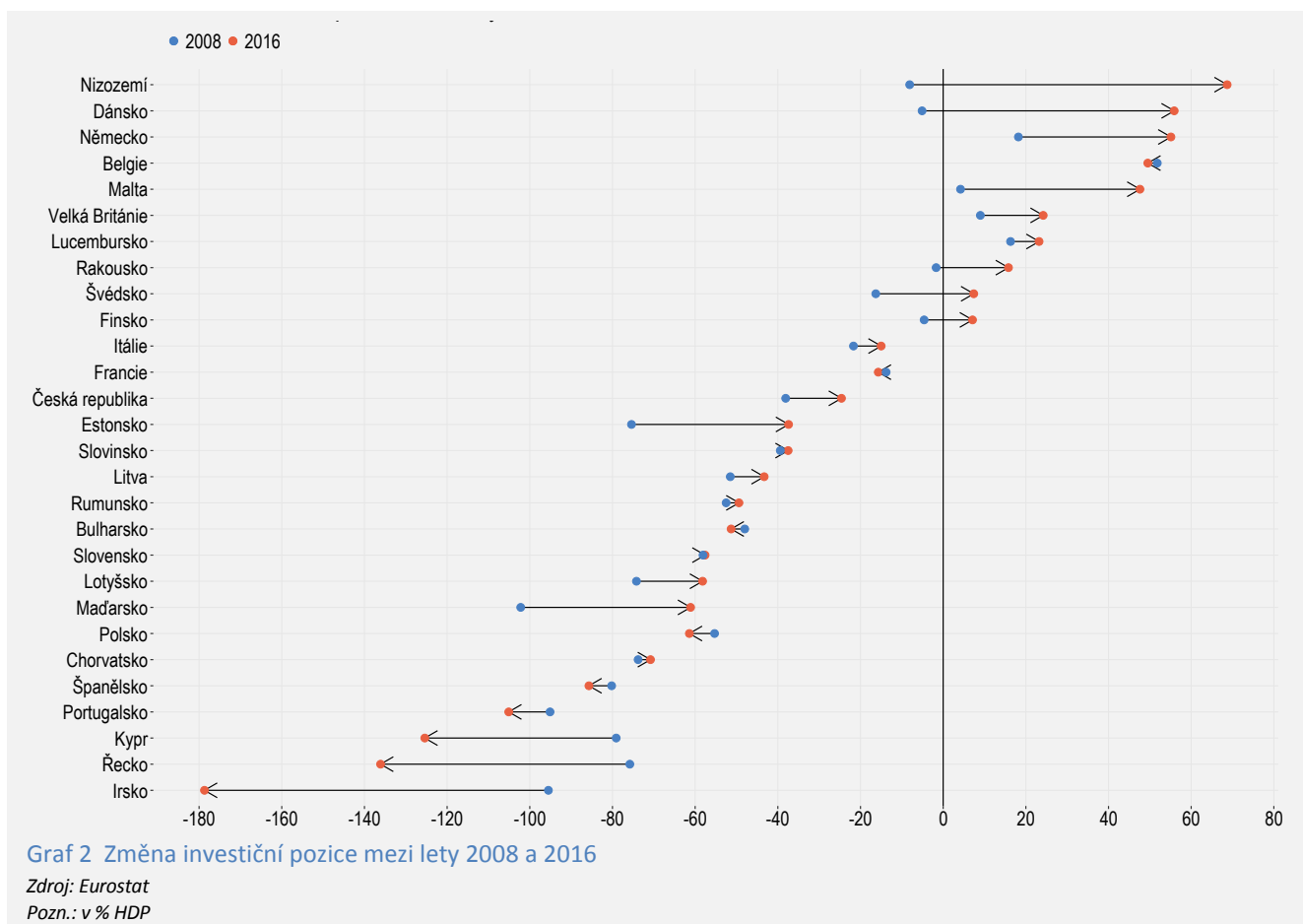
Z hlediska sektorového rozložení aktiv a pasiv je vysoce kladná mezinárodní investiční pozice centrální banky a pozice podnikatelského sektoru. Naopak zápornou pozici vykazuje vláda a komerční banky. Poměrně významná část zadlužení vlády a bank a část přebytku centrální banky vznikly až v posledních dvou letech a jsou spojeny se spekulacemi nerezidentů na posílení koruny po ukončení kurzového závazku ČNB v podmínkách extrémně uvolněné politiky ECB. Na výši čisté pozice ČR ke konci roku 2016 však spekulace žádný vliv neměly.

3 A jak jsou na tom ostatní členské země EU?

Při pohledu na vývoj investiční pozice zemí eurozóny je třeba vzít v úvahu, že celková data neobsahují operace jednotlivých zemí s ECB, které nejsou součástí investiční pozice.

Členské státy EU lze na základě jejich celkové investiční pozice rozdělit na tři skupiny – věřitelské země, dlužnické země a země, které jsou „přibližně v rovnováze“. Věřitelské země jsou zpravidla země s dlouhodobým přebytkem běžného účtu, dlužnické země naopak dlouhodobě vykazují deficity běžného účtu. V posledních letech po odeznění nejhorších projevů hospodářské a finanční krize je nicméně patrná většinová tendence ke zlepšování čisté investiční pozice.

K výrazně věřitelským zemím patří dlouhodobě Belgie a v posledním desetiletí také Německo, Nizozemí, Malta a Dánsko (Graf 2). Věřitelské pozice se pohybují kolem velmi vysokých 50 % HDP, v případě Nizozemska ještě mnohem výše (téměř 70 % HDP). Pro tyto země je charakteristická především vysoká vnější konkurenceschopnost jejich zboží a služeb, a to i přesto, že se nejedná o země, jejichž vývoz je založen na levné pracovní síle. Z vývoje investiční pozice v posledních letech je patrné, že tyto země, s výjimkou Belgie, výrazně těží z politiky tzv. „slabého eura“ ordinovaného ECB⁷ na problémy jihoevropských zemí a pochopitelně jako většina ostatních zemí také z poklesu cen energetických surovin. Jejich přebytek investiční pozice se tak v posledních letech zvyšuje. Spíše pro zajímavost lze uvést, že v případě Nizozemska a Dánska převažuje vývoz kapitálu v podobě přímých investic⁸, zatímco Německo



⁷ Dánsko sice do eurozóny nepatří, ale její měna je na euro v podstatě fixována.

⁸ Pozici Nizozemska zřejmě ovlivňuje i to, že patří mezi tzv. „daňové ráje“. Sídli zde nadnárodní firmy, které inkasují dividendy (zlepšující běžný účet platební bilance), z nichž část je poskytována na přímé investice do dceřiných společností jako vývoz kapitálu.

a Belgie jsou převážně vývozci dluhového kapitálu (Graf 3).

Druhou skupinu představují země, jejichž pozice se pohybuje v mírném přebytku do +25 % HDP. Mezi ně patří malé ekonomiky Lucembursko, Rakousko, Švédsko a Finsko. Z velkých zemí se k nim díky vývoji v posledním roce přidalo ještě Spojené království (patrné prudké zlepšení pozice a přechod z mírného deficitu do relativně výrazného přebytku⁹).

Většina zemí EU (v loňském roce jich bylo 18) vykazuje dlouhodobě zápornou investiční pozici. I mezi těmito zeměmi však existují značné rozdíly jak co do a) rozsahu deficitu, tak b) jeho struktury¹⁰ a c) aktuálního trendu vývoje čisté investiční pozice (tj. zvyšování, snižování nebo stability). Přesto může být následující rozdělení zemí do několika podskupin poněkud subjektivní.

Za dlouhodobě udržitelnou investiční pozici země lze zcela jistě považovat takovou zápornou investiční pozici, která je dominantně tvořena závazky v podobě přímých investic. Po očištění o vliv dílčí pozice v rámci přímých investic je zbývající pozice přebytková u zemí jako Bulharsko, Česká republika nebo Estonsko, nebo jen mírně deficitní v Rumunsku a na Slovensku. Tyto země tak nejsou ohrožovány riziky financování vnějšího dluhu, jen jsou nuceny akceptovat dlouhodobý odliv částí v zemi vytvořených zdrojů do zahraničí prostřednictvím dividend nebo jiných forem odlivu kapitálu.

Relativně komfortní je i situace Itálie a Francie, kde záporná investiční pozice je sice tvořena dluhovými závazky¹¹, ale čisté zadlužení nepřesahuje 25 % HDP (aktuálně se pohybuje u obou zemí kolem 15 %, navíc v případě Itálie se zřetelnou tendencí k poklesu a v případě Francie se stabilním vývojem). Je tak zjevné, že vysoké veřejné dluhy obou zemí (přes 130 %, resp. téměř 100 % HDP) jsou financovány dominantně z domácích zdrojů. O Itálii tak vzhledem k aktuálně poměrně výraznému přebytku běžného účtu lze říci, že v případě udržení současného trendu v delším výhledu směřuje k vyrovnání své dosud záporné pozice. Problém obou zemí tak není vnější nerovnováha a její financování, ale spíše to, že je dosahována jen za cenu velmi slabého růstu, vysoké nezaměstnanosti a celkově dosti potlačené domácí poptávky. Navíc bezproblémové financování vysokého veřejného dluhu pochází sice, podobně jako v Japonsku¹², dominantně z domácích zdrojů, ale obě země jsou členem eurozóny a nemají tak, na rozdíl od Japonska, zaručenou „navždy“ nízké úrokové sazby.¹³

Zřejmě bezproblémová je i situace Slovinska a Litvy, jejichž zadluženost se pohybuje kolem 40 % HDP s tendencí k postupnému poklesu. Případ Slovinska je přitom poměrně zajímavý. Země byla na počátku tisíciletí nejvyspělejší mezi středo- a východoevropskými ekonomikami, které vstoupily do Evropské unie. V té době byla investiční pozice Slovinska prakticky vyrovnaná. Od počátku hospodářské a finanční krize však byla země těžce postižena krizí svého bankovního sektoru a její vnější dluhové závazky prudce vrostly. V roce 2010 již dosahovala záporná investiční pozice téměř 50 % HDP. Od té doby se však, díky setrvalému přebytku běžného a kapitálového účtu, snížila na méně než 40 % HDP.

Do předposlední podskupiny patří země s poměrně vysokou zápornou investiční pozicí mezi 50 % a 85 % HDP. Jedná se o státy střední a východní Evropy (Lotyšsko, Maďarsko, Polsko, Chorvatsko), k nimž bych díky relativně příznivému vývoji v posledních třech letech zařadil i Španělsko. Poměrně vysoká záporná investiční pozice všech uvedených zemí je v posledních letech rychleji či pomaleji snižována přebytkem běžného a kapitálového účtu, což rizika budoucího nepříznivého vývoje snižuje. Je však třeba si uvědomit, že se tak děje v podmínkách a) extrémně uvolněné měnové politiky ECB, což dočasně snižuje náklady financování dluhů (částečně i zemím mimo eurozónu), b) hodně nízkých cen energetických surovin na světových trzích, jichž jsou všechny zde uvedené země výraznými čistými dovozci a c) relativně vysokého kladného salda transferů vůči EU, které se s vysokou pravděpodobností pro období po roce 2020 u všech zde uvedených zemích výrazně sníží. K udržitelné trajektorii vnější rovnováhy z uvedených zemí směřuje nejvíce Maďarsko, které snížilo svou zápornou investiční pozici za posledních osm let z hodnot kolem 100 % HDP o více než třetinu.

Poslední a nejrizikovější podskupinu tvoří země, jejichž deficit investiční pozice přesahuje 100 % HDP. Patří sem, nikoliv překvapivě, země v minulých letech nejvíce zasažené hospodářskou a finanční krizí (Portugalsko s deficitem přibližně 100 % HDP, Řecko a Kypr s deficitem kolem 130 % HDP a nakonec Irsko, jehož pasivum čisté investiční pozice přesáhlo v roce 2015 rekordních 200 % HDP¹⁴). Přitom pouze u Portugalska je v posledních letech jednoznačně patrná tendence ke snižování záporné pozice. Všechny čtyři země jsou tak velmi citlivé na změny v tocích a úročení dluhového kapitálu, které mohou být vyvolány ekonomickými nebo politickými problémy i mimo ně samotné.

⁹ Data za rok 2016 ještě podléhají revizím. Z ekonomického hlediska je tak prudká změna čisté investiční pozice Velké Británie, téměř o 30 procentních bodů, obtížně vysvětlitelná.

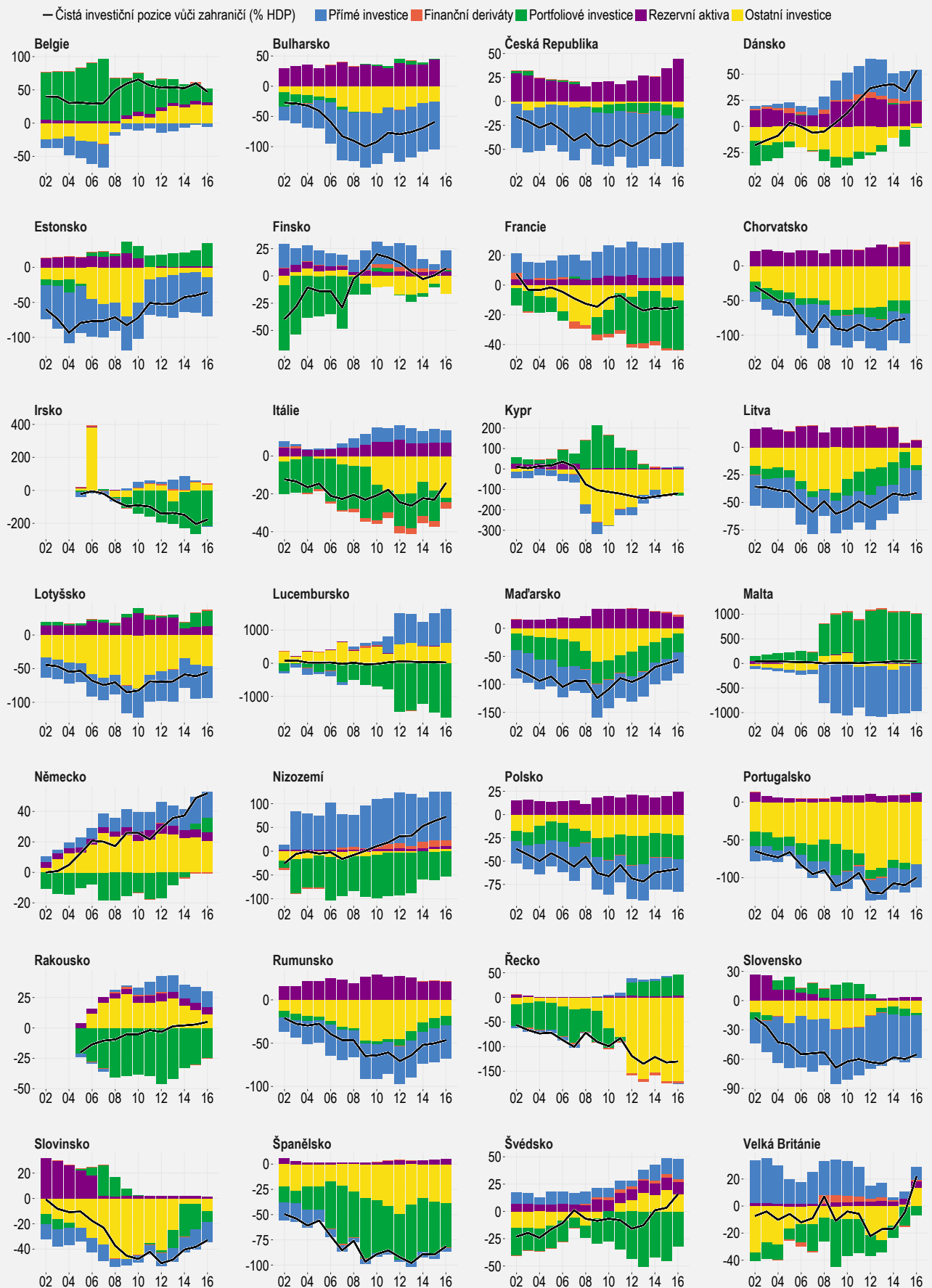
¹⁰ Existuje značný rozdíl mezi tím, zda se jedná o závazek ve formě přímých investic resp. majetkových podílů, nebo o dluhové financování.

¹¹ pravděpodobně dominantně spojenými s vysokým veřejným dluhem obou zemí

¹² V Japonsku je podíl domácího financování veřejného dluhu ještě vyšší.

¹³ Prezentovaná data o investiční pozici působí oproti očekávání poměrně pozitivně zřejmě také v důsledku toho, že dluhopisy těchto zemí nakoupené ECB nejsou zahrnuty do dlužnické pozice.

¹⁴ Poté výrazně kleslo o téměř 25 procentních bodů, ale pro tento údaj platí zřejmě totéž co pro Velkou Británii.



Graf 3 Srovnání struktury investičních pozic zemí EU

Zdroj: MMF, EIU

4 Závěr

Ukazatel mezinárodní investiční pozice je mezi existujícími ukazateli vnější rovnováhy tím nejsouhrnnějším, který navíc odráží dlouhodobý vývoj jednotlivých zemí.

Česká republika patří mezi země s dlouhodobě zápornou investiční pozicí. Přesto však nepatří mezi země ohrožované vnější nerovnováhou. Je to způsobeno jednak strukturou investiční pozice, kdy celková záporná pozice je výhradně výsledkem záporné dílčí pozice přímých investic, jednak jejím aktuálním trendem (za poslední tři roky se záporná pozice snížila o více než třetinu). Po očištění o vliv pozice v rámci přímých investic by byla čistá investiční pozice ČR v přebytku odpovídajícím více než 25 % HDP.

Mezi členskými zeměmi EU poměrně výrazně převažují země se zápornou investiční pozicí. Zdaleka ne pro všechny tyto „zadlužené“ země to však představuje významnější riziko. Mezi těmi s výrazně zápornou pozicí, které mohou být velmi citlivé i na malé změny např. úrokových sazeb, cen surovin na světových trzích nebo růst averze vůči rizikům patří, ne příliš překvapivě, především země nejhůře postižené poslední hospodářskou a finanční krizí a v poněkud menší míře i některé země střední a východní Evropy, které v minulosti až příliš výrazně využily dluhového financování k dočasnému zvýšení domácí spotřeby.

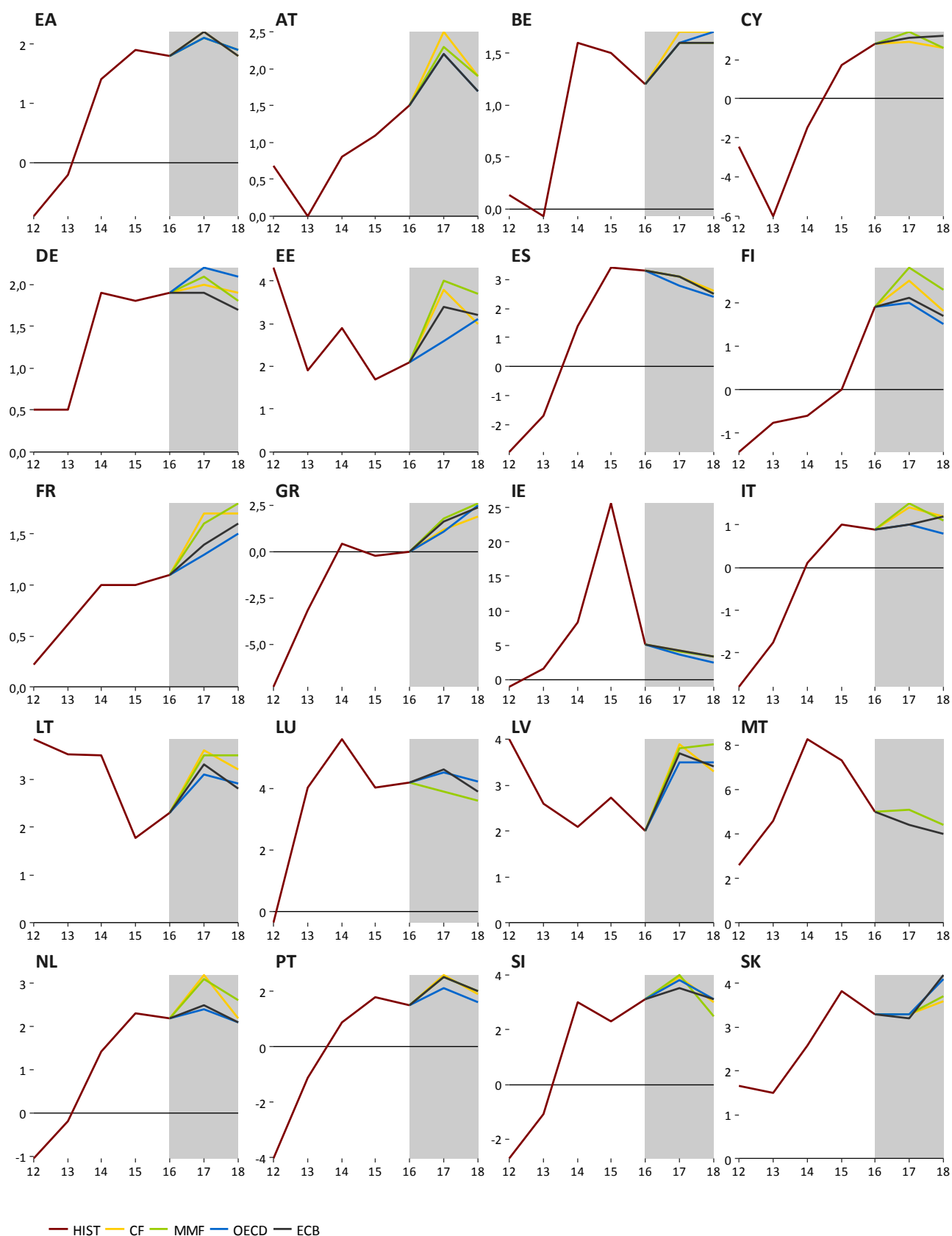
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2017/10 2017/9	+0,2	2017/10 2017/7	+0,3	2017/9 2017/6	+0,3	2017/9 2017/6
DE	+0,1	2017/10 2017/9	+0,3	2017/10 2017/7	+0,2	2017/9 2017/6	+0,1	2017/6 2016/12
US	0	2017/10 2017/9	+0,1	2017/10 2017/7	0	2017/9 2017/6	+0,2	2017/9 2017/6
UK	0	2017/10 2017/9	0	2017/10 2017/7	0	2017/9 2017/6	-0,2	2017/8 2017/5
JP	0	2017/10 2017/9	+0,2	2017/10 2017/7	+0,2	2017/9 2017/6	+0,2	2017/7 2017/4
CN	+0,1	2017/10 2017/9	+0,1	2017/10 2017/7	+0,2	2017/9 2017/6	0	2017/9 2017/8
IN	-0,2	2017/10 2017/9	-0,5	2017/10 2017/7	-0,6	2017/9 2017/6	-0,2	2017/8 2017/8
RU	+0,2	2017/9 2017/8	+0,4	2017/10 2017/7	+0,6	2017/9 2017/6	0	2017/9 2017/7
BR	+0,3	2017/9 2017/8	+0,4	2017/10 2017/7	-0,1	2017/9 2017/6	+0,5	2017/9 2017/8

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

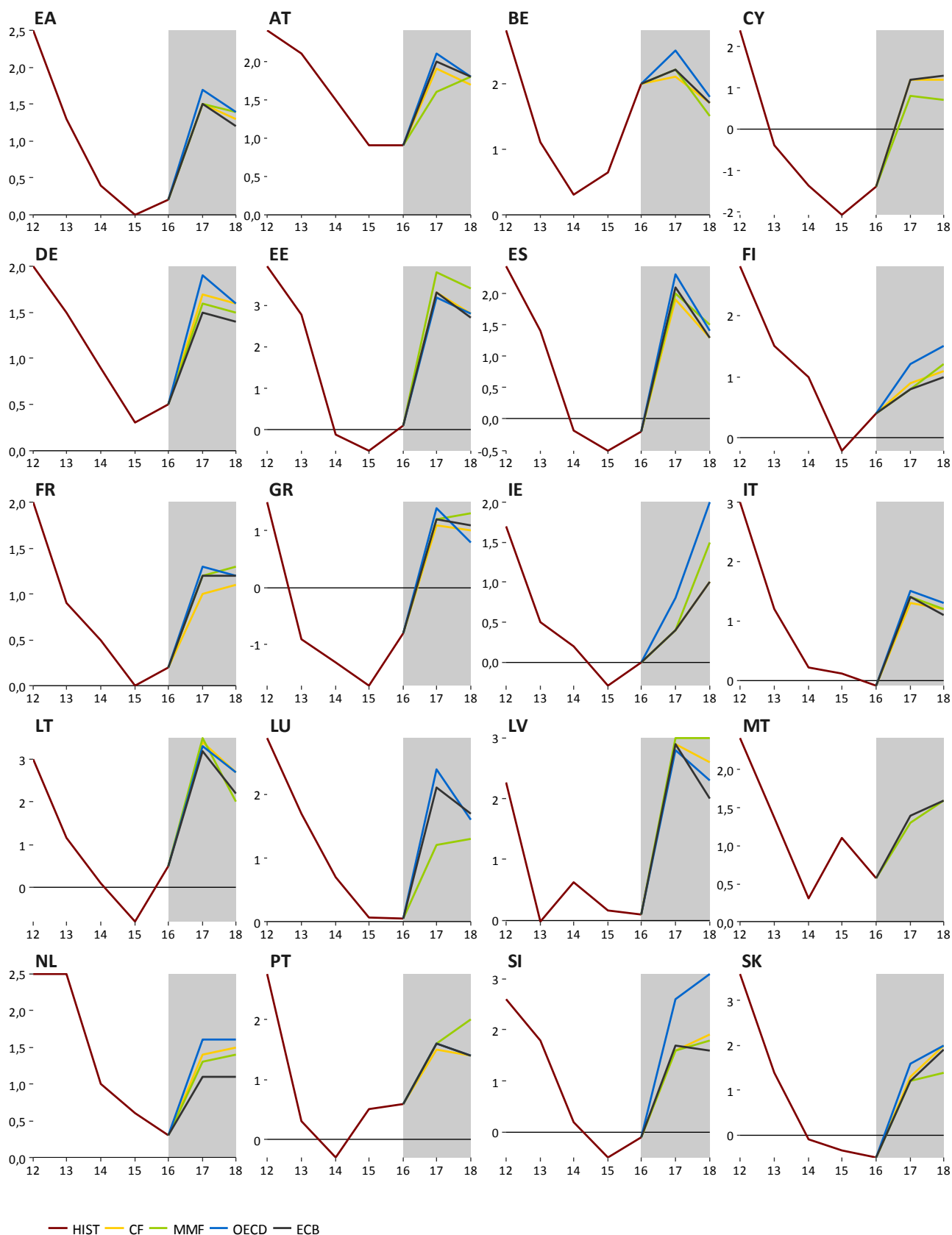
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/10 2017/9	-0,2	2017/10 2017/4	+0,5	2017/6 2016/11	0	2017/9 2017/6
DE	0	2017/10 2017/9	-0,4	2017/10 2017/4	+0,5	2017/6 2016/11	+0,1	2017/6 2016/12
US	0	2017/10 2017/9	-0,6	2017/10 2017/4	+0,6	2017/6 2016/11	0	2017/9 2017/6
UK	0	2017/10 2017/9	+0,1	2017/10 2017/4	+0,4	2017/6 2016/11	0	2017/8 2017/5
JP	-0,1	2017/10 2017/9	-0,6	2017/10 2017/4	+0,3	2017/6 2016/11	-0,3	2017/7 2017/4
CN	-0,1	2017/10 2017/9	-0,6	2017/10 2017/4	-0,7	2017/6 2016/11	-0,3	2017/9 2017/8
IN	0	2017/10 2017/9	-1,0	2017/10 2017/4	-0,4	2017/6 2016/11	0	2017/8 2017/8
RU	-0,3	2017/9 2017/8	-0,3	2017/10 2017/4	-1,7	2017/6 2016/11	0	2017/9 2017/7
BR	-0,3	2017/9 2017/8	-0,7	2017/10 2017/4	-1,8	2017/6 2016/11	-0,2	2017/9 2017/8

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

