

GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ČERVENEC

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
Brexit rok po referendu: Dosavadní ekonomické dopady pro Spojené království	13
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	18
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	18
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	19
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	20
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	21

Datum uzávěrky dat

14. července 2017

Sběr dat CF

10. července 2017

Datum publikace GEVU

21. července 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

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

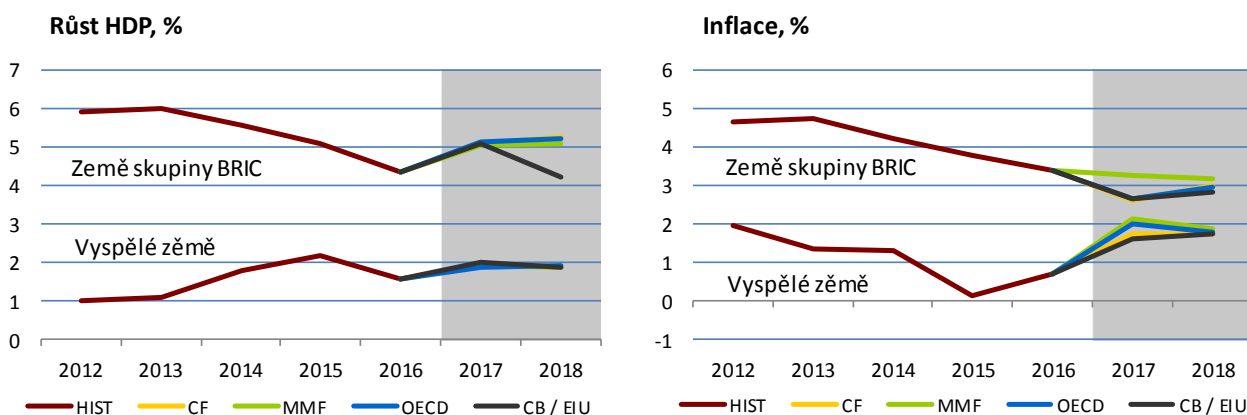
Červencové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto i následujícím srpnovém čísle je naše pozornost dále zaostřena na jeden z hlavních ekonomických fenoménů současnosti – brexit. Koncem června uplynul rok od referenda, v němž si Spojené království odhlasovalo, že vystoupí z Evropské unie. V obou článcích se soustředíme na posouzení ekonomických dopadů tohoto rozhodnutí na Spojené království. Červencové číslo je přitom věnováno vlivům působícím v krátkém období. Z vývoje celé řady ekonomických ukazatelů je patrné, že závěry četných studií, jež varovaly před negativním brexitovým šokem pro britskou ekonomiku, se postupně naplňují, a to od prvotní viditelné nervozity finančních trhů po vyhlášení referenda až po plíživě a postupně se projevující dopady do reálné ekonomiky. O tom, zda při budoucím ohlédnutí půjde spíše o dopady krátkodobé nebo dlouhodobě trvající, rozhodne zejména finální podoba podmínek dojednaných s institucemi EU. Tento rozměr úvah – včetně možných střednědobých výhledů – pak bude předmětem navazujícího článku v srpnovém čísle.

Pokud pohlédneme na výhledy meziročního růstu HDP u námi sledovaných vyspělých ekonomik, tak ty oproti minulému měsíci přinesly v zemích platících eurem převážně zvýšení očekávané ekonomické výkonnosti. Výhledy spotřebitelské inflace v eurozóně pak setrvávají na stejných hodnotách či klesají. Tento vývoj ztěžuje normalizaci evropské měnové politiky, neboť stále zbývá zhruba půl procentního bodu k tomu, aby inflace v eurozóně a podobně i v její nejsilnější ekonomice, Německu, dosáhla celovaného 2 %. Výhledy pro nejsilnější světovou ekonomiku, tj. Spojené státy, byly korigovány mírně směrem dolů, a to jak v případě růstu HDP, tak i inflace. Nicméně obě hodnoty jsou v USA i tak vyšší, než je tomu u partnerů v eurozóně. Výhled růstu Spojeného království, odcházejícího ze svazku s EU, nedoznal oproti minulému měsíci změn. Tamní ekonomika by měla růst nepatrně pomaleji, než ekonomika eurozóny, což může být důsledkem v tomto čísle diskutovaných efektů brexitu, avšak při vyšší inflaci, která by měla velet k utažení pomyslné uzdy v podobě zvýšení úrokových sazeb. V případě japonské ekonomiky naopak nová data opět mírně snížila výhled inflace, která tak svojí očekávanou půlprocentní hodnotou pro letošní rok vysílá rovněž varovné signály a volá po reakci měnové politiky na tento neutěšený, byť pro Japonsko za poslední téměř tři dekády typický, vývoj.

Výhledy pro indickou ekonomiku, která je jednou z nejdynamičtěji se vyvíjejících zemí, přinesly oproti minulému měsíci přehodnocení vývoje inflace směrem dolů při zachování vysokých temp hospodářské výkonnosti. Nové výhledy pro ekonomiku Číny přinesly rovněž snížení u spotřebitelské inflace, avšak zde její očekávaná hodnota nemusí dosáhnout ani 2 %. Dobrou zprávou nejen pro čínskou ekonomiku, ale i světové hospodářství obecně, ovšem je, že ekonomický růst byl pro příští rok korigován k mírně vyšším hodnotám, byť to stále neznamená změnu v trendu plíživě se snižující dynamiky čínské ekonomiky. V případě méně dynamicky se rozvíjejících zemí skupiny BRIC (Ruska a Brazílie) došlo oproti minulému měsíci k posunu výhledu ve směru nižší spotřebitelské inflace. Stejný směr posunu výhledů se objevil i u ekonomické dynamiky brazilské ekonomiky, u ruské ekonomiky byly potvrzeny výhledy z minulého měsíce.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají stále na velmi nízkých, na celém horizontu záporných hodnotách a odrážejí nejistotu ohledně dalšího nastavení měnové politiky ECB. V případě Spojených států lze po červnovém zvýšení úrokových sazeb očekávat, že tlaky na další růst úrokových sazeb se lehce sníží. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu lehce oslabit vůči euru, britské libře a indické rupii, výrazněji pak vůči čínskému renminbi a brazilskému realu. Vůči ostatním námi sledovaným měnám by měl být zhruba stabilní. Výhled průměrné ceny ropy Brent poklesl pod 50 dolarů za barel. Ceny neenergetických surovin by se měly v ročním horizontu mírně zvyšovat, a to zejména vlivem potravinářských komodit, kde se očekává růst cen pšenice, rýže a kukuřice.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

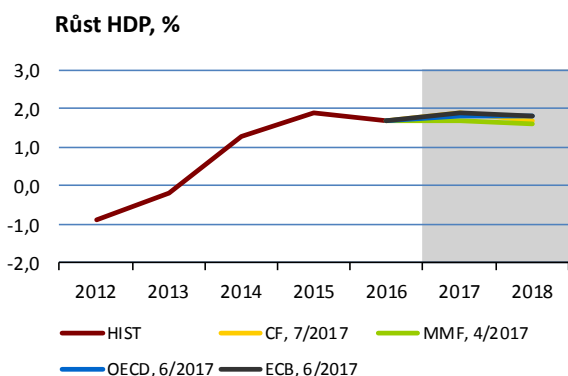


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

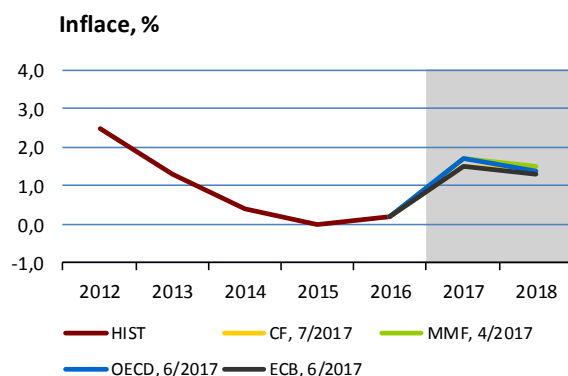
II.1 Eurozóna

Mezičtvrtletní růst HDP eurozóny zrychlil na začátku letošního roku na 0,6 %, přičemž byl i nadále tažen soukromou domácí poptávkou. Nově publikované koincidenční i předstihové ukazatele vyznívají pozitivně a signalizují pokračování relativně solidního tempa růstu ekonomiky i ve druhém čtvrtletí. Průmyslová produkce v květnu vzrostla meziročně o 4 % a i na výhledu by její růst měl dle předstihových údajů setrvat na silných úrovních. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu opět vzrostl a pokořil více než šestiletá maxima. Signalizuje přitom zrychlení expanze ve většině velkých i malých sledovaných ekonomik. Vedle toho poptávka ze strany domácností je nadále podporována příznivým vývojem na trhu práce, uvolněnou měnovou politikou ECB a pozitivním vývojem sentimentu v ekonomice. Celkově by tedy ekonomika eurozóny měla v letošním roce vzrůst dle CF o 1,9 % a v příštím o 1,7 %. Ostatní instituce očekávají podobné hodnoty jako CF.

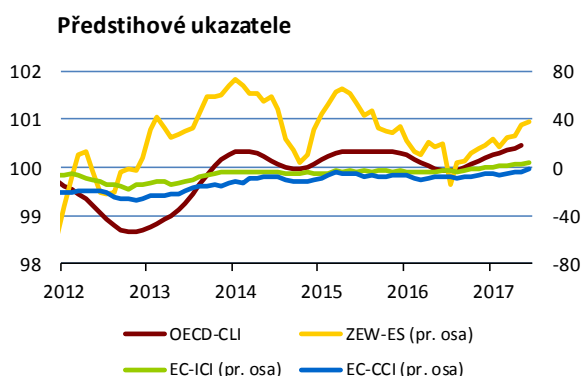
I přes solidní vývoj v reálné ekonomice zůstává vývoj i výhled inflace utlumený. HICP inflace v červnu poklesla na 1,3 % a zaznamenala tak nejnižší hodnotu v letošním roce. Její pokles byl dán především nižším příspěvkem cen energií, zatímco jádrová inflace zůstala stabilní mírně nad 1 %. Na nižších hodnotách by inflace měla setrvat i po zbytek roku a v průměru by se dle CF měla letos pohybovat na 1,5 %. V příštím roce by pak s odezněním kladného příspěvku cen energií měla průměrná inflace lehce poklesnout a v roce 2019 dle ECB dosáhnout 1,8 %. Pozorovaná absence nárůstu inflačních tlaků z jádrových složek spotřebního koše a také pomalý růst mezd při současném zrychlení růstu ekonomiky představují nejistotu ohledně nastavení parametrů měnové politiky ECB, jejíž příští zasedání bude 20. července. Výnosy vládních dluhopisů v tomto kontextu na konci června poměrně výrazně vzrostly a stejným směrem se posunuly oproti předchozímu vydání GEVU i tržní výhledy sazeb peněžního trhu. I přesto by se sazba 3M EURIBOR měla do konce roku 2018 pohybovat v záporných hodnotách.



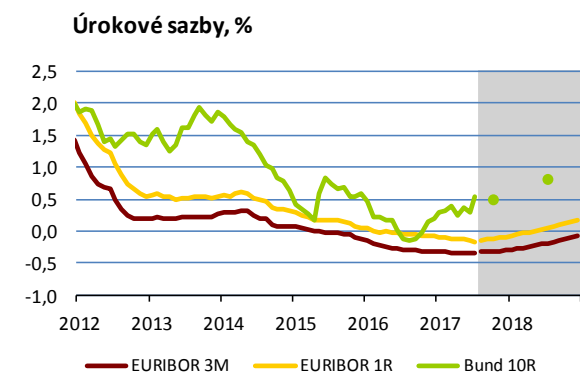
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,9 ↘	1,7	1,8	1,9
2018	1,7 ↗	1,6	1,8	1,8



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



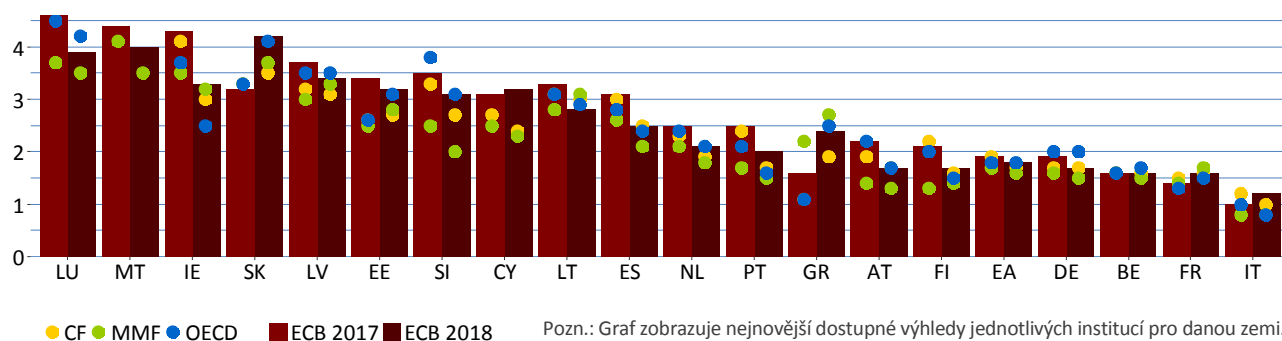
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
4/17	100,4	26,3	2,6	-3,6
5/17	100,5	35,1	2,8	-3,3
6/17		37,7	4,5	-1,3



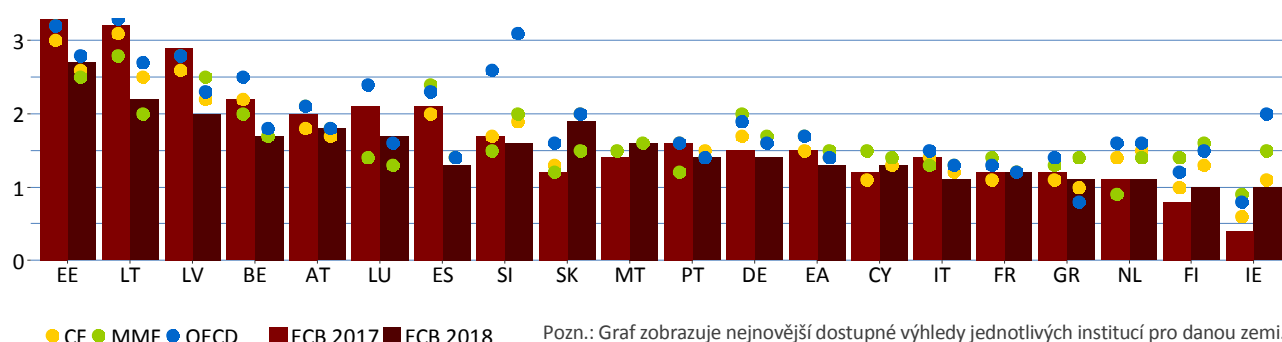
	06/17	07/17	10/17	07/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,31	-0,18
1Y EURIBOR	-0,15	-0,16	-0,12	0,05
10Y Bund	0,29	0,53	0,50	0,80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

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



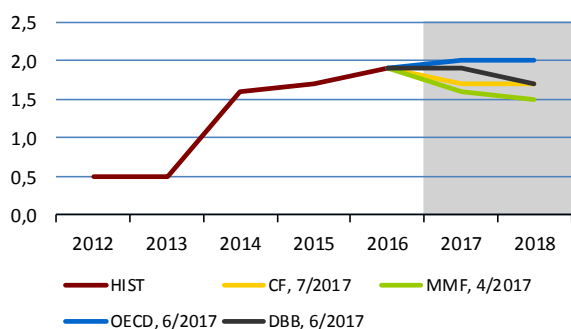
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

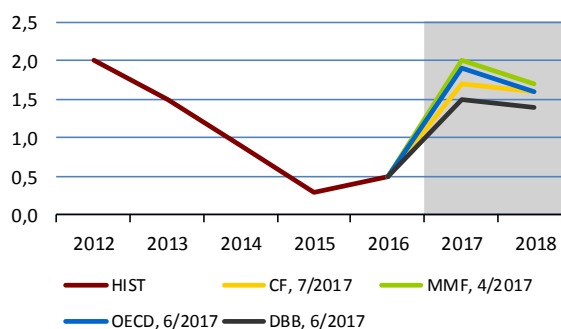
Německá ekonomika pokračuje v robustním růstu, čímž navazuje na první čtvrtletí, kdy mezičtvrtletně vzrostla o 0,6 %. Signalizují to jak předstihové ukazatele (např. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu je nejvyšší za posledních šest let), tak nově publikovaná data z ekonomiky. Průmyslová produkce vzrostla v květnu meziročně o 5 %. Míra nezaměstnanosti setrvává na rekordně nízkých 3,9 % a vývoj na trhu práce spolu s pozitivním sentimentem přispěly k nárůstu maloobchodních tržeb v květnu meziročně o 5 %. Také růst vývozu je silný a v květnu zaznamenal meziroční hodnotu 14,1 %. Pro letošní rok CF revidoval svůj výhled růstu směrem nahoru. Růst HDP by tak měl dosáhnout 1,7 % a stejná hodnota se očekává i v příštím roce. Cenový vývoj zůstává nadále umírněný. HICP inflace v červnu dosáhla 1,5 % a pro letošní i příští rok se očekávají její průměrné hodnoty v rozmezí 1,4–2 %.

Růst HDP, %



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

Inflace, %



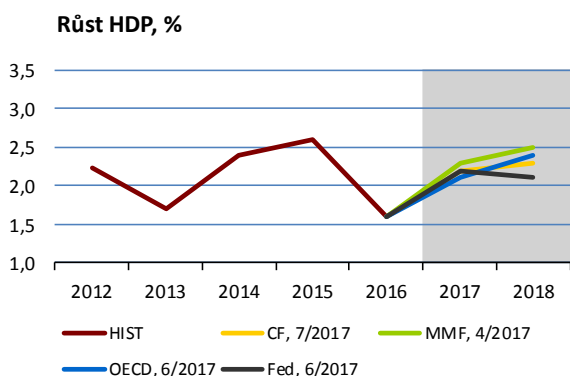
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,7 ↘	2,0	1,9	1,5
2018	1,6 ↘	1,7	1,6	1,4

II.3 Spojené státy

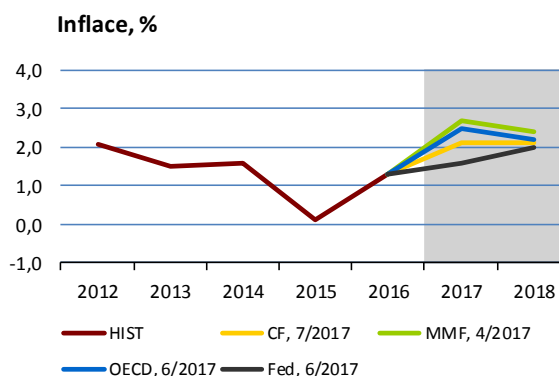
Odhad růstu americké ekonomiky v prvním čtvrtletí 2017 byl dle očekávání opět revidován směrem nahoru, přičemž finanční trhy pozitivně překvapil zejména vývoj investic. Finální odhad růstu HDP dosáhl na 1,4 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), když revizi směrem nahoru zaznamenala zejména složka spotřebitelských výdajů s růstem 1,1 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Také dynamika exportu a investic podniků byla vyšší, než naznačovaly předběžné odhady. Záporný příspěvek byl zaznamenán u vládních výdajů a změny zásob. Současná ekonomická expanze Spojených států je sice třetí nejdelší v historii, ale také nejslabší za posledních 70 let. Dle aktuálních údajů by pak měla ekonomika ve druhém čtvrtletí dále zrychlit.

Nenaplnují se zatím obavy, že dochází k obratu na americkém trhu práce, oproti začátku roku ale klesají mzdové tlaky. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v červnu 222 tisíc (očekáváno 178 tis.). Míra nezaměstnanosti se zvýšila na 4,4 % a průměrná hodinová mzda vykázala meziroční nárůst o 2,5 %. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board zůstala v červnu na relativně vysokých hodnotách, oproti minulému měsíci se však zhoršila složka očekávání. Podle vyjádření spotřebitelů by ekonomika měla v dalších měsících expandovat, ale růst pravděpodobně nebude dále zrychlovat. Meziroční růst maloobchodních tržeb v červnu zpomalil (na 2,8 %). Průmyslová produkce v meziročním vyjádření vzrostla o 2 %, její budoucí vývoj je však nejistý. [Předstihový indikátor](#) pro americký zpracovatelský průmysl dále klesl na 9měsíční minimum, zejména kvůli složce nových objednávek.

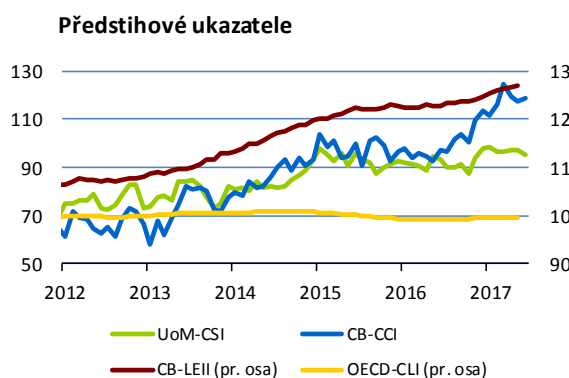
Patrný je i pokles inflačních tlaků v americké ekonomice, když celková meziroční inflace v červnu zpomalila na 1,6 %. Jádrová inflace dosáhla stejné hodnoty jako v předchozím měsíci (1,7 %). I přes pokles inflačních tlaků, který trvá již od března, indikuje centrální banka i nadále ještě jedno zvýšení sazeb do konce roku. Finanční trhy sice očekávají snížení bilance Fedu, ale dalšímu utažení měnové politiky přisuzují jen 50% šanci. Červencový výhled CF přinesl revizi směrem dolů jak u výhledu růstu v roce 2018 tak i u inflace v obou letech.



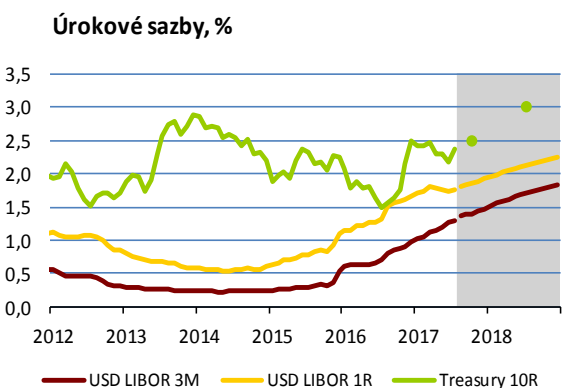
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,2 →	2,3	2,1	2,2
2018	2,3 ↘	2,5	2,4	2,1



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



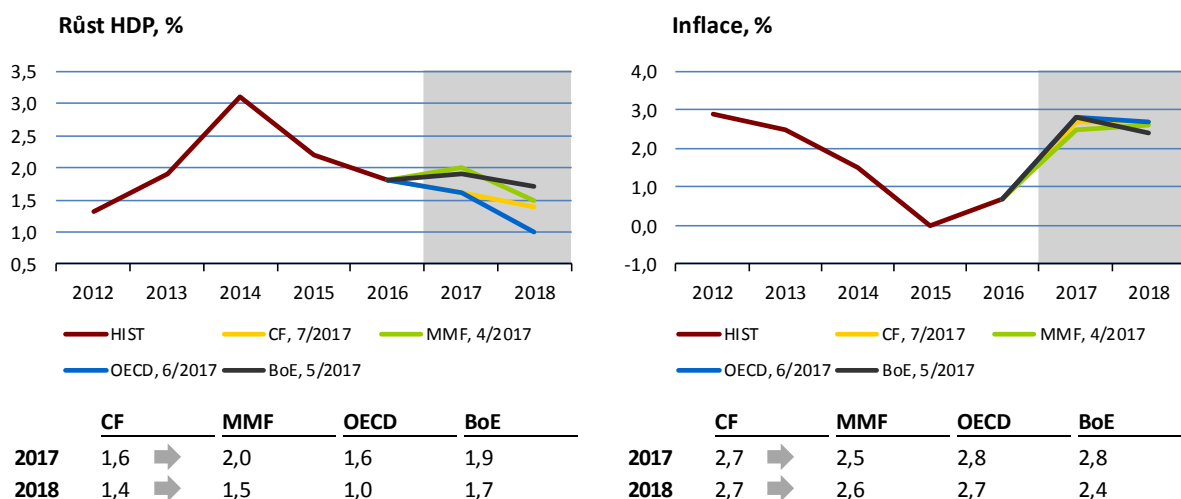
	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
4/17	97,0	119,4	126,6	99,7
5/17	97,1	117,6	127,0	99,6
6/17	95,1	118,9		



	06/17	07/17	10/17	07/18
USD LIBOR 3M	1,26	1,30	1,39	1,71
USD LIBOR 1R	1,73	1,73	1,86	2,12
Treasury 10R	2,18	2,38	2,50	3,00

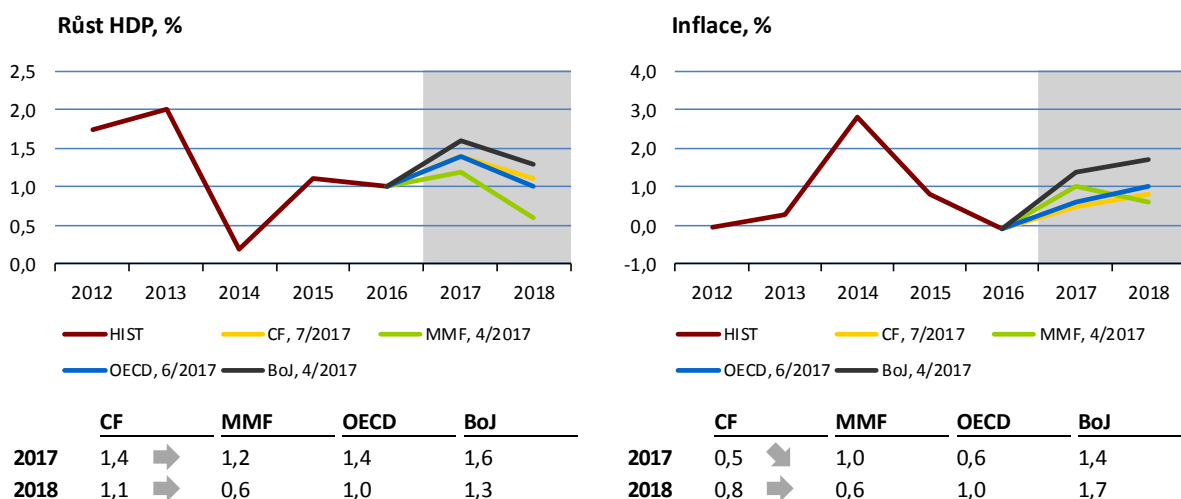
II.4 Spojené království

Finální údaje potvrdily, že ekonomika Spojeného království v prvním čtvrtletí výrazně zpomalila svůj růst (na 0,2 % mezičtvrtletně). První odhady pro druhé čtvrtletí zveřejnil britský statistický úřad na konci července. Data z reálné ekonomiky však nevyznívají příliš povzbudivě. V květnu poklesla jak průmyslová produkce, tak maloobchodní tržby. Londýnský institut NIESR, který vydává každý měsíc svůj vlastní propočtení růstu HDP za uplynulé tři měsíce, dospěl k závěru, že zpomalení britské ekonomiky nebylo jen dočasné, když pro druhé čtvrtletí publikoval odhad mezičtvrtletního růstu ve výši 0,3 %. Co se týče dalších čtvrtletí, nejsou předstihové indikátory nijak zvláště optimistické. **PMI** ve službách a zpracovatelském průmyslu sice zůstává v pásmu expanze, už dva měsíce však klesá, podobně jako **kompozitní indikátor OECD**. Navzdory snižující se nezaměstnanosti (v květnu 4,5 %) klesá vlivem rostoucí inflace rovněž důvěra spotřebitelů. BoE by tak mohla počátkem srpna přistoupit ke zvýšení hlavní úrokové sazby.



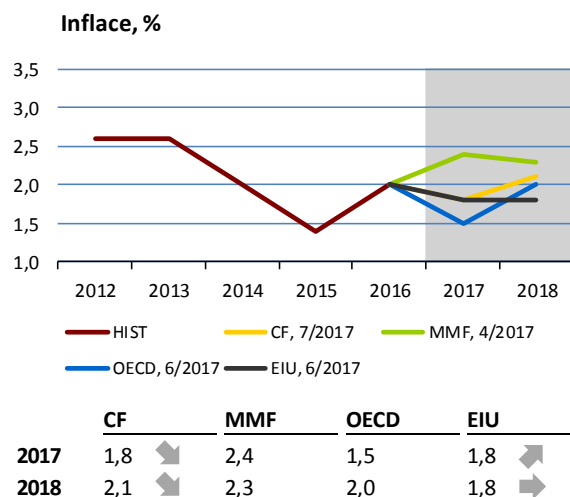
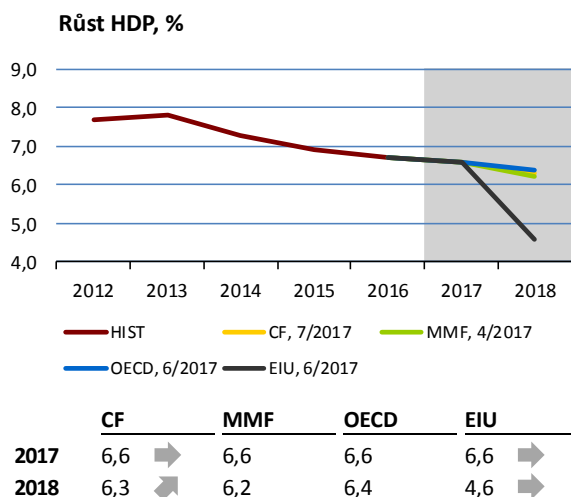
II.5 Japonsko

Růst maloobchodních tržeb v květnu meziročně i meziměsíčně zpomalil, zejména kvůli poklesu prodejů v obchodních domech a supermarketech, ale rovněž kvůli nečekanému nárůstu nezaměstnanosti na 3,1 %. Zpomalení nicméně bylo oproti očekáváním mírnější díky posílení růstu mezd. Výdaje domácností tak výrazně snížily svůj meziroční pokles. Meziroční dynamika průmyslové produkce se v květnu zvýšila, avšak meziměsíčně produkce výrazně zpomalila. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se v červnu snížil na 52,4 bodů. Pokles dle nákupních manažerů zapříčinilo pomalejší tempo růstu výstupu a nových objednávek. Výhledy japonského hospodářského růstu nebyly změněny. Celková inflace zůstala v květnu na 0,4 %. Ceny energií rostly rychleji, vyvážilo je však zpomalení dynamiky cen čerstvých potravin. CF v červenci snížil o 0,1 p. b. předpověď inflace pro letošní rok.



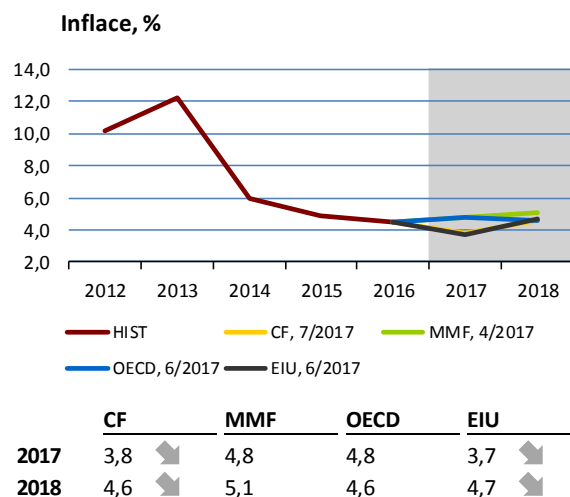
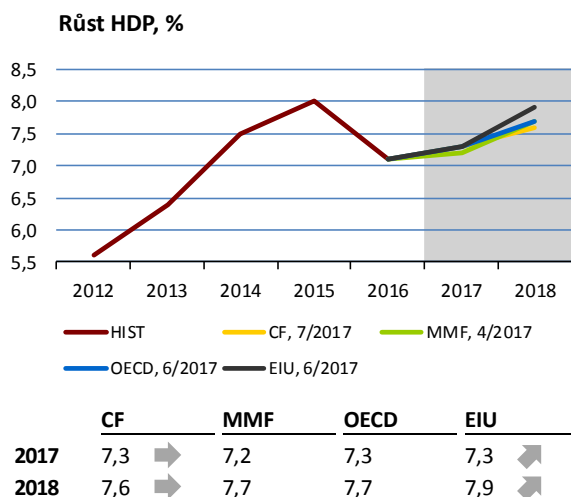
III.1 Čína

Nové údaje z čínské ekonomiky naznačují stabilní expanzi i ve druhém čtvrtletí 2017. Více než 10% meziroční růst vykázaly v dubnu i květnu maloobchodní tržby a spotřebitelská důvěra zůstává vysoká. Průmyslová produkce ve stejném období rostla solidním meziročním tempem 6,5 %. Očekává se však, že vládní opatření na snížení zadlužení se v následujících měsících projeví na investiční aktivitě. Celková i jádrová inflace v červnu mírně zrychlily (na 1,5 % a 2,2 %). Pokračuje také snaha centrální banky o liberalizaci na finančních trzích, posílí zejména její možnosti upravovat úrokové sazby a využívat zápůjčních facilit a reverzních repo operací. Změn doznal i kurzový režim. Denní fix kurzu nově obsahuje proticyklický faktor, který dovoluje centrální bance větší flexibilitu v nastavení kurzu. Červencový CF zvýšil výhled růstu HDP v roce 2018, zatímco předpověď inflace byla pro oba roky snížena.



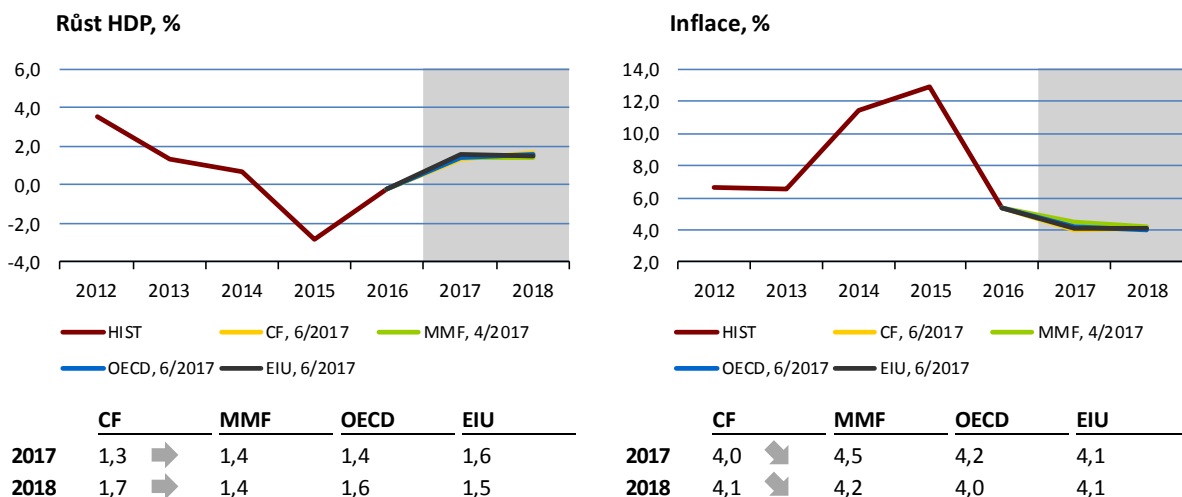
III.2 Indie

Indická průmyslová produkce se v posledních měsících nevyvíjí příliš povzbudivě. Její meziroční růst se v květnu dále snížil (na 1,7 %), důvodem bylo výrazné zpomalení dynamiky těžby a výroby ve zpracovatelském průmyslu. PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu opět klesl, a to na 50,9 bodů. Jak uvádějí nákupní manažeři, důvodem byl pomalejší růst výstupu a nových objednávek, ale také slabší obchodní sentiment. CF predikce růstu HDP v červenci nezměnil, EIU je nicméně zvýšil o 0,1 p. b. pro oba sledované fiskální roky. Inflace v červnu činila 1,5 %, oproti předchozímu měsíci se tak snížila o výrazných 0,7 p. b. Ceny potravin klesaly rychlejším tempem, než bylo očekáváno, v důsledku příznivého průběhu monzunu. I proto upravily CF a EIU výhledy inflace pro letošní fiskální rok o 0,6 p. b. směrem dolů. Pro příští fiskální období je pak snížily o 0,3, resp. 0,2 p. b.



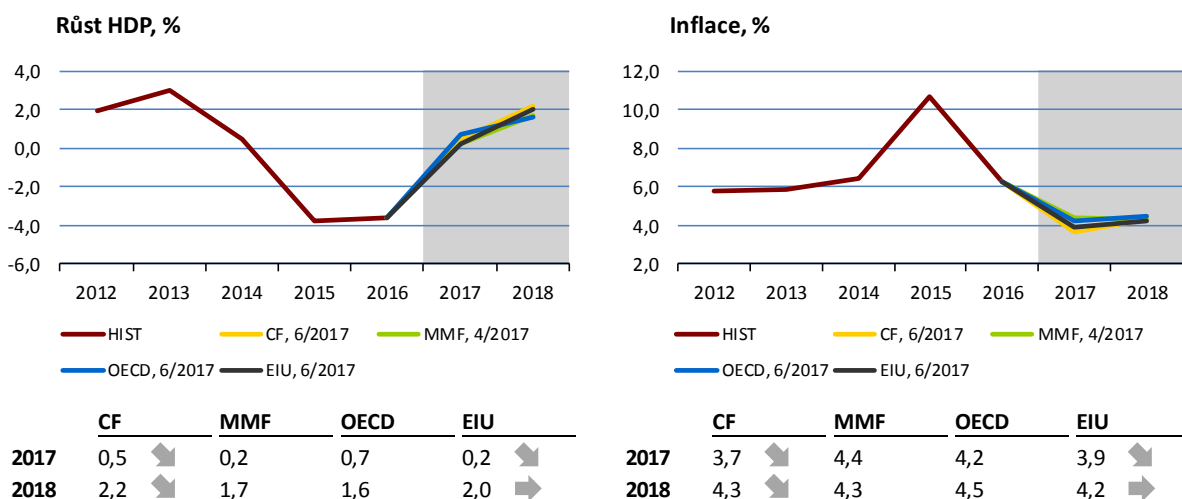
III.3 Rusko

Ruský statistický úřad potvrdil, že HDP vzrostl v prvním čtvrtletí o 0,5 %, jak naznačoval již předběžný odhad. V meziročním vyjádření vykázaly nejvýraznější dynamiku dovozy, které rostly 16,5% tempem. Solidní tempo růstu zaznamenaly i vývozy (7,1 %). Dynamika ostatních hlavních položek až tak markantní nebyla. Spotřeba domácností rostla 2,7% tempem a růst spotřeby vlády činil 0,4 %. Celkové investice téměř nerostly (ovšem růst hrubé tvorby fixního kapitálu dosáhl 2,3%). Přestože **PMI** ve zpracovatelském průmyslu zůstává již téměř rok v pásmu ekonomické expanze, v červnu se znovu výrazně snížil, čímž naznačuje pro krátkodobý horizont poněkud horší podnikatelskou aktivitu. Za účelem ukotvení inflačních očekávání RCB v červnu snížila klíčovou sazbu o dalších 0,25 p. b. na 9 %. Nový CF očekává v letošním roce 1,3% růst HDP a pouze o 0,4 p. b. rychlejší růst v příštím roce. Zahraniční odchod budou i nadále omezovat sankce, které EU v souladu s očekáváním na konci června prodloužila do ledna 2018.



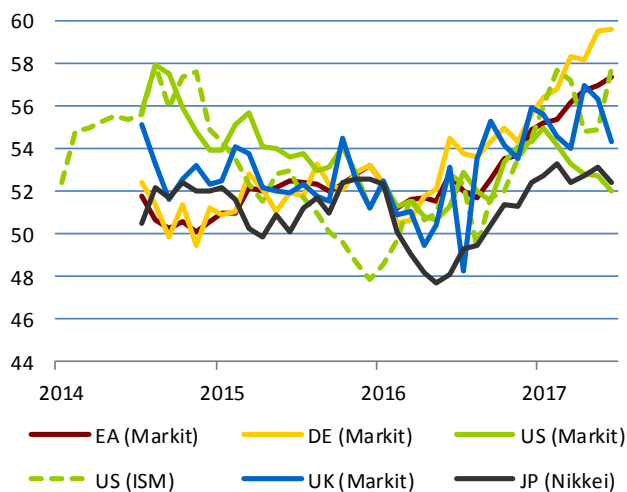
III.4 Brazílie

Květnové krátkodobé ukazatele vývoje brazilské ekonomiky vykázaly tentokrát smíšený vývoj. Průmyslová produkce se znovu vrátila ke kladnému meziročnímu růstu a nezaměstnanost místo očekávaného růstu klesala. Zlepšilo se rovněž tempo růstu maloobchodních tržeb. Předstihové ukazatele se však viditelně zhoršily. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se v červnu vrátil k 50 a PMI ve službách poklesl na hodnotu 47,8. Podnikatelská důvěra rovněž klesala, mimo jiné vlivem politických událostí. Inflace cen výrobců, zahraničního obchodu a spotřebitelských cen zpomalovala, přičemž tempo celkové inflace kleslo v červnu na 10leté minimum (3,0 %) vlivem zpomalujícího růstu cen potravin a elektřiny. V meziměsíčním vyjádření inflace dokonce poklesla (o 0,2 p. b.), což byl první pokles cen od listopadu 1998. Nový CF a EIU uvádějí pro letošní rok 0,2–0,5% růst HDP a inflaci pod 4 %.

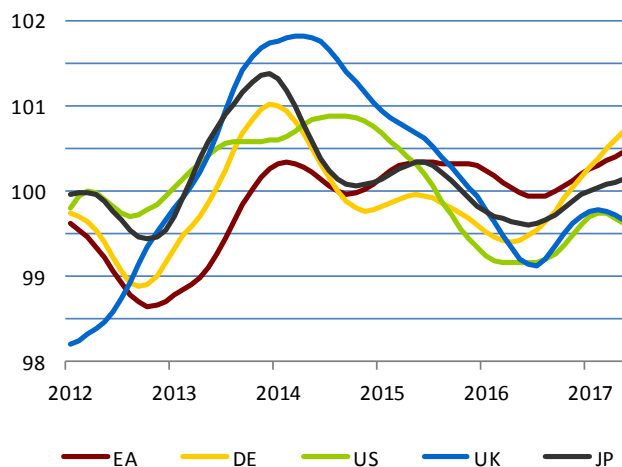


IV.1 Vyspělé země

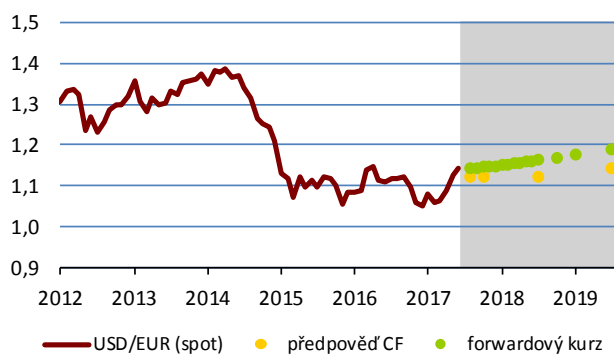
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

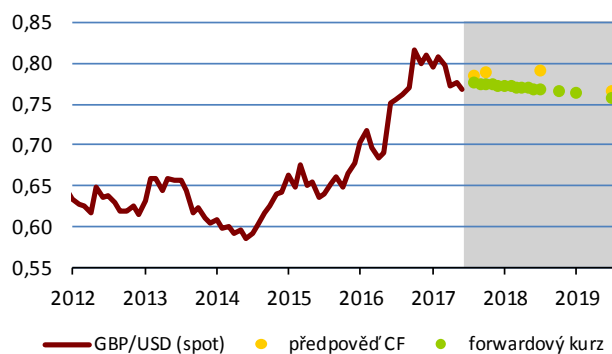


Americký dolar (USD/EUR)



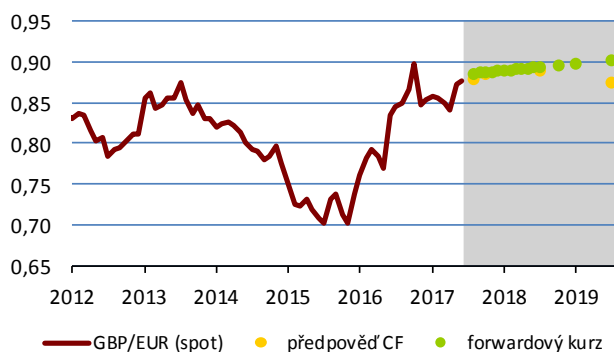
	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	1,139				
předpověď CF		1,120	1,121	1,122	1,143
forwardový kurz		1,142	1,145	1,163	1,189

Britská libra (GBP/USD)



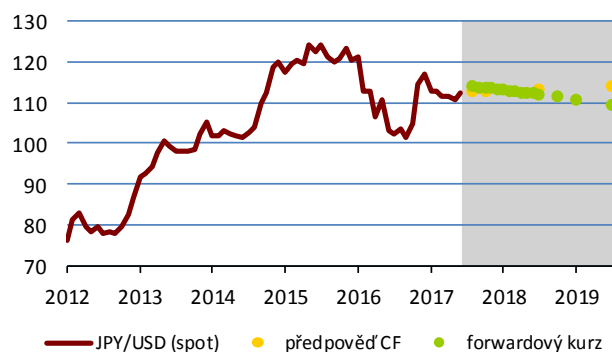
	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	0,778				
předpověď CF		0,784	0,790	0,792	0,765
forwardový kurz		0,776	0,774	0,768	0,758

Britská libra (GBP/EUR)



	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	0,886				
předpověď CF		0,878	0,885	0,888	0,875
forwardový kurz		0,886	0,887	0,893	0,902

Japonský jen (JPY/USD)

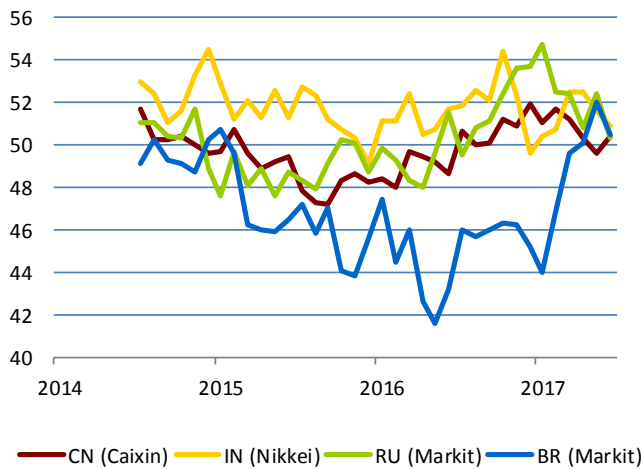


	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	114,2				
předpověď CF		112,8	112,8	113,3	113,8
forwardový kurz		113,9	113,6	111,9	109,4

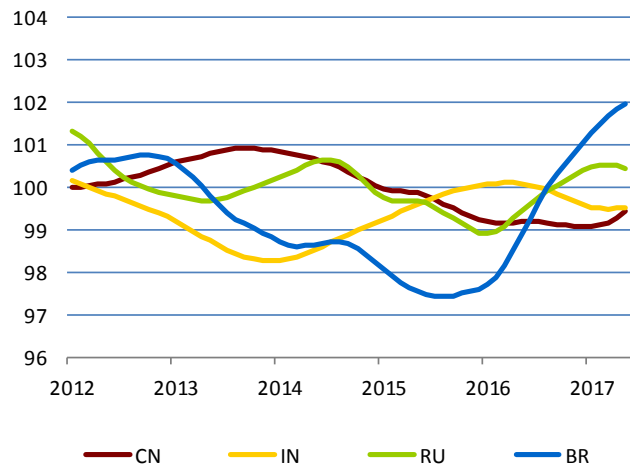
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

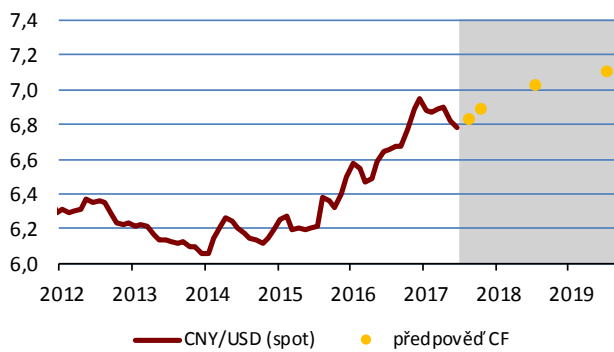
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

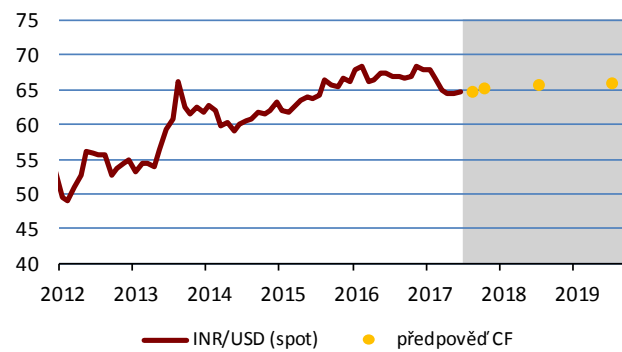


Čínský renminbi (CNY/USD)



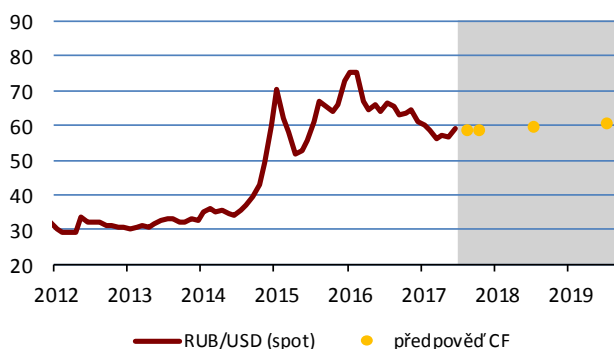
	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	6,802				
předpověď CF		6,835	6,893	7,023	7,103

Indická rupie (INR/USD)



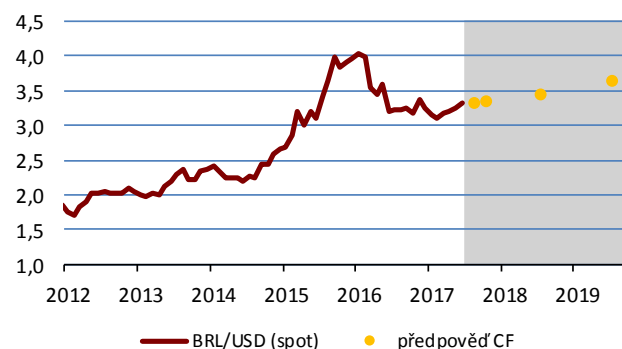
	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	64,53				
předpověď CF		64,70	65,07	65,63	65,82

Ruský rubl (RUB/USD)



	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	60,27				
předpověď CF		58,77	58,51	59,6	60,56

Brazilský real (BRL/USD)



	10/7/17	08/17	10/17	07/18	07/19
spotový kurz	3,262				
předpověď CF		3,321	3,342	3,435	3,644

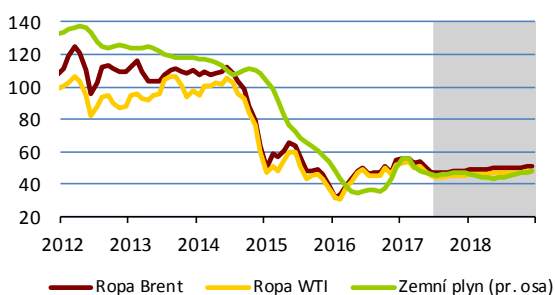
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

Na trhu s ropou stále více sílí názor, že ani prodloužené omezení produkce ze strany velkých producentů nepovede k rychlému návratu trhu k rovnováze. Zatímco kartel OPEC nevyločil návrat k jednacímú stolu a další snížení produkce, Rusko tento krok zatím jednoznačně odmítlo. Cena ropy je tak pod tlakem, většina analytických pracovišť snižuje své předpovědi průměrné ceny pro letošní a příští rok a hedžové fondy snižují své čisté dlouhé pozice u termínovaných kontraktů (zejména navyšováním objemu krátkých pozic). V poslední době přispívá k negativnímu sentimentu na trhu především rychlý růst těžby v Libyi a Nigérii a slabší dodržování dobrovolných limitů těžby ze strany některých zemí OPEC. Na druhé straně zprávy, které by měly cenu ropy podporovat, jako je slábnoucí růst počtu aktivních vrtných souprav v USA nebo silný nárůst globální poptávky po ropě ve druhém čtvrtletí 2017, který implikuje dle IEA pokles globálních zásob v tomto čtvrtletí tempem 0,7 mil. barelů denně, zatím k obratu na trhu s ropou nestačily. Poklesu cen nezabránilo ani další oslabení kurzu [amerického dolaru](#). Průměrná cena ropy Brent se tak v červnu dostala s hodnotou 47,6 USD/barel poprvé od listopadu 2016 pod hranici 50 USD/barel a na podobné úrovni setrvala i v první polovině července.

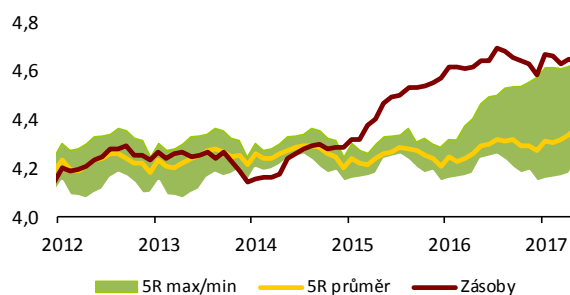
Tržní křivka cen termínovaných kontraktů k datu červencového CF se oproti minulému měsíci posunula jen mírně dolů a implikovala průměrnou cenu ve zbytku letošního roku 47,8 USD/barel a v příštím roce 49,8 USD/barel. I EIA snížila svou předpověď průměrné ceny pro letošní a příští rok (až o 4 USD) s tím, že ve zbytku roku by měly globální zásoby ropy stagnovat a cena ropy Brent být v průměru kolem 50 USD/barel až do poloviny roku 2018. Poté by cena měla růst až na 55 USD/barel na konci roku 2018.

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

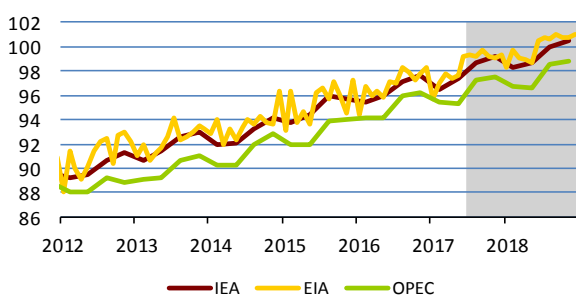


	Brent	WTI	Plyn
2017	50,28 ↘	47,57 ↘	185,68 ↘
2018	49,79 ↘	46,88 ↘	176,40 ↘

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

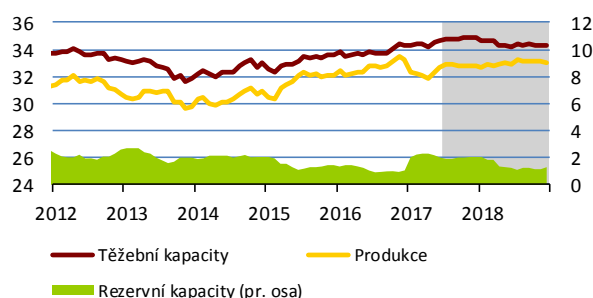


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,95 ↗	98,38 ↘	96,38 ↗
2018	99,36 ↗	100,00 ↘	97,65 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,53 ↗	34,61 ↘	2,08 ↘
2018	33,00 ↗	34,40 ↘	1,40 ↗

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

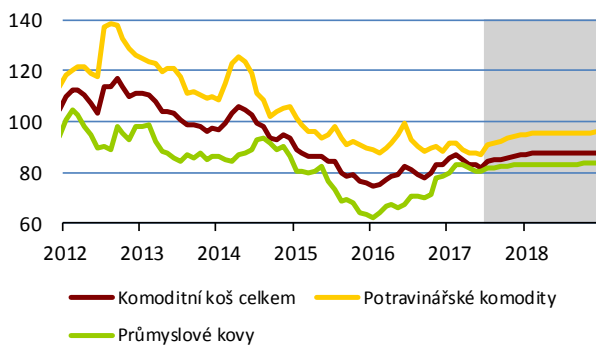
Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA.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

V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit v červnu mírně poklesnul především vlivem snížení cen zemědělských komodit. Ty byly pod tlakem z důvodu přetrvávajících vysokých zásob. Zejména u sóji se očekává rekordní sklizeň v Brazílii a USDA tak zvýšila odhad světových zásob této plodiny po letošní sklizni. Cena cukru reagovala pokračujícím poklesem na zprávy, že brazilské cukrovary hodlají větší část úrody zpracovat na cukr (a menší na etanol), a na mnohaletých minimech se pohybuje i cena kakaa. Na konci června ale došlo k silnému růstu cen zrnin (zejména pšenice a sóji) kvůli suchu na severních pláních USA. Cena rýže pak roste již druhý měsíc v řadě kvůli povodním v jihovýchodní Asii. Cena vepřového masa vzrostla na sezonní maximum, naopak cena hovězího masa v poslední době klesala.

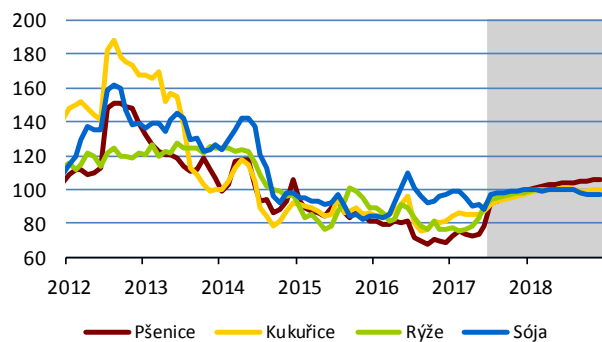
Ve skupině základních kovů byl vývoj rovněž různorodý. Zlepšující se kondice zpracovatelského průmyslu v Číně a zastavení poklesu globálního JP Morgan PMI ve zpracovatelském průmyslu (který v červnu stagnoval na 52,6) poskytovaly cenám kovů podporu. Cena mědi rostla i v důsledku poklesu zásob na LME. Na druhé straně vyšší produkce v Číně (od začátku roku do května meziročně o 11 %) působí proti dalšímu růstu ceny hliníku. Cena niklu se pohybuje na nejnižších hodnotách za osm a půl roku díky výhledu znovuotevření dolů na Filipínách a pokračujícímu růstu vývozu z Indonésie. Cena železné rudy v červnu stagnovala na ročním minimu z důvodu vysokých zásob v čínských přístavech, ale ke konci měsíce vzrostla spolu s cenou oceli. Světová produkce oceli se zvýšila v květnu meziročně o 2 % (o 1,8 % v Číně), přestože oproti dubnu byla nižší. Cena uhlí silně vzrostla díky vyšší poptávce elektráren v Číně, kde ale zároveň roste těžba uhlí (v květnu meziročně o 12 %).

Indexy cen neenergetických komodit



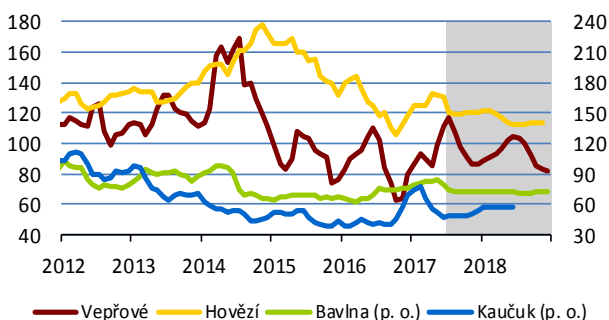
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	85,0 ↗	90,9 ↗	82,0 ↗
2018	87,6 ↗	95,5 ↗	83,3 ↗

Potravinářské komodity



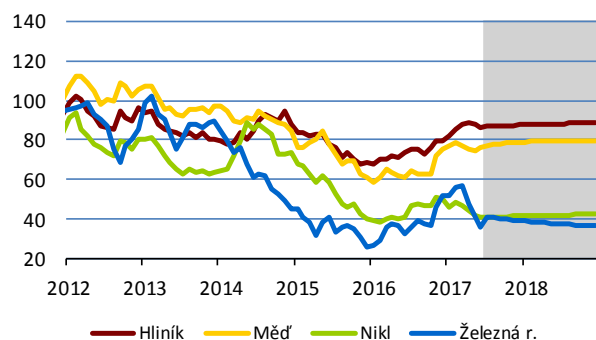
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	85,0 ↗	90,2 ↗	88,3 ↗	96,1 ↗
2018	103,5 ↗	99,6 ↗	100,2 ↗	99,0 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	95,9 ↗	124,1 ↘	76,6 ↘	55,7 ↗
2018	93,4 ↘	115,4 ↘	71,9 ↘	57,0 ↗

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	86,7 ↗	77,2 ↗	43,0 ↗	44,2 ↗
2018	88,2 ↗	79,3 ↗	42,0 ↗	37,6 ↘

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.

Brexit rok po referendu: Dosavadní ekonomické dopady pro Spojené království¹

Před několika týdny uplynul rok ode dne, kdy se ve Spojeném království konalo významné referendum. Voliči se rozhodovali, zda má země zůstat členem Evropské unie, nebo ji opustit. Kampaň obou táborů byla bouřlivá a kromě politických témat se v ní hojně diskutovalo i ekonomické výhody a nevýhody členství v EU. V té době rovněž vyšla řada ekonomických studií, které se snažily co nejpřesněji odhadnout, jak by případné rozhodnutí z unie vystoupit ovlivnilo britskou ekonomiku.² Až na výjimky se přitom shodly, že brexit by Spojenému království nijak neprospěl. Tento článek přináší odpověď na otázku, zda se tyto předpovědi v realitě naplňují či zůstaly jen planým strašením.

1 Vyjednávání o reformě EU

Postupné narůstání jistého zklamání a deziluze britské společnosti z vývoje Evropské unie (EU) započalo dlouho před samotným referendem. Sílicí nespokojenost vedla část obyvatelstva k přání, aby Spojené království z EU vystoupilo. Tento názor se nicméně nikdy nestal společně sdíleným postojem britské společnosti jako celku. Proti zastáncům vystoupení Spojeného království z EU (pro něž se vžil pojem brexit) se vymezila jiná část populace, která naopak považuje přítomnost Británie³ v unii za výsadu, jíž se nechce vzdát. Společnost tak ve svých postojích k členství v EU zůstala značně polarizovaná. Nejinak tomu bylo v rámci politické reprezentace. Konzervativní strana, vládoucí od roku 2010, byla (a dodnes zůstává) v tomto ohledu rovněž názorově rozštěpená. Tehdejší premiér David Cameron se rozhodl oba tábory sblížit. V lednu 2013 otevřel na evropské scéně ambiciózní debatu o tom, co britským občanům na současné podobě EU vadí, a zároveň s tím oznámil, že chce vyjednat změny v podmínkách členství, jež by spokojenost britských občanů zvýšily. Voličům pak nabídl, že svůj postoj k vyjednané reformě i samotnému členství budou následně moci vyjádřit v referendu, jímž se vláda bude řídit.

Dohoda⁴ zohledňující britské požadavky na úpravu některých aspektů současného fungování EU byla Evropskou radou přijata v únoru 2016. Týkala se čtyř oblastí: správy ekonomických záležitostí, konkurenceschopnosti, suverenity a otázky sociálních dávek a volného pohybu osob (více Box 1). V účinnost však nikdy nevešla. Ta byla totiž podmíněna skutečností, že se Spojené království rozhodne v EU zůstat. Formální potvrzení všech dosavadních výjimek⁵, jichž Velká Británie v EU požívá, ani jejich rozšíření v rámci vyjednané dohody (zejména právo neúčastnit se hlubší integrace) nicméně nestačilo k tomu, aby se britští voliči v referendu vyslovili pro setrvání Spojeného království v EU. V lidovém hlasování, konaném 23. června loňského roku, zvítězili s 51,9 % hlasů zastánci brexitu. Theresa Mayová, která po referendu nahradila Davida Camerona v čele britské vlády, pak letos v březnu formálně aktivovala článek 50 Lisabonské smlouvy, čímž oficiálně potvrdila, že království unii opouští, a spustila dvouletou lhůtu pro dojednání dohody o podmínkách vystoupení.

2 (Ne)výhody členství

Zatímco vstup do Evropské unie byl od jejího samotného vzniku přistupujícími státy vždy vnímán jako příležitost nabízející ekonomický přínos, z Británie přicházely v průběhu kampaně před loňským referendem poměrně různorodé názory na to, jestli brexit ostrovnímu království ekonomicky uškodí, či naopak prospěje.^{6,7} Na této skutečnosti má samozřejmě lví podíl fakt, že unie byla založena zeměmi, jež patří dlouhodobě k nejsilnějším evropským ekonomikám⁸, a postupně se rozšiřovala i o země menšího ekonomického formátu. Pro ně pak možnost účastnit se takto hlubokého obchodního spojení s vyspělými ekonomikami představovalo jasné hospodářské zisky a naději na rychlejší ekonomickou konvergenci k úspěšnějším státům. V pozdějších vlnách rozšiřování unie se k významným výhodám členství přidala kohezní politika EU (neboli politika soudržnosti), jež se snažila ještě urychlit sblížování rozdílných

¹ Autorkou je Pavla Břízová. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Článek je prvním ze dvojice příspěvků věnovaných ekonomickým dopadům brexitu. Druhý, zaměřený na dlouhodobější důsledky, vyjde v příštím čísle Globálního ekonomického výhledu.

² např. PwC (2016), Dhingra a kol. (2016), OECD (2016), Economists for Brexit (2016), Baker a kol. (2016) nebo Ebell a Warren (2016)

³ Článek se zabývá státním celkem, jenž nese oficiální název Spojené království Velké Británie a Severního Irska (zkráceně Spojené království). Od tohoto názvosloví se nicméně na mnoha místech odchyluje, když jej za účelem jazykového zpestření nahrazuje jinými běžně používanými, byť nepřesnými, pojmy, např. Velká Británie, či jen Británie.

⁴ Evropská rada (2016)

⁵ např. právo nepřijmout euro (které má kromě Velké Británie oficiálně jen Dánsko) nebo právo nestát se součástí schengenského prostoru, ale třeba také speciální výjimka zaručující Spojenému království, že do unijního rozpočtu odvádí nižší příspěvky, než by odpovídalo běžně používanému výpočtu (tzv. rabat)

⁶ Pravdou nicméně je, že ty první, alespoň co se odborné komunity týče, výrazně převládaly.

⁷ Členství v EU je velmi komplexní záležitostí a jeho přínos lze hodnotit z mnoha úhlů pohledu. Tento článek se nicméně věnuje pouze ekonomickým přínosům či nákladům členství; opomíjí tak např. hlediska politická, sociální nebo kulturní.

⁸ Zakládajícími členy EU byly Německo, Francie, Itálie, Belgie, Nizozemsko a Lucembursko.

Box 1: Dohoda o novém řešení pro Spojené království v rámci EU

První oddíl rozhodnutí Evropské rady z února 2016, které reaguje na žádost Velké Británie o vyjasnění, případně novou úpravu některých otázek fungování EU, se týká **správy ekonomických záležitostí**. Zemím, které nepřijaly společnou měnu, zaručuje určitá práva a kompetence, jež dříve neměly. Tím nejdůležitějším je právo neúčastnit se dalšího prohlubování evropské integrace, které je jinak považováno za nezbytné pro správné fungování hospodářské a měnové unie. Země neplatící eurem nicméně nesmí klást překážky hlubší integraci zemí eurozóny. Za to je jim nyní výslovně zaručeno, že nemohou být v rámci rozhodování Evropské unie o ekonomických otázkách jakkoli diskriminovány a že neponesou náklady nouzových a krizových opatření na zajištění finanční stability eurozóny.

Druhý oddíl je věnován **konkurenceschopnosti**. Velká Británie v rámci něj dosáhla příslibu, že EU vyvine veškeré úsilí, aby dokončila budování vnitřního trhu a posílila jeho fungování. V zájmu toho musí EU pracovat především na zvyšování konkurenceschopnosti, a to konkrétními opatřeními ke snižování administrativní zátěže, rušení nepotřebných právních předpisů a uplatňování aktivní obchodní politiky.

Třetí oddíl posiluje význam principu subsidiarity (který říká, že rozhodnutí se mají činit co nejbližše

občanům, tj. na co nejnižší úrovni, která ještě zajišťuje efektivní řešení dané otázky). Tento pojem úzce souvisí s důrazem na zachování **svrchovanosti** jednotlivých členských zemí. Británie si vymohla výslovný souhlas s tím, že nebude usilovat o hlubší politickou integraci v rámci EU. Zároveň dosáhla toho, že odkazy na proces vytváření stále užšího svazku mezi národy Evropy, které jsou obsaženy ve smlouvách o EU, nebude nově možné interpretovat tak, že pravomoci, jež byly EU jednou svěřeny, jí už nemohou být odňaty. Přelomovost tohoto ustanovení tkví v tom, že *de facto* proměnilo závazek ke stále užší integraci v možnost integraci naopak rozvolňovat.

Poslední oddíl je pak reakcí na nelibost Velké Británie ohledně výrazného přílivu pracovníků z jiných zemí EU na její území v rámci **volného pohybu osob**. Rozhodnutí uznává, že migrace pracovníků nemusí být jen důsledkem žádaného hladkého fungování vnitřního trhu. Namísto toho může být v realitě motivována odlišnostmi v systémech sociálního zabezpečení, jež nejsou napříč jednotlivými členskými zeměmi harmonizovány. Členské státy by v takovém případě měly mít možnost migraci omezit, avšak nikoli tím, že by zahraničním pracovníkům nepovolily pobyt na svém území, ale pouze odůvodněným zpřísněním podmínek pro poskytování sociálních dávek těmto pracovníkům.

úrovni ekonomické vyspělosti mezi členskými státy pomocí přerozdělování finančních prostředků od bohatších států k chudším.

Také Spojené království považovalo při svém vstupu do unie členství za ekonomicky výhodné. Nabídku stát se v roce 1951 zakládajícím členem EU⁹ ještě odmítlo (lákaly ho sice výhody volného obchodu, ale nechťelo se vzdát části své suverenity ve prospěch společných institucí, jež unii spravovaly).¹⁰ O deset let později ale Británie o členství v unii požádala. Žádost byla nicméně tehdy vetována Francií. Do EU tak Spojené království vstoupilo až roku 1973. Co se týče přínosů a nákladů, převážily přitom ekonomické výhody nad vnímanými nevýhodami politickými. S postupem času se ovšem uvolňovala pravidla mezinárodního obchodu celosvětově. Relativní výhody participace na vnitřním trhu EU oproti hypotetické alternativě fungování mimo něj (kdy by obchod upravovala jen pravidla Světové obchodní organizace) tak postupně klesaly. Naproti tomu rostl význam přerozdělování prostředků v rámci unijního rozpočtu. Velká Británie, jakožto druhá největší ekonomika EU, se stala jeho významným čistým přispěvatelem. Z peněz jejích daňových poplatníků jsou tak spolufinancovány rozvojové projekty v méně vyspělých regionech unie. Tyto dva argumenty – výhody vnitřního trhu a platby do evropského rozpočtu – se staly stěžejními body britské debaty o budoucnosti členství v EU.

Občané Spojeného království si nakonec v referendu zvolili odchod z EU. Až do doby, kdy bude podepsána dohoda o vystoupení, je však Velká Británie i nadále právoplatným členským státem unie. Může tak plně využívat volného přístupu na vnitřní trh a musí stále přispívat do rozpočtu EU. Rozhodnutí o brexitu přesto dopadá na její ekonomiku již nyní. Existuje totiž celá řada ekonomických vlivů, jež nejsou vázány na okamžik formálního opuštění unie a hospodářství Spojeného království ovlivňují již nyní. Některé z nich přitom začaly působit už dlouho před samotným referendem, tedy v době, kdy ani nebylo zřejmé, zda se Spojené království pro odchod z unie skutečně vysloví. Mezi tyto krátkodobé dopady hlasování o brexitu patří především zvýšená nejistota. Ta se obvykle projevuje nárůstem volatility na finančních trzích

⁹ Přesněji jejího nejstaršího předchůdce – Evropského společenství uhlí a oceli. V roce 1957 byly podpisem Římských smluv založeny další dvě organizace, a to Evropské hospodářské společenství a Evropské společenství pro atomovou energii. Všechna tři uskupení byla v roce 1967 sloučena a dále známa pod označením Evropská společenství. Pojem Evropské unie zavedla až Maastrichtská smlouva v roce 1992 (s účinností od roku 1993).

¹⁰ V roce 1960 proto založilo společně s Dánskem, Švédskem, Norskem, Švýcarskem, Rakouskem, Portugalskem a Finskem společenství nazvané Evropské sdružení volného obchodu, které mělo umožnit volný obchod mezi členskými zeměmi avšak bez nutnosti zakládat společné instituce.

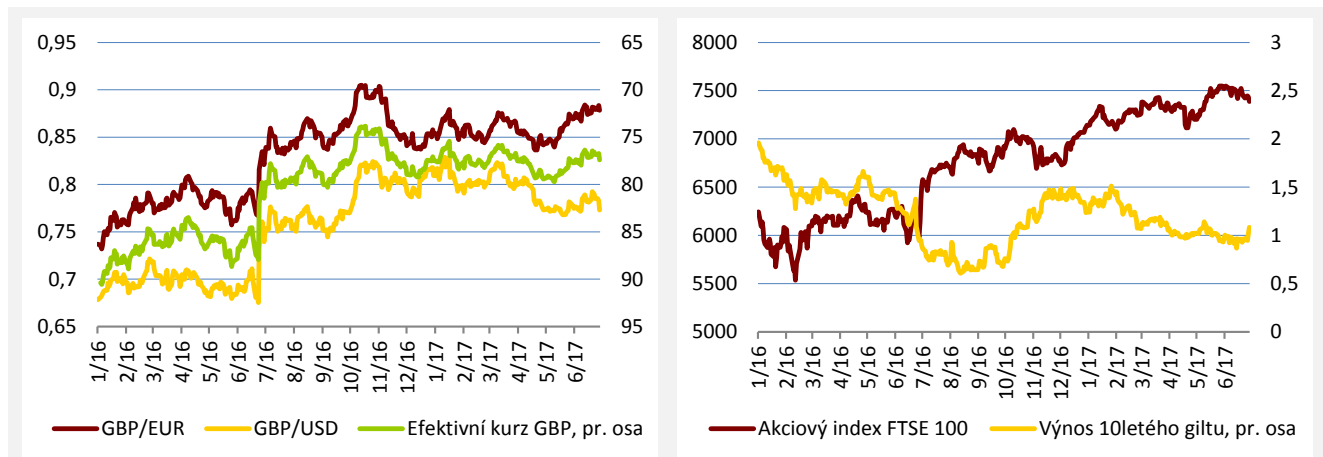
a rozkolísáním měnového kurzu, vyšší rizikovou premií na úvěrových a kapitálových trzích, snížením podnikatelské důvěry a odložením investic.

3 Britská ekonomika rok po referendu

Většina z těchto předpokladů se přitom skutečně naplnila. Britská libra oslabovala v důsledku obav, že by hlasování mohlo dopadnout vítězstvím zastánců brexitu, již delší dobu před referendem.¹¹ Po vyhlášení jeho konečných výsledků se nejistota na trzích výrazně zvýšila. Libra se tak během prvního dne po referendu propadla vůči euru o 10,9 % (Graf 1). Na páru s dolarem byl okamžitý propad o něco mírnější, dosáhl 7,8 %. V efektivním vyjádření pak libra ztratila za jedinou noc 6,8 % své hodnoty. V oslabování pak pokračovala až do konce roku 2016 (tou dobou již byla vůči euru o 14,1 % slabší než v předvečer referenda). Teprve poté se vývoj kurzu relativně stabilizoval.

Nepotvrdily se naopak předpovědi ohledně nárůstu nákladů financování vládního dluhu. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů pokračovaly i po referendu v dříve nastartovaném poklesu, a to až do srpna 2016, kdy dosáhly hodnoty 0,6 % (Graf 2). Zdá se tak, že navzdory nejistotám ohledně budoucího nastavení vztahů mezi Spojeným královstvím a EU, byly britské vládní dluhopisy považovány za vysoce důvěryhodné a bezpečné aktivum, které v době zjištěného sentimentu lákalo investory uchylující se k méně rizikovým investicím. Později v průběhu loňského roku však převládl negativní vliv oslabující libry, která předznamenávala zvýšení inflace. Výnosy britských giltů tak začaly růst, ovšem až v říjnu, čtvrt roku po referendu. Během zimy se pohybovaly kolem 1,5 %, na jaře pak postupně poklesly k 1 %. Překvapivý byl rovněž vývoj britského akciového indexu FTSE 100, který po vyhlášení výsledků referenda vystřelil směrem vzhůru a od té doby setrval rostoucí. Zdá se však, že tento index není vhodným měřítkem tržního sentimentu ve Spojeném království kvůli vysokému zastoupení mezinárodních firem, jež generují většinu tržeb mimo území Velké Británie.¹²

Výrazné oslabení libry se začalo skrze růst dovozních cen velmi brzo projevovat ve zdražování spotřebního koše. Inflation, která se do referenda pohybovala pod 0,5 %, se v létě začala rychle zvyšovat (Graf 3). K tomu přispělo i srpnové rozhodnutí britské centrální banky podpořit ekonomiku bojující s vlnou negativního sentimentu snížením základní úrokové sazby na historické minimum (0,25 %). Kromě toho BoE posílila svůj program kvantitativního uvolňování, když navýšila objem nákupu státních dluhopisů o 60 mld. liber. Uvolněním měnové politiky tak uklidnila tehdejší nervozitu na trzích a zmírnila částečně dopady zvýšené nejistoty na reálnou ekonomiku. Umožnila tím však rovněž rychlejší růst spotřebitelských cen. Od té doby se inflace neustále zvyšuje. Cíl BoE ve výši 2 % překročila letos v únoru a rychle míří k 3% hranici. Britská centrální banka s reakcí zatím vyčkává – váží protichůdné zájmy (uvolněné sazby pro podporu zpomalující ekonomiky vs. vyšší sazby, jež by tlumily inflaci). Pravděpodobnost, že na srpnovém zasedání přistoupí ke zvýšení sazeb, nicméně stoupá.¹³



Graf 1 Vývoj kurzu britské libry

Zdroj: WM/Reuters, BoE

Pozn.: Vyšší hodnoty kurzu GBP/EUR a GBP/USD znamenají oslabení libry. Naproti tomu u efektivního kurzu je tomu naopak, oslabení odpovídá nižším hodnotám (obrácená osa).

Graf 2 Vývoj na finančním trhu

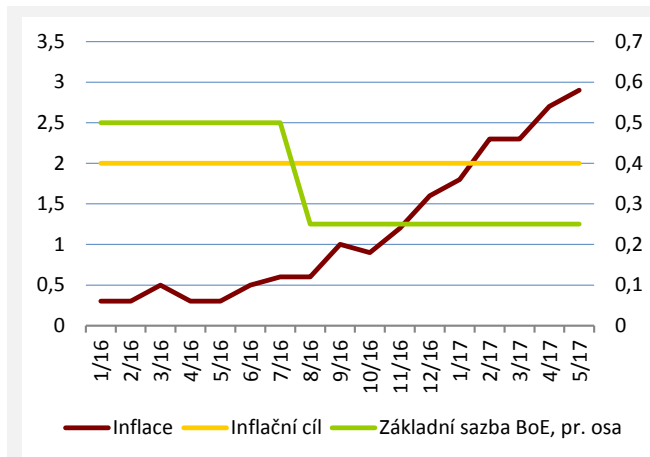
Zdroj: FTSE, Thomson Reuters Datastream

Pozn.: FTSE – Financial Times Stock Exchange, index zahrnuje 100 společností s nejvyšší tržní kapitalizací sídlících ve Spojeném království (asi 80 % celkového britského akciového trhu); gilt – britský vládní dluhopis, v %

¹¹ Od počátku roku 2016 do dne referenda (23. června 2016) oslabila vůči euru o 4 %. V efektivním vyjádření, které je váženým průměrem jednotlivých měnových párů libry podle významnosti obchodních toků, pak o 2,7 % (hodnota je nižší především proto, že americký dolar, který má v indexu váhu zhruba 20 %, v té době rovněž oslaboval).

¹² Podle odhadu analytiků jsou mimo Spojené království generovány ¾ agregátních tržeb firem z indexu FTSE.

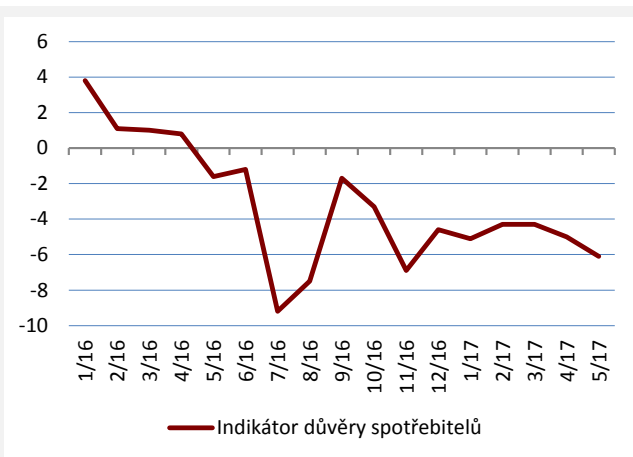
¹³ Již v červnu hlasovali tři ze sedmi členů výboru pro měnovou politiku (*Monetary Policy Committee*) BoE pro zvýšení sazeb.



Graf 3 Vývoj inflace a základní úrokové sazby BoE

Zdroj: ONS (Office for National Statistics), BoE

Pozn.: v %

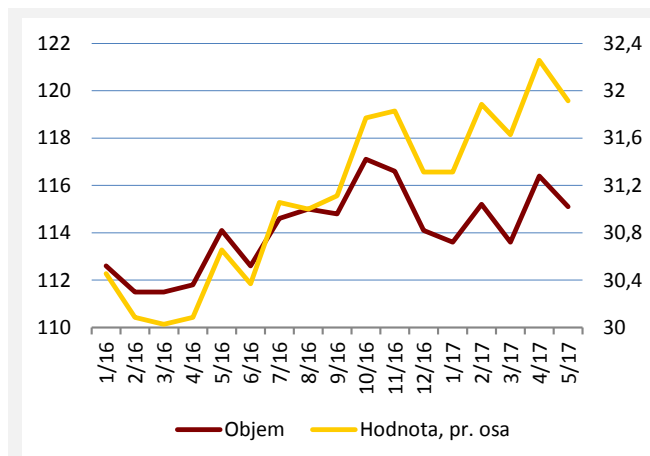


Graf 4 Vývoj důvěry britských spotřebitelů

Zdroj: Evropská komise (Consumer survey)

Pozn.: index

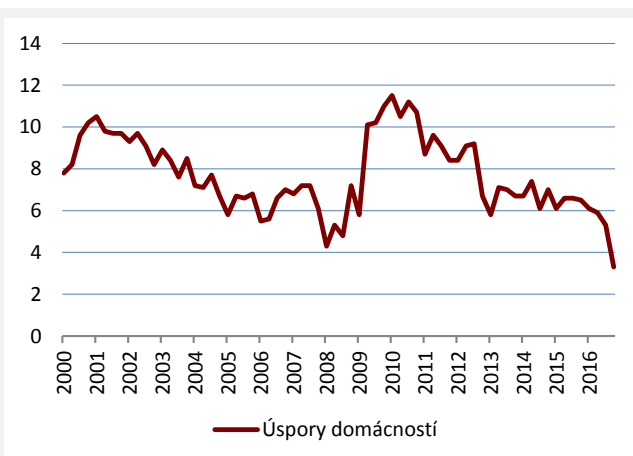
Rostoucí ceny dopadají především na spotřebitele. Indikátor sentimentu získávaný průzkumem Evropské komise ukazuje setrvalý pokles spotřebitelské důvěry ve Spojeném království (Graf 4). Prudce se propadla po vyhlášení výsledků referenda, a přestože extrémní pokles v průběhu loňského léta korigovala, snižuje se i nadále. Z Grafu 5, který ukazuje vývoj maloobchodních tržeb ve Velké Británii, je patrné proč. Zatímco objem nakupovaného zboží se loni na podzim přestal zvyšovat, peněžní hodnota týchž nákupů nepřestává vlivem zvyšující se inflace růst. Aby si domácnosti dokázaly udržet alespoň stagnující životní standard, musely sáhnout do prostředků, jež dříve ukládaly na spoření. Míra úspor tak koncem loňského roku spadla na historické minimum (3,3 %). Tak zlé to nebylo ani během světové hospodářské a finanční krize, kdy si britské domácnosti ukládaly stranou více než 4 % svých příjmů (Graf 6). Mzdy navíc už od dubna rostou v Británii pomaleji než spotřebitelské ceny, takže domácnostem zůstává na spotřebu reálně méně.



Graf 5 Vývoj maloobchodních tržeb

Zdroj: ONS (Office for National Statistics)

Pozn.: objem – index 2013=100; hodnota – v mld. liber



Graf 6 Vývoj úspor domácností

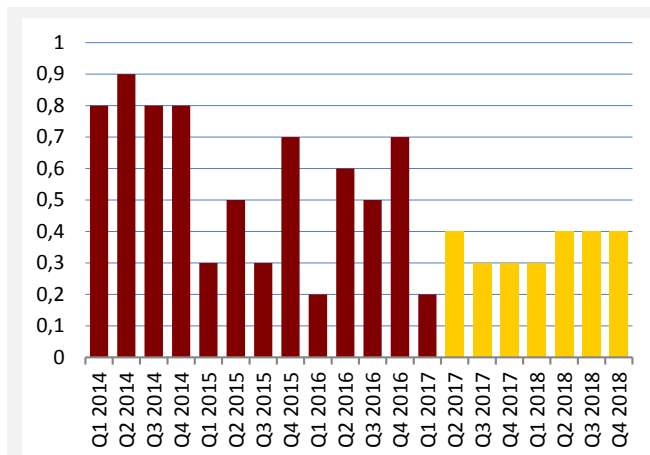
Zdroj: ONS (Office for National Statistics)

Pozn.: v % disponibilního příjmu; poslední dostupná data jsou za čtvrté čtvrtletí 2016

Jakmile výše popsané negativní jevy dosáhnou bodu, kdy budou domácnosti nuceny omezit spotřebu a snížit svou životní úroveň, projeví se to na dynamice britské ekonomiky. Krátkodobé dopady hlasování o brexitu, jež vyvolala vlna vzedmuté nejistoty, prostoupí hospodářstvím až k hlavním makroekonomickým ukazatelům. Je možné, že tato doba již nastala. Růst britské ekonomiky zpomalil v letošním prvním čtvrtletí na pouhých 0,2 % mezičtvrtletně¹⁴ (Graf 7). Spojené království se tak stalo nejpomaleji rostoucí ekonomikou skupiny G7¹⁵. Zatím však nelze vyloučit ani to, že zpomalení na počátku letošního roku bylo zapříčiněno mimořádnými sezónními vlivy. Růst britského HDP totiž zpomalil ve stejné době i vlani (rovněž na 0,2 %) a stejně tak o rok před tím (0,3 %). Více tak ukáže až údaj za druhé čtvrtletí, jehož první odhad bude znám na konci července. Londýnský Národní institut pro ekonomický a sociální výzkum (NIESR) nicméně odhadl,

¹⁴ sezónně očištěno¹⁵ Sdružení ekonomicky nejvyspělejších států světa (v abecedním pořádku: Francie, Itálie, Japonsko, Kanada, Německo, Spojené království a Spojené státy). Zastoupena je mimo to rovněž Evropská unie.

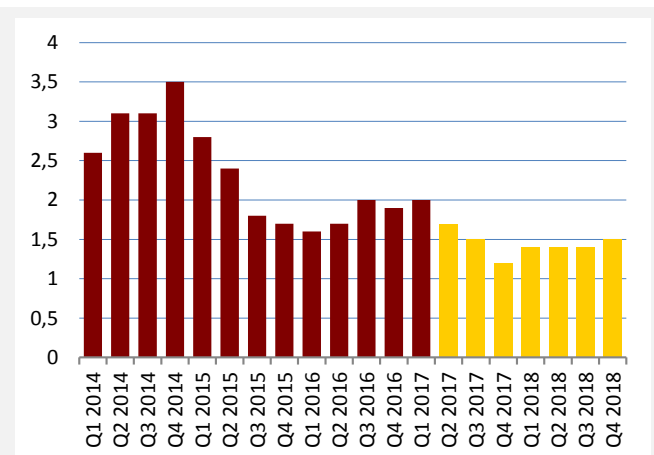
že během tří měsíců od února do května vzrostla britská ekonomika opět jen o 0,2 %. Je tak možné, že hodnota za druhé čtvrtletí bude zklamáním. Červnový CF ji odhadl na 0,4 %. V návaznosti na nižší mezičtvrtletní růst bude postupně zpomalovat i meziroční dynamika (Graf 8). Podle předpovědí CF by měla klesnout pod 1,5 % a na těchto hodnotách se držet až do konce příštího roku.



Graf 7 Mezičtvrtletní růst HDP

Zdroj: ONS (Office for National Statistics), CF

Pozn.: v %; žluté sloupce zobrazují předpověď CF



Graf 8 Meziroční růst HDP

Zdroj: ONS (Office for National Statistics), CF

Pozn.: v %; žluté sloupce zobrazují předpověď CF

4 Závěr

Občané Spojeného království se loni v červnu těsnou většinou vyslovili pro to, aby jejich země opustila Evropskou unii. K opačnému výsledku je nepřesvědčila ani skutečnost, že většina (britských i světových) ekonomů se již dříve shodla na tom, že takové rozhodnutí by značně poškodilo britskou ekonomiku.¹⁶ Přestože Velká Británie svůj záměr opustit EU oficiálně oznámila až letos v březnu a jednání o budoucím nastavení vzájemných vztahů ještě ani pořádně nezačala¹⁷, britská ekonomika je již více než rok vystavena negativním ekonomickým dopadům tohoto rozhodnutí. Jak celkem správně odhadly četné empirické i teoretické studie, začalo to nervozitou na finančních trzích. Důsledky zvýšené nejistoty se pak začaly postupně šířit dále napříč ekonomikou. Zda brexit poškodí ekonomiku ostrovního království dlouhodobě, případně v jakém rozsahu, se uvidí teprve v následujících měsících, čtvrtletích a letech. Do značné míry to přitom bude záviset i na tom, jak dopadnou jednání ohledně budoucích podmínek vzájemného obchodu mezi Velkou Británií a EU.

Zdroje

Baker, J., Carreras, O., Ebell, M., Hurst, I., Kirby, S., Meaning, J., Piggott, R. a Warren, J. (2016). The short-term economic impact of leaving the EU. National Institute Economic Review, No. 236, pp. 108-20.

Dhingra, S., Ottaviano, G., Sampson, T. a Van Reenen, J. (2016). The consequences of Brexit for UK trade and living standards. Centre for Economic Performance (CEP), London School of Economics and Political Science (LSE).

Ebell, M. a Warren, J. (2016). The long-term economic impact of leaving the EU. National Institute Economic Review, No. 236, pp. 121-38.

Economists for Brexit (2016). The Economy After Brexit.

http://issuu.com/efbkl/docs/economists_for_brexit_-_the_economy/1?e=24629146/35248609.

Evropská rada (2016). Zasedání Evropské rady (18. a 19. února 2016) – závěry. Rozhodnutí hlav států a předsedů vlád, zasedajících v Evropské radě, o novém řešení pro Spojené království v rámci Evropské unie.

OECD (2016). The economic consequences of Brexit: A taxing decision. Office for Budget Responsibility.

PwC (2016). Leaving the EU: Implications for the UK economy. PricewaterhouseCoopers (PwC) report commissioned by The Confederation of British Industry (CBI).

¹⁶ Shrnutí výsledků nejvýznamnějších studií, jež se věnovaly kvantifikaci ekonomických dopadů případného brexitu, jakož i hlubší popis jejich prognostických úvah a zvoleného postupu přinese navazující článek Pavly Břízové v příštím, srpnovém čísle Globálního ekonomického výhledu.

¹⁷ Zbrzdily je mimo jiné i červnové předčasné volby ve Spojeném království, které svolala Theresa Mayová v domněni, že v nich navýší většinu své strany v parlamentu a získá tak lepší mandát pro vyjednávání o brexitu. Namísto toho však Konzervativní strana parlamentní většinu v těchto neuvážených volbách ztratila.

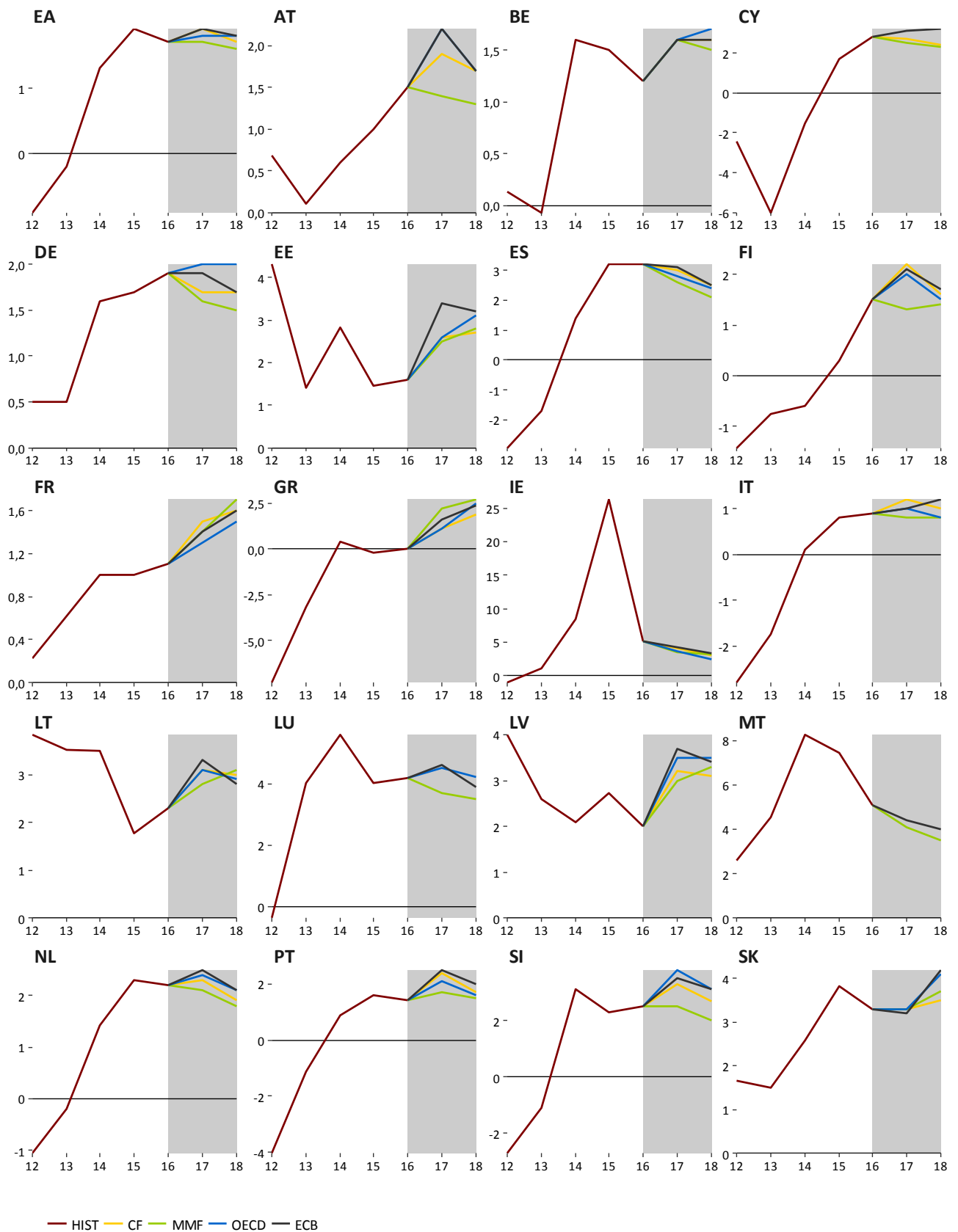
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

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

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

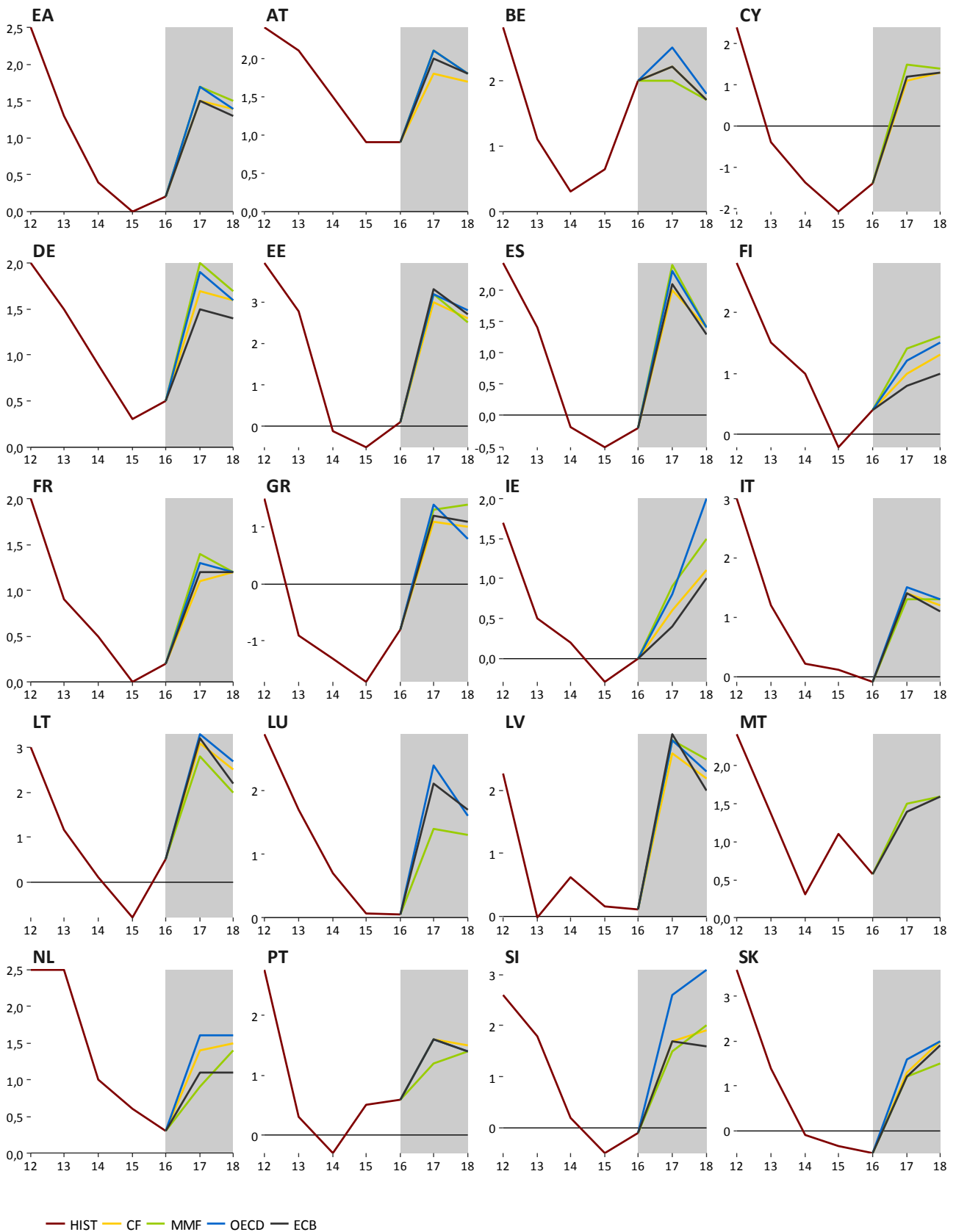
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	-0,1	2017/7 2017/6	+0,6	2017/4 2016/10	+0,5	2017/6 2016/11	-0,2	2017/6 2017/3
DE	0	2017/7 2017/6	+0,5	2017/4 2016/10	+0,5	2017/6 2016/11	+0,1	2017/6 2016/12
US	-0,2	2017/7 2017/6	+0,4	2017/4 2016/10	+0,6	2017/6 2016/11	-0,3	2017/6 2017/3
UK	0	2017/7 2017/6	0	2017/4 2016/10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

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

