

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVu</b>	<b>16</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu</b>	<b>16</b>

#### Datum uzávěrky dat

Týden 12. - 16. ledna 2015

#### Sběr dat CF

12. ledna 2015

#### Datum publikace GEVu

23. ledna 2015

#### Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

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

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

#### Tým zpracovatelů

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz	<b>Oxana Babecká</b> Kucharčuková oxana.babecka- kucharcukova@cnb.cz	<b>Tomáš Adam</b> tomas.adam@cnb.cz	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz
Garant Shrnutí	Editorka	Editor II.1 Eurozóna	II.2 Spojené státy	II.3 Německo
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz	<b>Lucie Matějková</b> lucie.matejkova@cnb.cz	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz		
II.4 Japonsko Zaostřeno na...	III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	V. Vývoj na komoditních trzích Zaostřeno na...		

Lednové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle se zaměřujeme na nejvýraznější fenomén posledních měsíců, jímž jsou ceny ropy. Naše analýza je věnována vlivu cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (globální vektorový autoregresní model). Tento modelový rámec ukazuje, že pokles cen ropy vede k nárůstu protiinflačních tlaků, zejména pak v krátkém horizontu. V případě, že země dosáhla hranice nulových měnověpolitických sazeb, lze podle tohoto modelu očekávat podstatně větší vliv propadu cen ropy na inflaci.

Výhledy globálního ekonomického vývoje na rok 2015 a 2016 jsou oproti minulému roku spíše optimistické. Světová ekonomika by měla růst 3% tempem, které by se mělo v roce 2016 ještě mírně zvýšit. Důležitou roli budou hrát dopady strmého poklesu dolarových cen ropy a posílení amerického dolaru vůči většině ostatních měn. Znepokojivý stále zůstává cenový vývoj v eurozóně, kde se prozatím nedaří odvracet plíživě se přibližující deflaci. Rovněž výhledy ekonomicky silných zemí eurozóny, jako je Německo, Francie nebo Itálie, ukazují na jejich relativně slabou výkonnost. V následujících dvou letech by motorem globálního ekonomického růstu měla být především ekonomika Spojených států (viz rovněž graf níže) společně s tradičně dynamicky se vyvíjejícími zeměmi jako je Čína nebo Indie. Solidní hospodářský růst v rámci zemí G7 by si měla udržet i Kanada a Velká Británie. Také výsledky japonské ekonomiky by se měly postupně zlepšovat, byť s cenovým vývojem jen mírně nad 1% úrovní.

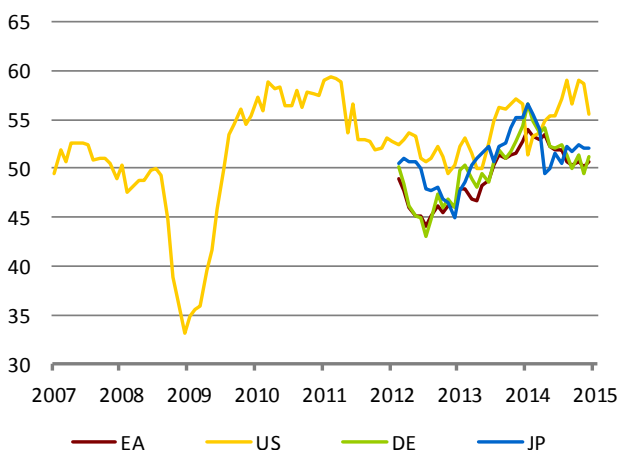
Výhledy rozvíjejících se zemí zastoupených skupinou BRIC zůstávají do roku 2016 nesourodé. Čínská ekonomika si vede nejlépe, neboť si i přes mírně se zhoršující výsledky udrží tempo růstu lehce pod 7% hladinou, a to při relativně nízké inflaci. Dohánět ji bude zrychlující se indická ekonomika, jež na konci roku 2016 dosáhne téměř téhož tempa hospodářského růstu. Naopak do recese při současně vyšší inflaci (a slabé úrovni rublu) míří ruská ekonomika, jejíž situace primárně odráží nízké dolarové ceny ropy a efekty sankcí ze strany mezinárodního společenství. Stávající nepříznivá makroekonomická situace Ruska by se měla v následujících dvou letech mírně zlepšit a na konci roku 2016 dosáhnout 2% hospodářského růstu při již mírně klesající inflaci.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné předpokládat jejich růst do konce roku 2016; nadto sílí očekávání případného zavedení dalších nekonvenčních nástrojů ze strany ECB. V případě Spojených států by úrokové sazby mohly začít růst v horizontu měsíců, tj. zhruba v průběhu 2. poloviny roku 2015. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně posilovat vůči všem sledovaným měnám vyjma čínského renminbi a ruského rublu, u nějž se předpokládá mírná korekce po strmém propadu jeho hodnoty.

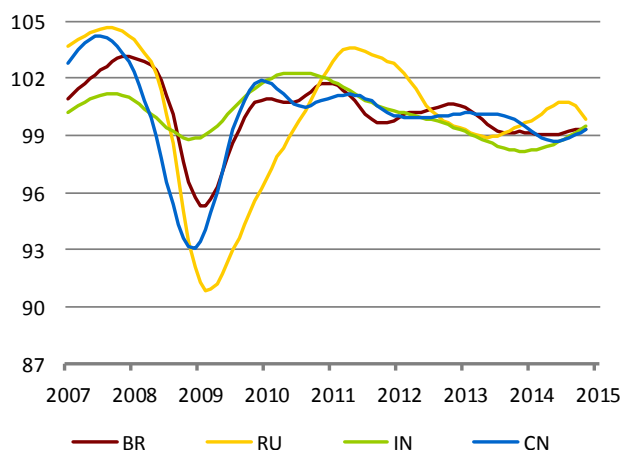
Ceny ropy by na výhledu do konce roku 2015 měly dosáhnout zhruba hladiny 60 USD/b. Silnější hodnoty dolaru však budou efekty levnější ropy oslabovat pro spotřebitele, kteří neplatí touto měnou. Tito spotřebitelé by však mohli těžit z možného ekonomického oživení, které obvykle v období snížených cen ropy nastává. Výhledy cen zemního plynu, jehož vývoj je standardně opožděn za cenami ropy, ukazují na jejich výrazný propad až k hranici 140 USD/1000m<sup>3</sup>; poté začnou opět růst. Na trzích zemědělských komodit i průmyslových kovů jsou výhledy cen stabilní kolem aktuálních cen.

## Předstihové ukazatele pro sledované země

PMI v průmyslu - vyspělé země



OECD CLI - země skupiny BRIC

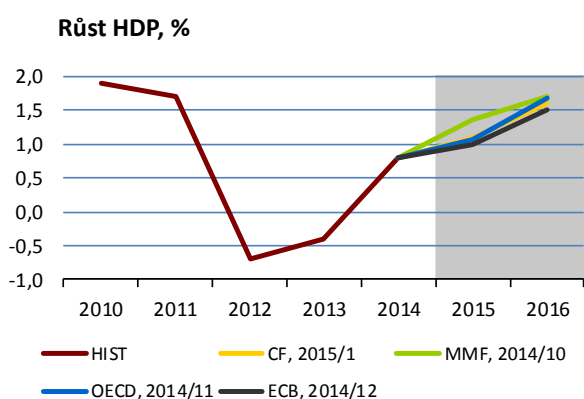


Zdroj: Bloomberg, Datastream

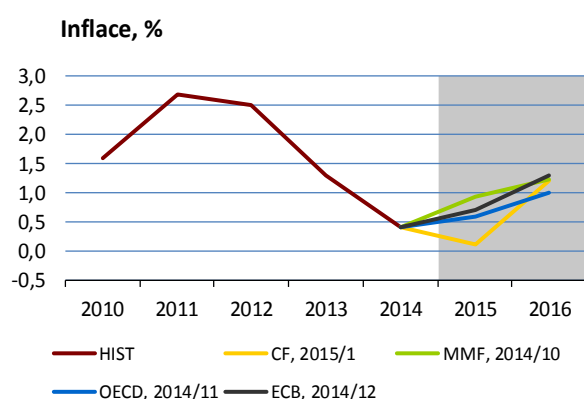
### II.1 Eurozóna

Mezičtvrtletní růst HDP v eurozóně zrychlil ve třetím čtvrtletí 2014 na 0,2 % (ve druhém čtvrtletí růst o 0,1 %). V závěru roku se očekává pokračující mírný nárůst ekonomiky podpořený mj. nižšími cenami ropy. Průmyslová produkce v listopadu zaznamenala vyšší než očekávaný meziměsíční nárůst (o 0,2 %), když proti poklesu výroby v energetickém sektoru působil výrazný nárůst produkce zboží dlouhodobé spotřeby, částečně související s předvánočními nákupy. Solidních hodnot dosáhly také maloobchodní tržby a předstihové ukazatele též signalizují mírné zlepšení aktivity ke konci roku. PMI ve zpracovatelském průmyslu v prosinci sice vzrostl (na 50,6) a jeho složka nových zakázek signalizuje zlepšení, stále se ale pohybuje jen těsně nad hranicí stagnace. Za celý rok 2014 se očekává zhruba 0,6% růst HDP eurozóny. Letos by měl růst zrychlit přibližně na 1 % a v příštím roce dále na 1,5 %.

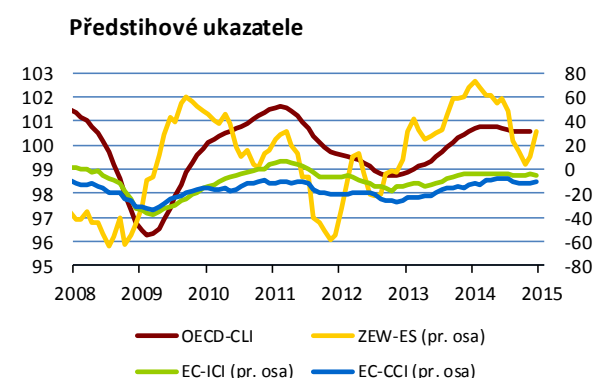
Inflace v eurozóně v prosinci poklesla o 0,5 p.b. na -0,2 %. Pokles do záporné hodnoty byl způsoben negativním příspěvkem cen energií, zatímco jádrová inflace (0,8 %), stejně jako inflace cen služeb (1,2 %), se pohybují zhruba na hodnotách zaznamenaných v předchozích měsících. V roce 2014 poklesla průměrná inflace o téměř 1 p.b. na 0,4 %. Letos by měla dle lednového CF dále zvolnit na 0,1 % a podle prosincové prognózy ECB, která nepočítala s výrazným snížením cen ropy v průběhu prosince a ledna, asi na 0,7 %. Výnosy dlouhodobějších dluhopisů většiny zemí eurozóny v průběhu ledna klesaly, přičemž některé dosáhly záporných hodnot. Tento pokles odráží jednak očekávání možného spouštění nákupů dluhopisů ze strany ECB, a dále pokles dlouhodobějších inflačních očekávání, který signalizují například pětileté inflační swapy. Naopak výnosy vládních dluhopisů Řecka vzrostly z důvodu nejistoty ohledně předčasných voleb konajících se na konci ledna.



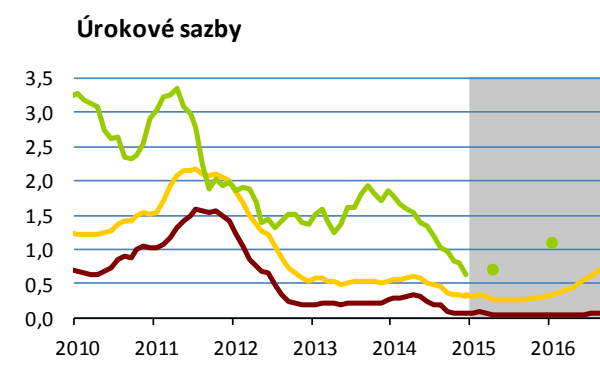
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,1 →	1,3	1,1	1,0 ↘
2016	1,6 ★	1,7	1,7	1,5 ↘



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	0,1 ↘	0,9	0,6	0,7 ↘
2016	1,2 ★	1,2	1,0	1,3 ↘



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
10/14	100,6	-5,1	-11,1	4,1
11/14	100,6	-4,3	-11,5	11,0
12/14		-5,2	-10,9	31,8

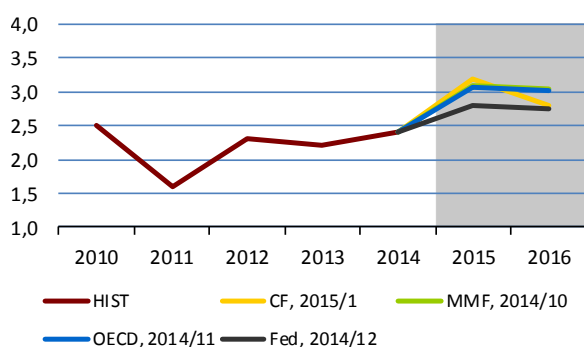


	12/14	01/15	06/15	12/15	06/16	12/16
EURIBOR 3M	0,08	0,07	0,05	0,05	0,06	0,11
EURIBOR 1R	0,33	0,32	0,26	0,31	0,56	0,96
Bund 10R	0,80	0,70	1,10			

## II.2 Spojené státy

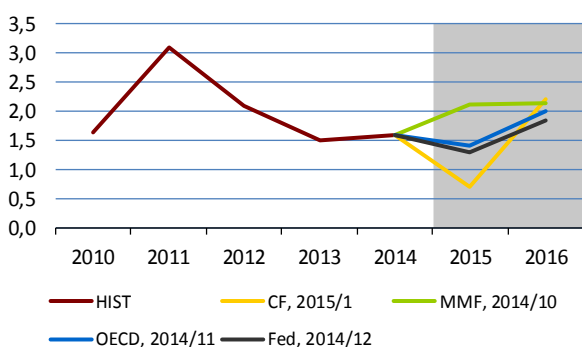
Hospodářský růst Spojených států v roce 2015 zrychlí nad 3 % podle většiny sledovaných institucí. Ve třetím čtvrtletí 2014 se zvýšila meziroční dynamika HDP na 2,7 % a za celý loňský rok je očekáván růst HDP o 2,4 %. V listopadu výrazně zrychlil také růst průmyslové produkce. Naopak předstihový ukazatel PMI v prosinci oslabil, stále se však nachází v expanzivním pásmu, což zakládá pozitivní očekávání pro další vývoj průmyslové produkce. Index spotřebitelské důvěry (Conference Board) se v prosinci zvýšil, výrazně také vzrostl index spotřebitelského sentimentu Michiganské university, což představuje pozitivní zprávu pro vývoj maloobchodních tržeb a spotřebitelské poptávky v letošním roce a pravděpodobně to souvisí také s poklesem ceny ropy. Inflační očekávání podle lednového průzkumu CF výrazně poklesla. Zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen je patrné také ze skutečných dat za listopad, kdy celková inflace zpomalila na 1,3 %, přičemž výraznější vliv poklesu ceny ropy je očekáván teprve v následujících měsících. Na tento vývoj zareagovaly implikované výhledy úrokových sazeb a výhled CF pro výnosy desetiletých vládních dluhopisů mírným poklesem. Okamžik prvního zvýšení základních úrokových sazeb Fedu se tak zřejmě posunul dále za horizont prvního pololetí roku 2015. Americký dolar navíc pokračoval ve svém posilování vůči euru. V prosinci 2014 už byl meziročně o více než 10 % silnější a v následujícím ročním horizontu je očekáváno jeho další posílení o 2,2 %.

Růst HDP, %



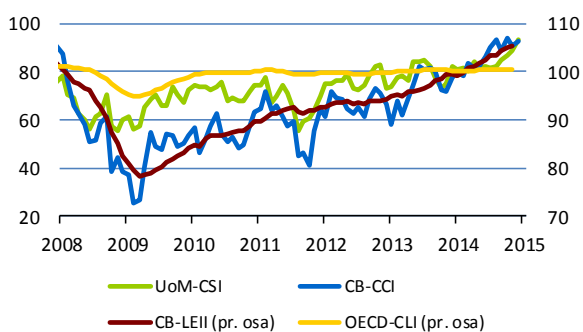
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	3,2 ↗	3,1	3,1	2,8 ↘
2016	2,8 ★	3,0	3,0	2,8 ↘

Inflace, %



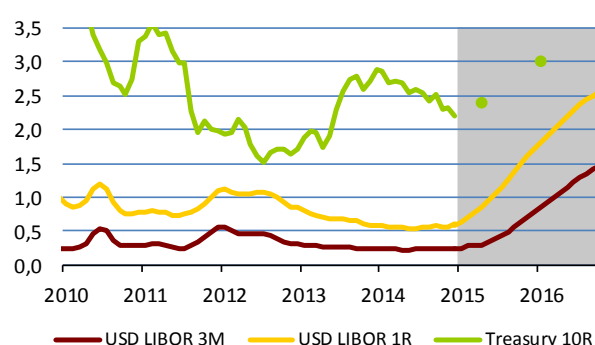
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,7 ↘	2,1	1,4	1,3 ↘
2016	2,2 ★	2,1	2,0	1,9 ↘

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
10/14	104,9	100,4	86,9	94,1
11/14	105,5	100,4	88,8	91,0
12/14			93,6	92,6

Úrokové sazby

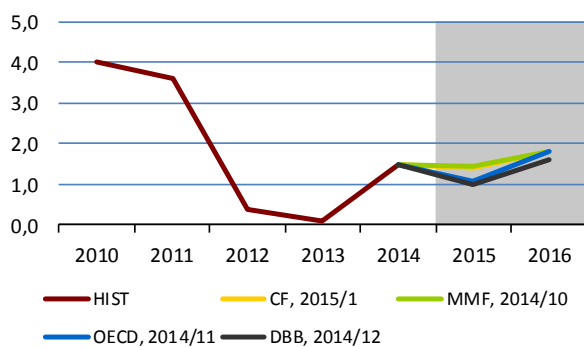


	12/14	01/15	06/15	12/15	06/16	12/16
USD LIBOR 3M	0,25	0,25	0,38	0,78	1,22	1,56
USD LIBOR 1R	0,60	0,63	1,05	1,71	2,28	2,69
Treasury 10R	2,21	2,40	3,00			

### II.3 Německo

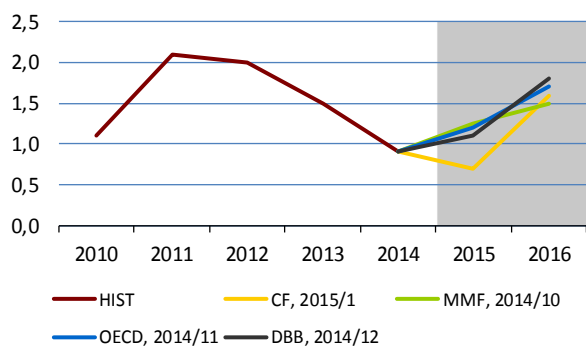
Ve třetím čtvrtletí loňského roku mezičtvrtletní hospodářský růst v Německu mírně posílil na 0,1 % ze stejně velkého poklesu v předchozím čtvrtletí. Meziroční dynamika HDP naopak oslabilo o 0,2 p.b. na 1,2 %. Ve čtvrtém čtvrtletí mezičtvrtletní růst díky vývoji domácí poptávky pravděpodobně poněkud vzrostl. Za celý minulý rok se HDP zvýšil podle předběžného odhadu o 1,5 %. Pro letošní rok se očekává hospodářský růst na zhruba stejné úrovni. Vzhledem k extrémně nízkým cenám ropy a oslabujícímu kurzu eura by ekonomický růst mohl být i vyšší. Tomu by nasvědčovaly i rostoucí hodnoty předstihových ukazatelů. V důsledku vyššího růstu a nízkých úrokových sazeb dosáhla německá vláda vyrovnaného federálního rozpočtu již v minulém roce. V prosinci se inflace snížila o 0,4 p.b. na 0,2 % hlavně v důsledku klesajících cen energií. Za celý minulý rok inflace dosáhla 0,9 % a v letošním roce by se podle lednového CF měla snížit na 0,7 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2015	1,4 ↗	1,5	1,1	1,0 ↘
2016	1,8 ★	1,8	1,8	1,6 ↘

Inflace, %

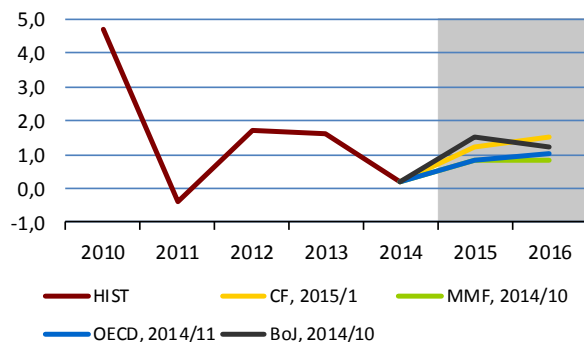


	CF	MMF	OECD	DBB
2015	0,7 ↘	1,2	1,2	1,1 ↘
2016	1,6 ★	1,5	1,7	1,8 ↘

### II.4 Japonsko

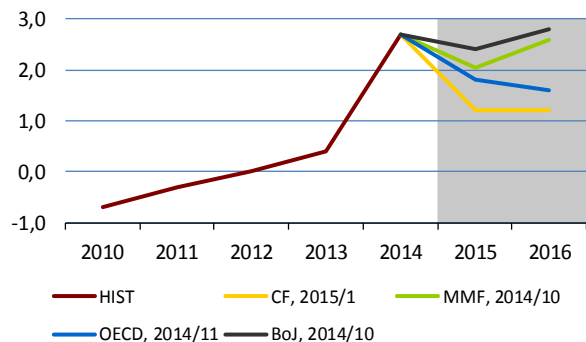
Celková japonská inflace v listopadu dále zpomalila na 2,4 % a bez započtení cen potravin na 2,7 %. Ekonomika čelí recesi a do dynamiky spotřebitelských cen se promítl také podstatný propad cen ropy. S výjimkou trhu práce nejsou ani nové údaje z ekonomiky příliš povzbudivé. V listopadu poklesla průmyslová produkce meziměsíčně o 0,6 %, dynamiku ztratily i maloobchodní tržby (pokles na 0,4 % mzr.). Spotřebitelská důvěra se propadla na úroveň z května letošního roku, kdy došlo k daňovým změnám. Kromě rozšíření stimuluů centrální banky byly ohlášeny další opatření vlády (na podporu zaostalých regionů, domácností na podpoře atd.) v rozsahu 3,5 bil. jenů. Nový balíček by však neměl přinést vyšší zadlužení, protože má být financován úsporami z předchozích let a vyšším realizovaným výběrem daní. Lednový CF revidoval směrem dolů (0,7 p.b.) pouze výhled inflace pro rok 2015.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	1,2 ↗	0,8	0,8	1,5
2016	1,5 ★	0,8	1,0	1,2

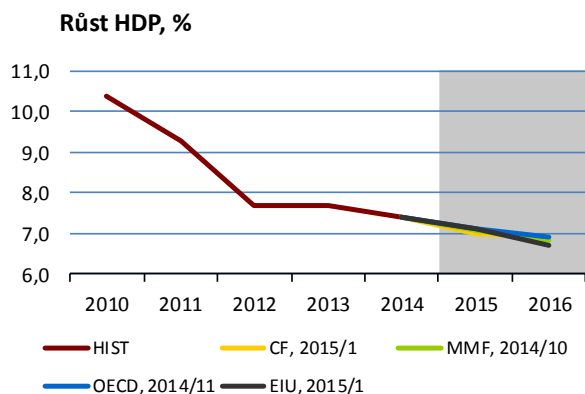
Inflace, %



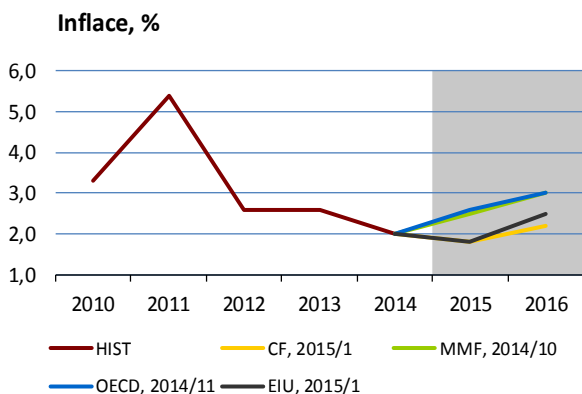
	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	1,2 ↘	2,0	1,8	2,4
2016	1,2 ★	2,6	1,6	2,8

## III.1 Čína

Prosincové hodnoty předstihových ukazatelů ve zpracovatelském průmyslu naznačují, že i v posledních měsících roku 2014 růst čínské ekonomiky zpomaloval: HSBC PMI klesl pod hranici 50 bodů, indikující pokles v tomto sektoru, a oficiální čínský NBS PMI se udržel jen těsně nad touto hranicí. Vliv na zvolnění růstu mělo i zpomalení reálního sektoru, představujícího přibližně 15 % čínské ekonomiky. Meziroční index cen nových nemovitostí klesá již 11 měsíců v řadě. Poptávku na reálním trhu se snaží podpořit svými opatřeními banky a místní vlády. K podpoře poptávky přispěla i centrální banka, která v listopadu poprvé po více než dvou letech snížila úrokovou sazbu o 0,4 p.b. na 5,6 %. Spotřebitelská inflace se v prosinci mírně zvýšila na 1,5 %, hlavně díky příspěvku cen potravin. Roční míra inflace za rok 2014 dosáhla podle CF pouze 2 %, a v roce 2015 by pak shodně podle CF a EIU měla klesnout na 1,8 %. Růst HDP v roce 2014 odhaduje CF na 7,4 %. Výhledy mezinárodních institucí pro hospodářský růst v roce 2015 se pohybují kolem 7%, v roce 2016 by pak měl růst ekonomiky mírně zpomalit na zhruba 6,8 %.



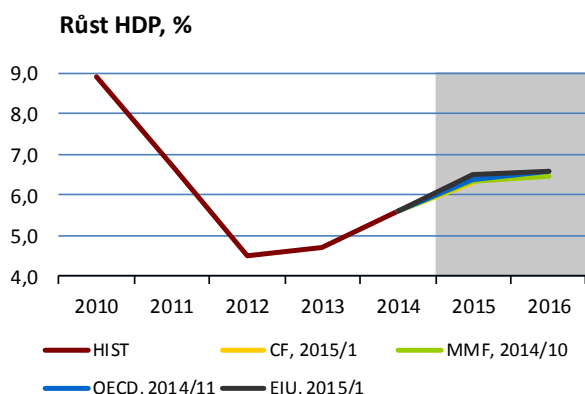
	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	7,0 ➔	7,1	7,1	7,1 ➔
<b>2016</b>	6,9 ★	6,8	6,9	6,7 ★



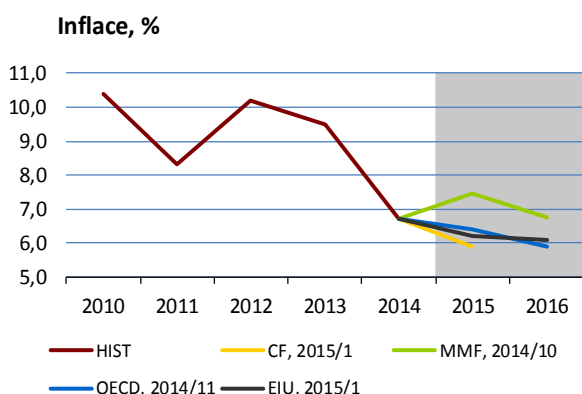
	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	1,8 ➔	2,5	2,6	1,8 ➔
<b>2016</b>	2,2 ★	3,0	3,0	2,5 ★

## III.2 Indie

Po rekordním poklesu indické inflace na 4,4 % v listopadu se její prosincová hodnota zvýšila na 5,0 %, hlavně vlivem růstu cen potravin. Jde nicméně o nižší než očekávaný nárůst a o druhou nejnižší hodnotu v roce 2014. Indická centrální banka využila příznivý inflační vývoj a v lednu snížila sazbu o 0,25 p.b. na 7,75 %. Za celý rok 2014/2015 (indický fiskální rok končí v březnu) by podle CF měla inflace dosáhnout úrovně 6,7 % a pro příští rok CF i EIU její odhady snížily na 5,9 % až 6,2 %. Další kroky centrální banky budou záviset na rozpočtu na rok 2015/2016, který v únoru předloží vláda. Pozitivní zprávou pro indickou ekonomiku je listopadové oživení průmyslové produkce, která meziročně vzrostla o 3,8 % (po říjnovém propadu o 4,2 %), a také setrvalý růst PMI ve zpracovatelském průmyslu, který v prosinci dosáhl nejvyšší hodnoty za uplynulé dva roky. Pro celý rok 2014/2015 CF odhaduje růst HDP na 5,6 %. Pro rok 2015/2016 se výhledy mezinárodních institucí nezměnily, růst by se měl pohybovat v rozmezí 6,3 % až 6,5 %.



	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	6,3 ➔	6,4	6,4	6,5 ➔
<b>2016</b>	6,3 ★	6,5	6,6	6,6 ★

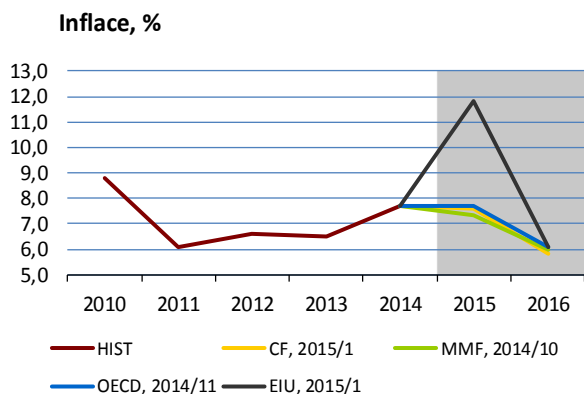
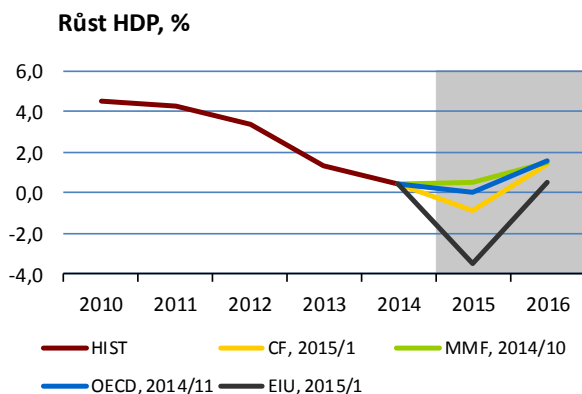


	CF	MMF	OECD	EIU
<b>2015</b>	5,9 ➔	7,5	6,4	6,2 ➔
<b>2016</b>	5,9 ★	6,7	5,9	6,1 ★



### III.3 Rusko

Ruská centrální banka kvůli podpoře rublu přistoupila v polovině prosince k nečekanému skokovému zvýšení klíčové úrokové sazby o 6,5 p.b. na 17 %. I přesto se kurz ruské měny krátkodobě propadl až k hodnotě 80 RUB/USD, poté však posílil zpět na úroveň 60–65 RUB/USD. Centrální banka po propadu měny intervenovala ve prospěch rublu také na devizovém trhu, přičemž v prosinci objem intervencí dosáhl 11,9 mld. USD. Za účelem stabilizace finančního sektoru přijala dolní komora ruského parlamentu v prosinci zákon o státní podpoře významných bank a první instituce již začaly pomoc státu využívat. Oslabený kurz rublu prosakoval i do zvýšení inflace, která v prosinci dosáhla 11,4 % (ceny potravin rostly dokonce tempem 15,4 %); inflace za celý rok 2014 dosáhla podle EIU 7,7 %. Růst ruské ekonomiky byl v roce 2014 velmi nízký, CF odhaduje jeho výši na 0,4 %. Pro rok 2015 CF i EIU razantně snížily své predikce vývoje ruského HDP na pokles -0,9 % až -3,5 % a zvýšily výhled inflace, která by se v roce 2015 měla pohybovat v rozmezí 7,6 % až 11,8 %.

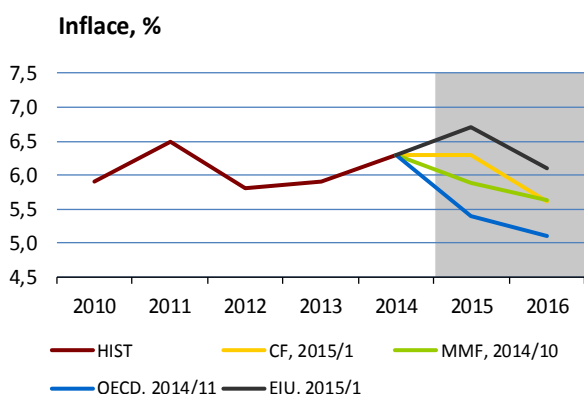
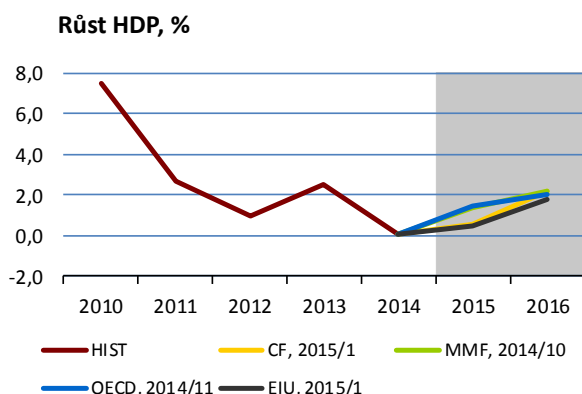


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	-0,9	0,5	0,0	-3,5
2016	1,4	1,5	1,6	0,5

	CF	MMF	OECD	EIU
2015	7,6	7,3	7,7	11,8
2016	5,8	6,0	6,1	6,1

### III.4 Brazílie

Brazilská inflace v prosinci klesla o 0,1 p.b. na 6,4 % v meziročním vyjádření, nicméně již v lednu je očekáván její nárůst, hlavně vlivem navýšení některých regulovaných cen. Roční míra inflace za rok 2014 dosáhla podle EIU 6,3 % a zůstala tak v tolerančním pásmu cíle centrální banky. Společně se slabým kurzem realu (který za rok 2014 oslabil o 11 % a klesá již čtyři roky v řadě) by však lednový růst inflace mohl být pro centrální banku impulsem k mírnému zvýšení sazeb. Nový brazilský vládní ekonomický tým oznámil první kroky ke snižování rozpočtového deficitu, a to jak na straně omezování vládních výdajů, tak na straně zvyšování daní. Cílem nového ministra financí je docílit primárního rozpočtového přebytku ve výši 1,2 % HDP v roce 2015 a minimálně 2 % HDP v letech 2016 a 2017 (za 12 uplynulých měsíců byl dosažen deficit ve výši 0,2 % HDP). Růst brazilské ekonomiky byl podle odhadu CF v roce 2014 pouze 0,1 %, pro rok 2015 CF i EIU své výhledy růstu mírně snížily na 0,5 % až 0,6 %.

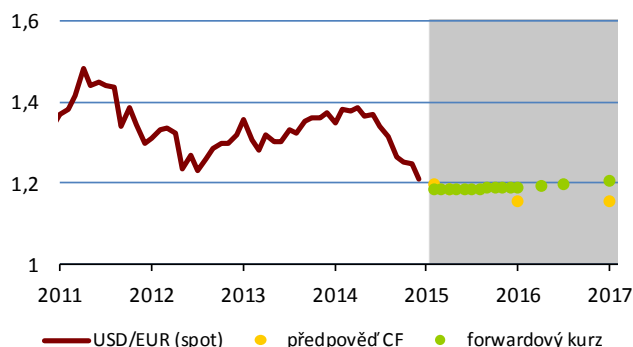


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	0,6	1,4	1,5	0,5
2016	2,2	2,2	2,0	1,8

	CF	MMF	OECD	EIU
2015	6,3	5,9	5,4	6,7
2016	5,6	5,6	5,1	6,1

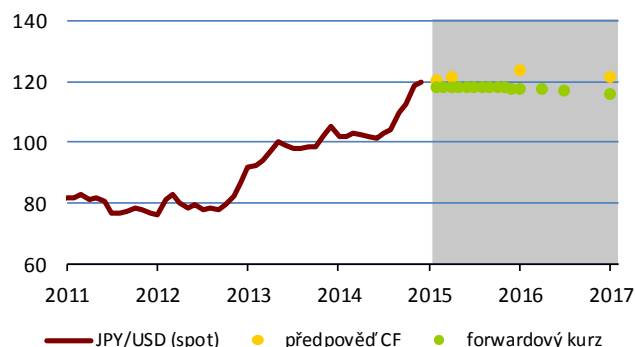
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## Euro



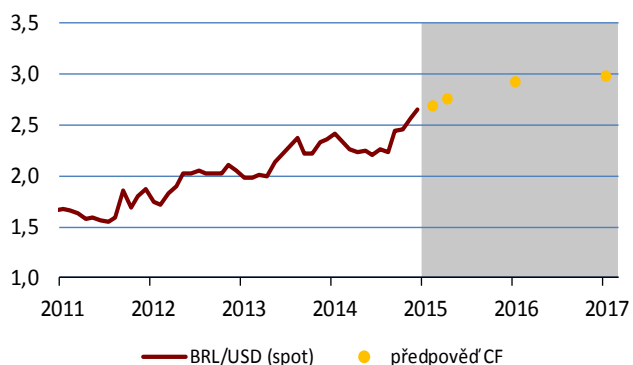
	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	1,182				
předpověď CF		1,195	1,183	1,156	1,154
forwardový kurz		1,184	1,184	1,190	1,206

## Japonský jen



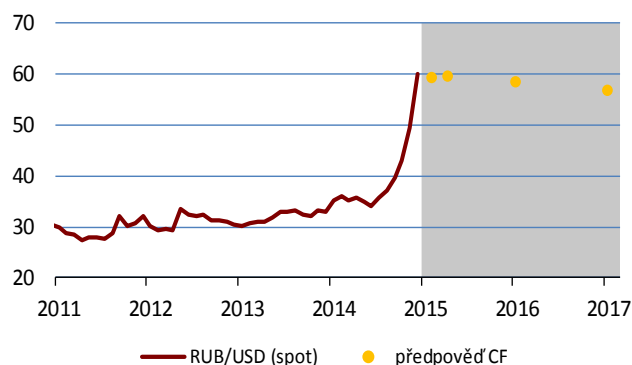
	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	118,6				
předpověď CF		120,1	121,4	123,5	121,6
forwardový kurz		118,3	118,3	117,7	115,9

## Brazilský real



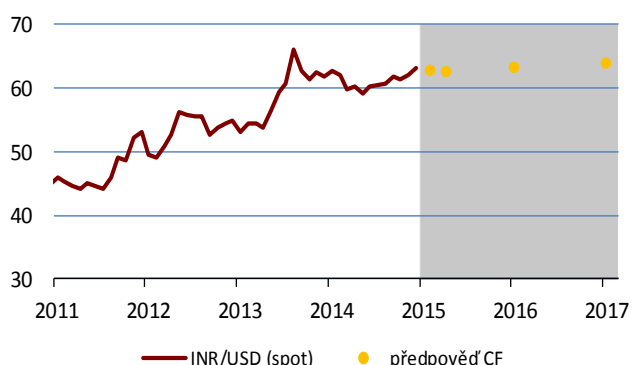
	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	2,663				
předpověď CF		2,680	2,745	2,912	2,973

## Ruský rubl



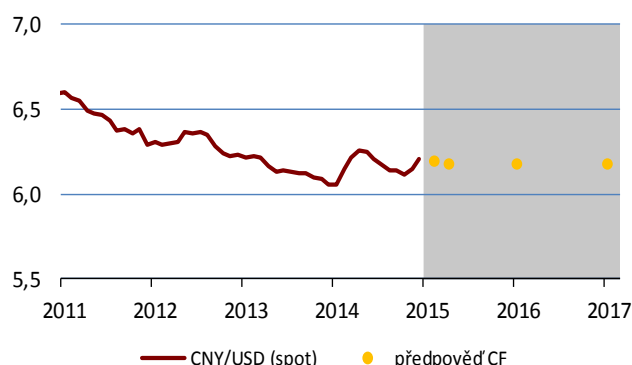
	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	62,95				
předpověď CF		59,16	59,48	58,46	56,75

## Indická rupie



	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	62,24				
předpověď CF		62,72	62,39	63,05	63,74

## Čínský renminbi



	12/1/15	02/15	04/15	01/16	01/17
spotový kurz	6,204				
předpověď CF		6,186	6,177	6,173	6,173

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

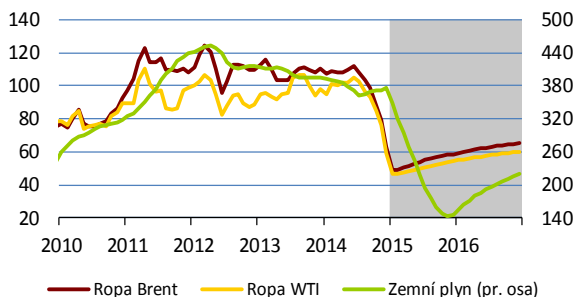
## V.1 Ropa a zemní plyn

Pokles cen ropy zrychlil na konci listopadu poté, co se ropný kartel OPEC na svém zasedání rozhodl zachovat stávající objem těžby a přenechat vývoj na trhu s ropou čistě tržním mechanismům. V první polovině ledna se cena ropy Brent propadla až pod 46 USD/b, což byla nejnižší hodnota od března 2009. K poklesu cen ropy nadále přispívá posilující americký dolar, ale zejména fundamentální převis nabídky ropy nad poptávkou. Dle statistiky OPEC rostla světová produkce ropy v roce 2014 o 2 mb/d a její růst zrychloval zejména ke konci roku, zatímco globální spotřeba vzrostla méně než o 1 mb/d, když její růst byl tlumen zpomalující čínskou ekonomikou a ekonomickými problémy v Rusku. Cenové křivky futures kontraktů mají tvar „contango“ jak pro ropu Brent, tak WTI. To znamená, že na trhu je aktuálně přebytek fyzické ropy, který snižuje spotové ceny oproti cenám vzdálenějších kontraktů. Tento stav zvýhodňuje skladování ropy, což potvrzují rostoucí zásoby ropy WTI v americkém Cushingu i zvýšená poptávka asijských obchodníků po skladování arabské ropy a ropy Brent v obřích tankerech na moři.

Společnost Goldman Sachs (GS) snížila předpověď cen ropy v horizontu tří měsíců na 42 (Brent) resp. 41 USD/b (WTI). Pro celý rok 2015 byla předpověď snížena z cca 84 na 50 USD/b resp. ze 74 na 47 USD/b. GS předpokládá, že trh může mít strukturu „contango“ zhruba rok, aniž by narazil na přeplněné skladovací kapacity. Mírně vyšší ceny ropy očekává banka Sociétés Générale, která rovněž snížila svou předpověď pro rok 2015, a to na 55 USD/b (Brent) resp. 51 USD/b (WTI), což je v souladu s tržním výhledem. Lednov  CF oekav  do konce dubna růst ceny ropy Brent na 57,1 USD/b a v ročním horizontu cenu 67,6 USD/b.

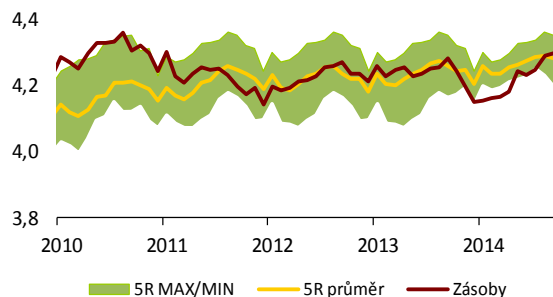
Spotov  tržní ceny zemního plynu klesaly od konce listopadu jak v USA, tak v Evropě díky m rn j  zimě a vysok m zásobám.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD/1000m<sup>3</sup>)

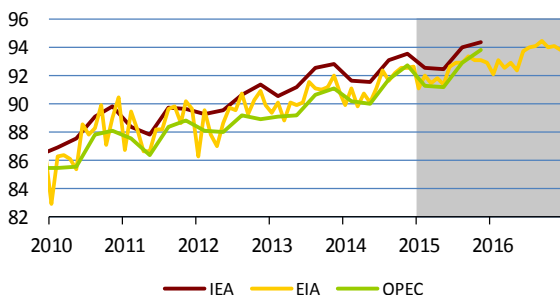


	Brent	WTI	Plyn
2015	53,91	50,43	221,73
2016	62,51	57,63	191,67

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

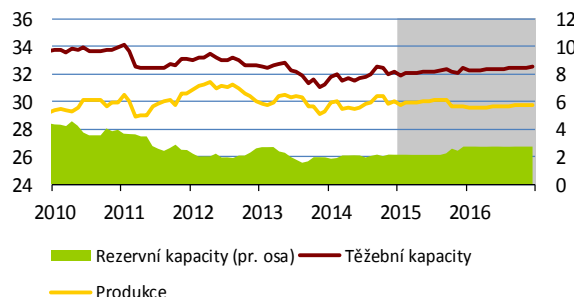


Sv tov  spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	92,44	91,39	91,15
2016	93,34	92,39	92,30

Produkce, celkov  a rezervní kapacity zemní OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	29,87	31,92	2,05
2016	29,91	32,16	2,25

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucn  ceny ropy ( ed  oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucn  ceny plynu jsou modelov  odvozeny od cen ropy. Celkov  zásoby ropy (tedy komercn  i strategick ) v zemích OECD v . průměru, maxima a minima za minulých pět let v mln. barelů. Sv tov  spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA).

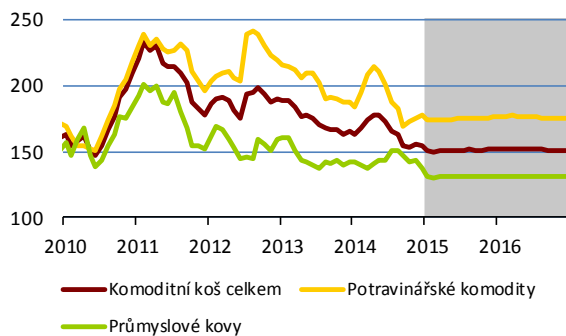
Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

## V.2 Ostatní komodity

Po krátkodobém růstu v listopadu index cen neenergetických komodit v prosinci opět mírně poklesl a v první polovině ledna se pokles ještě zrychlil, zejména zásluhou obdobného vývoje indexu cen průmyslových kovů. Ceny průmyslových kovů klesaly jednak v reakci na posilování amerického dolaru, jednak vlivem horšího výhledu průmyslu, když PMI v listopadu poklesl v USA a v Číně (tam dokonce pod 50), stagnoval v Japonsku a jen mírně vzrostl v Evropě. K poklesu přispěly i nízké ceny energií, které tvoří značnou část nákladů na těžbu a zpracování. Na ochlazení poptávky v Číně reagovaly poklesem zejména ceny mědi. Ceny hliníku se značně snížily díky poklesu cen ropy a cena železné rudy klesla nejnižší od května 2009, když hlavní těžaři pokračovali v rozšiřování nových kapacit ve snaze vytlačit z trhu dražší konkurenci.

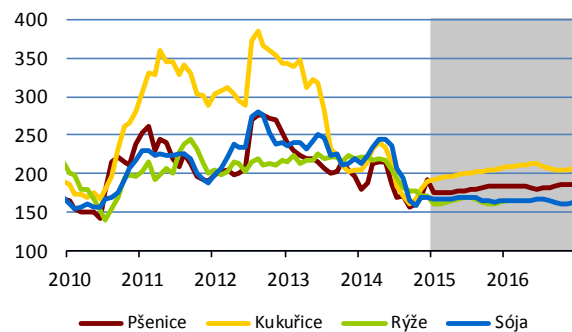
Průměrný měsíční index cen potravinářských komodit mírně rostl v celém čtvrtém čtvrtletí 2014, data za první polovinu ledna však naznačují jeho pokles (zejména v důsledku vývoje cen pšenice), a následnou stagnaci. Cena pšenice vzrostla poté, co ruská vláda zavedla vývozní cla, která by mohla omezit vývoz, ale od poloviny prosince opět klesá v důsledku vysokých zásob v USA. Cena sóji prakticky stagnuje již od začátku listopadu, a to i přes zvýšený odhad úrody v Brazílii díky příznivému vývoji počasí. Ceny kukuřice vzrostly v první polovině prosince a poté stagnovaly, když na jedné straně nízké ceny benzínu v USA snižují poptávku po bio-etanolu, ale na druhé straně se očekává zvýšená poptávka z EU po kukuřici jako krmivu. Tato očekávání zvyšují ceny kukuřice na předpovědi. Ceny cukru v uplynulém měsíci klesaly, stejně jako ceny vepřového masa. Klesly i volatilní ceny hovězího masa, které by se nadále měly vzdalovat od svého historického maxima z listopadu 2014. Naopak poměrně silně vzrostla cena kaučuku.

### Indexy cen neenergetických komodit



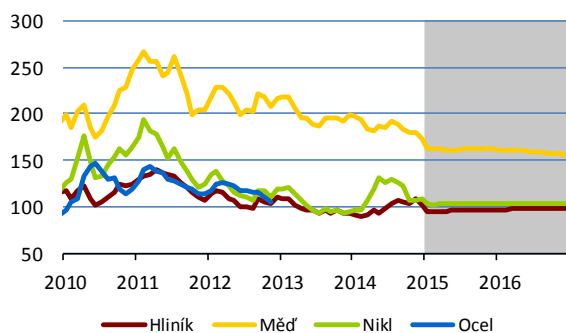
	<b>Celkem</b>	<b>Potraviny</b>	<b>Kovy</b>
2015	164,8	189,8	143,1
2016	150,9	174,7	131,1

### Potravinářské komodity



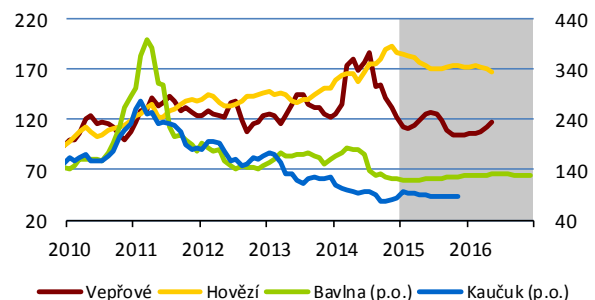
	<b>Pšenice</b>	<b>Kukuřice</b>	<b>Rýže</b>	<b>Sója</b>
2015	184,6	199,3	197,9	205,2
2016	178,9	200,1	163,9	166,9

### Kovy



	<b>Hliník</b>	<b>Měď</b>	<b>Nikl</b>
2015	98,5	184,9	114,7
2016	95,7	161,7	102,8

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	<b>Vepřové</b>	<b>Hovězí</b>	<b>Bavlna (p.o.)</b>	<b>Kaučuk (p.o.)</b>
2015	154,3	173,4	151,8	92,1
2016	154,3	173,4	151,8	92,1

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

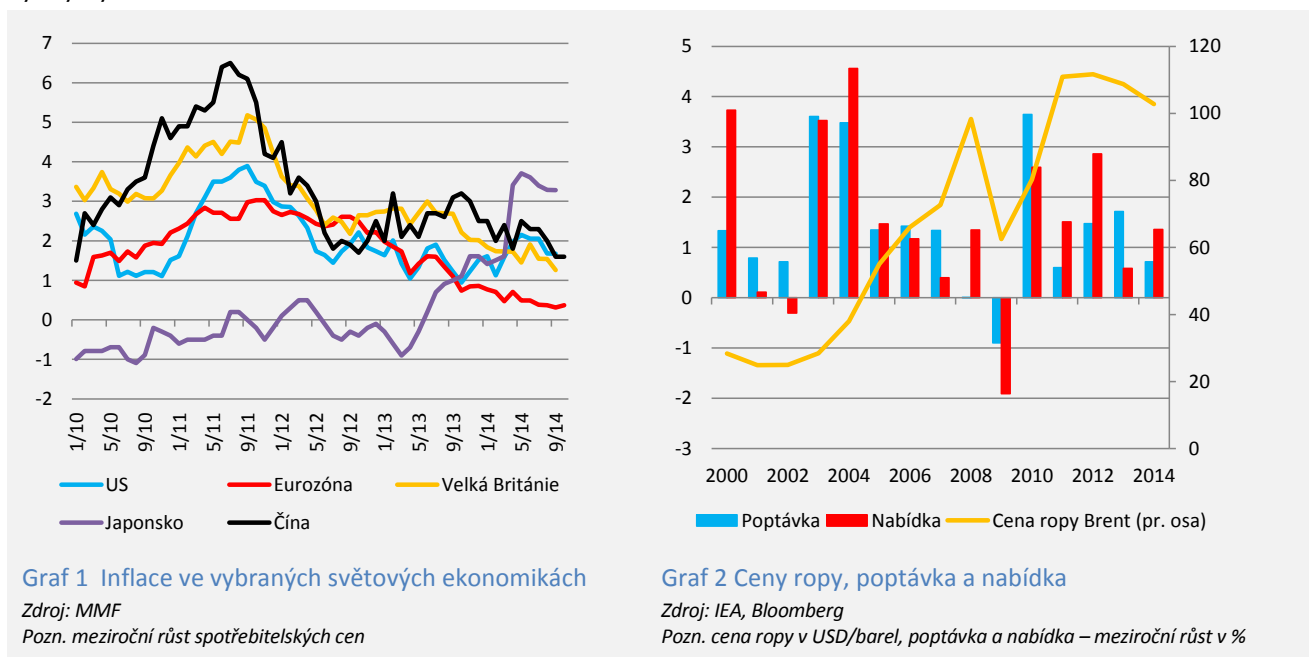
Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

## Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR<sup>1</sup>

Dezinflační tlaky v posledních měsících se projevily ve většině vyspělých ekonomik, nejen v eurozóně. Při relativně ukotvených inflačních očekáváním došlo i k přehodnocení výhledů inflace na příští rok. Hlavním důvodem je prudce klesající cena ropy, která se na začátku ledna dostala pod hranici 52 USD/barel v případě ropy Brent a pod 49 USD/barel u ropy WTI. Vedle obchodních a finančních vazeb patří sdílení vzácných zdrojů (ropy či jiných komodit) mezi kanály přenosu globálních šoků. Jedním z možných způsobů, jak vzájemné interakce a přelévání šoků modelovat, je využití globálního vektorového autoregresního modelu (GVAR). Naše odhady naznačují, že pokles ceny ropy vede k nárůstu protiinflačních tlaků, zejména pak v krátkém horizontu. Proinflační působení cenového šoku je patrné jen u některých vývozců ropy (Indonésie, Rusko), kde převládá vliv oslabení domácí měny. U některých vyspělých ekonomik, jako v případě eurozóny či Velké Británie, je působení ropného šoku za předpokladu reakce měnové politiky mírně protiinflační. Pokud však země dosáhla hranice nulových sazeb, lze očekávat podstatně větší dopad propadu cen ropy na inflaci. Bližší pohled na jednotlivé členské státy eurozóny nám GVAR nenabízí. Lze však usuzovat, že u zemí, kde energetické položky jsou ve spotřebním koši zastoupeny vyšší váhou, bude vliv ropného šoku silnější.

### 1 Utlumené inflační tlaky a možný vliv poklesu cen ropy

Zpomalující inflace není nový fenomén. V některých vyspělých ekonomikách je inflace pod cílem centrální banky vlivem výrazně záporné mezery výstupu (např. eurozóna), ale trend poklesu dynamiky spotřebních cen lze pozorovat také v případě Číny či Velké Británie (viz Graf 1). V posledních měsících zpomaluje inflace i ve Spojených státech, v prostředí robustního oživení, a také japonský scénář s trvale vyšší inflací se zatím nenaplnjuje. Centrální banky v Japonsku či eurozóně již přistoupily k aktivním krokům ve snaze čelit dezinflaci, když ani výhledy na rok 2015 nenaznačují podstatný obrát v trendu. Jedním z faktorů, který se do revizí výhledů může začít promítat, je aktuální pokles cen ropy, jenž nemusí mít charakter krátkodobé výchytky.



Po dvouletém období relativní stability, kdy se průměrná měsíční cena ropy vyvíjela bez zjevného trendu, došlo ve druhé polovině roku 2014 k výrazné změně a cena ropy Brent se od poloviny června do konce roku propadla o více než 50 %. Důvodem bylo nejen oslabení růstu globální poptávky, především v důsledku zpomalení ekonomického růstu v Evropě a Číně, ale i rychlý růstu těžby na severoamerickém kontinentu. Zároveň rostla i těžba v některých zemích OPEC, které se zotavují po předchozích vnitropolitických konfliktech. OPEC nejvíce ochotu omezovat těžbu v obavách ze ztráty tržního podílu. Přehled nabídky nad poptávkou na trhu tak snižuje rizikovou prémii, kterou by jinak trh započítal z důvodu přetrvávajícího geopolitického napětí, a žene cenu ropy dolů.

<sup>1</sup> Autory jsou Soňa Benecká (sona.benecka@cnb.cz) a Jan Hošek (jan2461.hosek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

Klesající ceny ropy se promítají do nižších cen energií a pohonných hmot, což vede k dalšímu zpomalení inflace. V delším horizontu by však nižší vstupní náklady firem a rostoucí reálný disponibilní důchod domácností – pokud nebude negativně zasažen sekundárními efekty poklesu cen ropy v podobě pomalejšího růstu nominálních mezd – měly podpořit růst globální ekonomiky. Vzhledem k různé energetické náročnosti spotřeby a produkce, regulaci cen a různým kurzovým režimům se však celkový efekt na inflaci může v různých ekonomikách lišit. Dopadům ropných šoků na spotřebitelskou inflaci se věnovala celá řada odborných článků. Ty však nebraly v potaz vliv sekundárních efektů v souvislosti s větší globální provázaností ekonomik. Proto v následujícím textu zhodnotíme dopady aktuálního ropného šoku pomocí modelu GVAR.

## 2 Dopad ropného šoku v modelu GVAR

Globální vektorový autoregresní model (GVAR) nabízí relativně jednoduchý a efektivní způsob, jak modelovat vzájemné vztahy mezi ekonomikami. Mezi možné kanály přenosu zde patří nejen vazby zahraničně-obchodní, ale i finanční, stejně jako sdílení vzácných zdrojů (ropy či jiných komodit). Na rozdíl od jiných globálních makroekonomických modelů není GVAR postaven na strukturálních předpokladech, ale strukturální vazby lze v modelu testovat. Náš model, který navazuje na práci Dees et al. (2007), zahrnuje 31 rozvíjejících se i vyspělých ekonomik. Eurozóna je modelována jako jedna země. Mezi proměnné používané v modelu patří reálný HDP, inflace, krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby, reálný kurz a akciový index. Cena ropy je globální proměnná, která je pod vlivem zpětných efektů z ekonomik a do jisté míry rovněž ovlivňuje vývoj ostatních komodit<sup>2</sup>. Čtvrtletní data zahrnují období od roku 1995 do roku 2013, tj. i období globální finanční krize.

Jak již bylo naznačeno, GVAR umožňuje konzistentně a efektivně studovat nejen přímý vliv různých šoků, ale také vliv sekundárních efektů, které souvisejí s větší obchodní a finanční provázaností ekonomik. Sekundární efekty mohou do značné míry změnit efekt původního šoku. V následujícím textu je osvětleno, jak je tomu v případě šoku do cen ropy v uvedeném modelovém rámci.

Šok do cen ropy z důvodu nižší globální **poptávky** je spojen s poklesem inflace při nižším růstu ekonomiky bez ohledu na to, zda země ropu dováží či vyváží. Je doprovázen propadem v produkci ropy. Výrazněji mohou být ovlivněny země, které nejen ropu dovážejí, ale také nejvíce obchodují s exportéry ropy. Kromě přímého nákladového kanálu budou tyto ekonomiky čelit navíc propadu zahraniční poptávky. Pokud je však šok způsoben **nabídkou**, např. inovacemi v těžbě ropy z břidlic, pokles cen ropy je doprovázen nižší inflací a současně vyšším růstem ekonomiky v případě zemí dovážejících ropu. Celková produkce ropy by měla vzrůst, a v takovém případě nebude dopad na růst zemí vyvážejících ropu jednoznačný. Podobně se může lišit reakce zemí v závislosti na tom, zda a v jakém rozsahu obchodují s exportéry ropy.

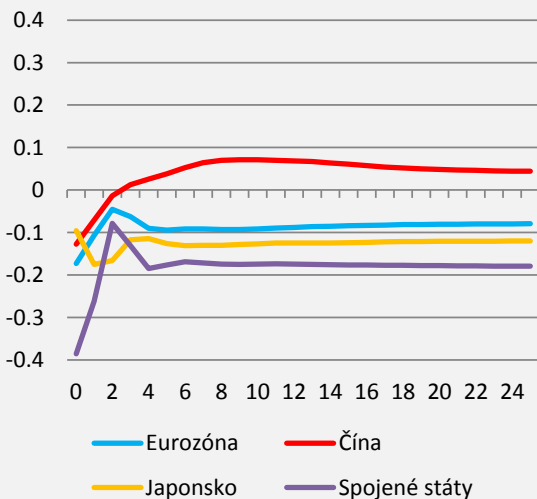
Aktuálně pozorovaný propad ceny ropy je způsoben nejen nižší poptávkou, ale i vyšší nabídkou v souvislosti s nárůstem těžby v USA. Je nad rámec tohoto materiálu ukázat odlišnou reakci ekonomik v závislosti na typu šoku, ale lze shrnout, že pokles cen ropy by se měl odrazit ve zpomalení růstu cenové hladiny, zejména u zemí dovážejících ropu. To potvrzují také výsledky našich odhadů pomocí modelu GVAR (Grafy 3 až 6), které ukazují impulzní odezvy (GIRF) v procentních bodech na snížení ceny ropy v rozsahu 1 směrodatné odchylky. To je ekvivalentní asi 13% poklesu ceny za čtvrtletí<sup>3</sup>.

Šok z poklesu cen ropy má značný protiinflační efekt u vyspělých ekonomik zejména v prvním čtvrtletí následujícím po šoku. Trvalý efekt na inflaci v eurozóně a Japonsku je 0,1 až 0,12 p.b., zatímco v případě USA je efekt mírně vyšší. Rozdílné výsledky pro USA oproti předchozím studiím jsou způsobeny odlišným modelováním ceny ropy. V naší verzi není cena ropy endogenní v rámci modelu USA, ale je modelována nezávisle (jako dominantní proměnná) a reaguje na světovou poptávku a inflaci (ve formě zpětných efektů).

V případě dalších vyspělých ekonomik jako Kanada či Austrálie je efekt ropného šoku v prvním čtvrtletí po šoku výraznější, ale celkově je spíše omezený. Větší protiinflační efekt lze pozorovat v případě Norska, zatímco v případě Velké Británie je vliv slabý. Posledně jmenovaná země pak v roce 2004 ztratila status čistého exportéra ropy a vzhledem ke zvolenému období (1995 až 2013) je dopad tedy do značné míry podobný tomu pro eurozónu.

<sup>2</sup> Pro podrobnější analýzu vzájemných vztahů mezi ropou, makroekonomickými veličinami a cenami ostatních komodit viz Hošek, Komárek a Motl (2011).

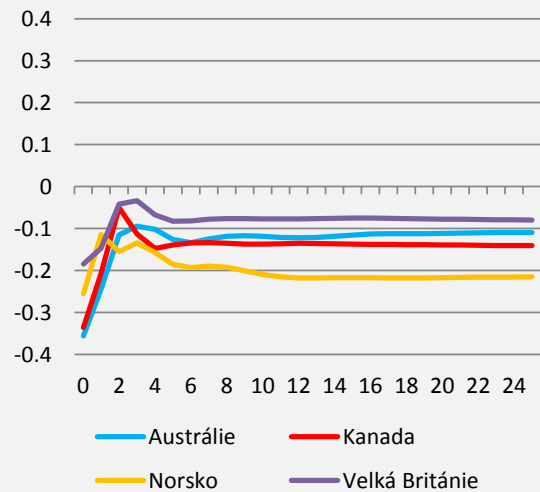
<sup>3</sup> Generalizovaná IR analýza je v modelu GVAR postavena na datech v úrovních, zatímco odhady parametrů jsou provedeny ve VECM. Proto šoky budou mít obvykle trvalý efekt.



Graf 3 Dopad snížení ceny ropy na inflaci ve vybraných světových ekonomikách dovážejících ropy

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn. Impulzní odezvy v procentních bodech na snížení ceny ropy v rozsahu 1 směrodatné odchylky, na horizontální ose čtvrtletí



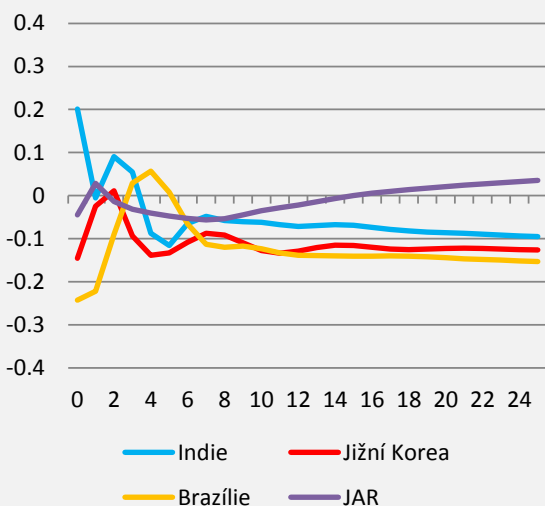
Graf 4 Dopad snížení ceny ropy na inflaci ve vybraných komoditních exportérech skupiny OECD

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn. Impulzní odezvy v procentních bodech na snížení ceny ropy v rozsahu 1 směrodatné odchylky, na horizontální ose čtvrtletí.

Výsledky pro Čínu se mohou zdát překvapivé, výrazně se však nerozcházejí s předchozí literaturou (Cashin et al., 2012). Prvotní efekt poklesu cen ropy má protiinflační dopad, ale během dvou let může převážit vliv oživení poptávky a následující růst inflačních tlaků. Navíc Čína je sice již největším světovým dovozcem ropy (následovaná Spojenými státy), ale více než 60 % domácí spotřeby energií pokrývá uhlím. Proto výkyvy cen ropy nemusejí mít na tuto ekonomiku tak významný vliv. V Číně je navíc uplatňována značná cenová regulace, což dále omezuje citlivost spotřebitelských cen na pohyb ceny ropy.

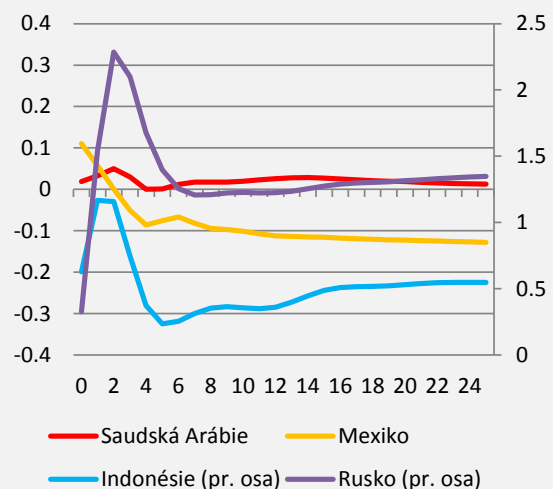
Protiinflační efekt poklesu ceny ropy je patrný i u ostatních rozvíjejících se ekonomik (Graf 5). Reakce zemí, které vyvážejí ropy, jsou však různé. V případě Mexika je patrný protiinflační vliv, zatímco dopad na spotřebitelské ceny v Saudské Arábii je téměř nulový (Graf 6). Indonésie a Rusko však zaznamenávají výrazně proinflační tlaky, podpořené oslabením domácích měn.



Graf 5 Dopad snížení ceny ropy na inflaci ve vybraných rozvíjejících se ekonomikách dovážejících ropy

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn. Impulzní odezvy v procentních bodech na snížení ceny ropy v rozsahu 1 směrodatné odchylky, na horizontální ose čtvrtletí



Graf 6 Dopad snížení ceny ropy na inflaci u vybraných exportérů ropy

Zdroj: vlastní výpočty

Pozn. Impulzní odezvy v procentních bodech na snížení cen ropy v rozsahu 1 směrodatné odchylky, na horizontální ose čtvrtletí.

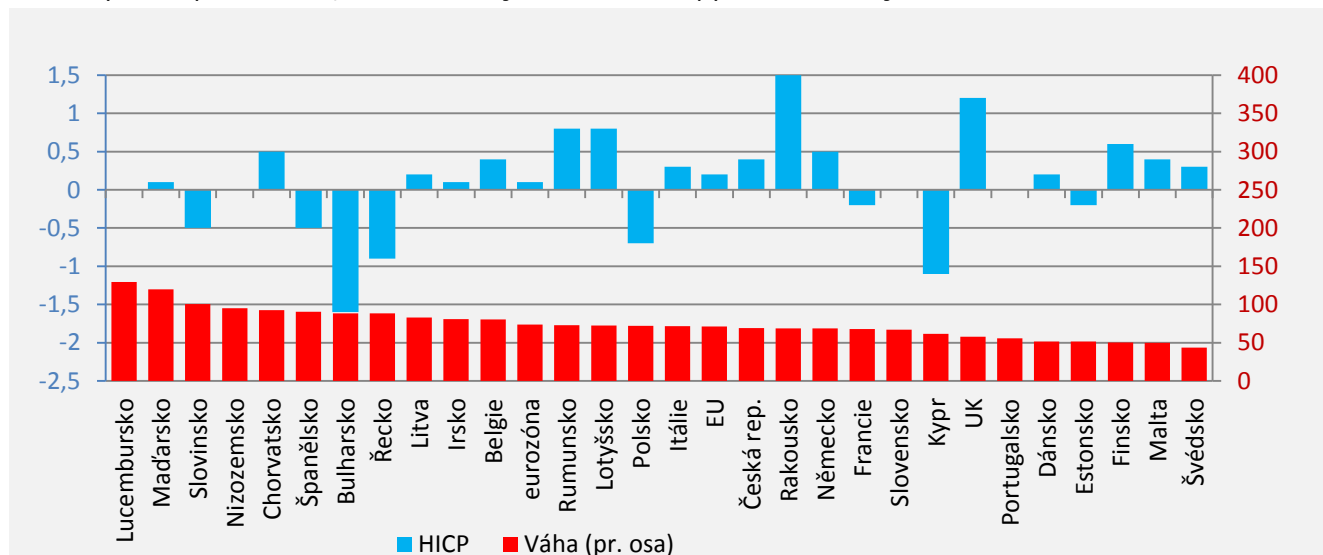
Celkově lze shrnout, že pokles ceny ropy vede k nárůstu protiinflačních tlaků, zejména pak v krátkém horizontu. Celkový efekt závisí na stupni rozvinutosti ekonomiky a její velikosti. Proinflační působení

cenového šoku je pak patrné jen u některých vývozců ropy (Indonésie, Rusko), kde převládá vliv oslabení domácí měny nad ztrátou ekonomického výkonu. Naše výsledky také naznačují, že na ropný šok obvykle reaguje měnová politika. Při poklesu cen ropy by se tedy dalo očekávat další uvolnění měnové politiky. V současné situaci, kde mnohé země čelí nulové spodní hranici sazeb, však nejsou výrazné kroky centrálních bank reálné, a proto mohou být protiinflační dopady poklesu cen ropy výraznější.

### 3 Vliv ropy v HICP evropských zemí

V současném nastavení poskytuje náš GVAR informace o celkovém globálním působení šoků, ale nelze jej použít pro analýzu dopadů na jednotlivé členské země eurozóny. Proto jen krátce nastíníme srovnání vlivu cen ropy za pomoci vah energetických komodit a pohonných hmot ve spotřebním koši.

Obecně lze říci, že země eurozóny, resp. EU, jsou hospodářsky rozvinuté a váha energetických komodit a pohonných hmot v jejich spotřebním koši není příliš velká. Přesto se některé země v současné době nacházejí v deflaci, nebo jsou nebezpečně blízko hranici nulového růstu spotřebitelských cen (Graf 7), a aktuální pokles světových cen ropy je pravděpodobně hlavní příčinou tohoto stavu. Dle rychlého odhadu Eurostatu klesla meziroční HICP inflace v eurozóně v prosinci na -0,2 % (z +0,3 % v listopadu), přičemž největší záporný příspěvek vykázaly ceny energií s inflací -6,3 % (-2,6 % v listopadu). Ceny potravin a neenergetického průmyslového zboží v prosinci meziročně stagnovaly a kladný příspěvek k inflaci tak zaznamenaly jen ceny služeb s inflací 1,2 %. Z energetických položek vykázaly v listopadu za celou eurozónu největší meziroční pokles ceny tekutých paliv (-10,4 %), pohonných hmot (-4,2 %), zemního plynu (-1,5 %) a tepla (-0,7 %). Právě od váhy těchto (cenou ropy přímo ovlivněných) částí spotřebitelského koše by se dala odvodit síla, s jakou se promítá pokles cen ropy do inflace v jednotlivých zemích. Kromě výše uvedených položek však cena ropy nepřímo ovlivňuje i osobní dopravu, kde cena pohonných hmot tvoří významnou část nákladů. Velká část spotřebního koše je pak ovlivněna v menší míře i náklady na dopravu zboží, které s klesajícími cenami ropy rovněž klesají.



Graf 7 Inlace zemí EU a váhy energetických položek v jejich spotřebním koši

Zdroj: Eurostat

Pozn.: Inlace HICP bez vlivu daňových změn (listopad 2014, meziročně v %), váhy energetických položek (plyn, tekutá paliva, pohonné hmoty) v koši v %

Graf 7 srovnává země podle váhy energetických položek ve spotřebním koši a pro srovnání uvádí i meziroční inflaci HICP (za listopad 2014 bez vlivu případných změn daní). Zde sice nelze vysledovat jednoznačnou závislost, neboť na inflaci působí i řada vlivů individuálních pro jednotlivé země, ale po očištění o tyto vlivy by závislost na cenách ropy měla být poměrně zřetelná.

### Zdroje

Filippo di Mauro & L. Vanessa Smith & Stephane Dees & M. Hashem Pesaran, 2007. "Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis," Journal of Applied Econometrics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 22(1), pages 1-38.

Paul Cashin & Kamiar Mohaddes & Mehdi Raissi & Maziar Raissi, 2012. "The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy," IMF Working Papers 12/253, International Monetary Fund.

Jan Hošek, Luboš Komárek & Martin Motl, 2011. "Měnová politika a cena ropy," Politická ekonomie, 2011(1), str. 22-46.



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2015/1	-0,2	2014/10	0,0	2014/11	-0,6	2014/12
		2014/12				2014/7		
US	0,2	2015/1	0,1	2014/10	0,0	2014/11	0,0	2014/12
		2014/12				2014/7		
DE	0,1	2015/1	-0,2	2014/10	-0,4	2014/11	-1,0	2014/12
		2014/12				2014/7		
JP	0	2015/1	-0,3	2014/10	-0,3	2014/11	0,0	2014/10
		2014/12				2014/7		
BR	-0,2	2015/1	-0,6	2014/10	0,1	2014/11	-0,3	2015/1
		2014/12				2014/7		
RU	-1	2015/1	-0,5	2014/10	-1,8	2014/11	-3,5	2015/1
		2014/12				2014/7		
IN	0	2015/1	0,0	2014/10	0,5	2014/11	0,0	2015/1
		2014/12				2014/7		
CN	0	2015/1	0,0	2014/10	-0,2	2014/11	0,1	2015/1
		2014/12				2014/7		

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

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

### A3. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

### A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

2015

	č. GEVu
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

## 2014

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

## 2013

	č. GEVu
Financializace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekádách (Vladimír Žďárský)	2013-8
Konkurenceschopnost a determinanty cestovního ruchu (Oxana Babecká)	2013-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2013-6
Vývoj cen bytů ve vybraných zemích a metropolích střední a východní Evropy (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2013-5
Vybrané předstihové indikátory pro eurozónu, Německo a Spojené státy (Filip Novotný)	2013-4
Finanční stres ve vyspělých ekonomikách (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2013-3
Vývoj na trzích se zemním plynem (Jan Hošek)	2013-2
Ekonomický potenciál zemí BRIC (Luboš Komárek a Viktor Zeisel)	2013-1

## 2012

	č. GEVu
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12

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

## 2011

	<b>č. GEVu</b>
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVu (Filip Novotný)	2011-7
Jak se v průběhu krize změnil globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1