

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – DUBEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018

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
Heterogenita pokrizového vývoje v zemích EU	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

13. dubna 2018

Sběr dat CF

9. dubna 2018

Datum publikace GEVu

20. dubna 2018

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

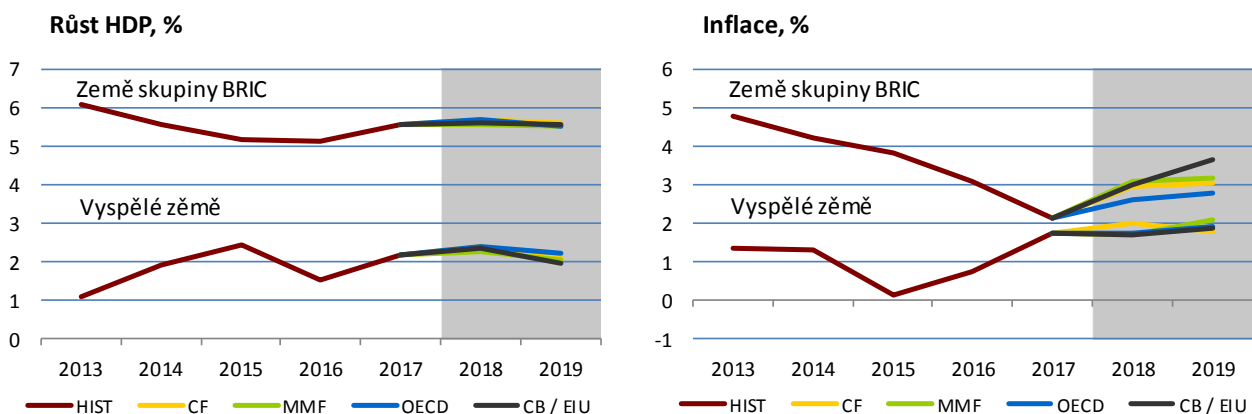
Dubnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. Analytická část tohoto čísla zaostřuje svoji pozornost na rozdílnost pokrizového makroekonomického vývoje v jednotlivých zemích EU s primárním zaměřením na ekonomický růst a trh práce. Pomocí shlukové analýzy je ukázáno, že se jednotlivé země liší z hlediska schopnosti úspěšně překonat krizi. Míra této schopnosti je dle námi provedené kvantitativní analýzy dána dosahovanou mírou politické stability, kvalitou regulace a velikostí předkrizového fiskálního prostoru.

Aktuální výhledy hospodářského růstu námi sledovaných vyspělých zemí se pohybují zhruba na březnových hodnotách, resp. se nepatrně zvýšily. Spojené státy budou pokračovat v robustním hospodářském růstu, který by měl dosáhnout téměř 3 %. Tato hodnota by měla podpořit inflační tlaky a umožnit další zvýšení úrokových sazeb ze strany Fedu, které je trhy očekáváno. Poněkud odlišná situace je v eurozóně, která sice pokračuje v solidním hospodářském růstu, avšak na začátku roku pravděpodobně lehce zpomalila. Tento vývoj může vést spolu s utlumeným výhledem inflace a problematičností vývoje v některých zemích eurozóny k oddálení prvního zvýšení úrokových sazeb. O poznání nižší trajektorii hospodářského růstu (oproti USA i eurozóně) nadále avizují výhledy pro Spojené království a Japonsko. V případě Spojeného království jde o kombinaci faktorů spojených s brexitem, kdy výrazné snížení potenciálu britské ekonomiky spolu s oslabením libry vedlo k nárůstu inflace. Bank of England však byla v jejím aktivním navracení zpět k inflačnímu cíli limitována křehkým stavem ekonomiky. Nyní, když došlo k její stabilizaci, se předpokládá pozvolné zvyšování úrokových sazeb (nejbližší v květnu). Výhledy inflace pro Japonsko naopak ukazují, že tamní cenový růst se bude pohybovat na „tradičně“ velmi nízkých hodnotách, tj. pouze kolem 1% úrovně.

Aktuální výhledy růstu HDP zemí skupiny BRIC rovněž přináší poznání, že se světové ekonomice v blízké budoucnosti bude nadále solidně dařit. Indie i Čína tradičně vykazují silnou ekonomickou dynamiku. Dubnové výhledy ukazují, že sestupná trajektorie růstu HDP čínské ekonomiky bude lehce pozvolnější. Indická ekonomika se naopak ze současně nepatrně oslabených temp bude navracet nad 7,5% hranici. Očekávané hodnoty inflace v Číně mírně převyšují 2% úroveň. Pro Indii je sice očekáván téměř 5% cenový růst, nicméně i tuto úroveň lze považovat – vzhledem k tamnímu vysokému hospodářskému růstu – za stále akceptovatelnou. Na ekonomickou situaci zbylých dvou ekonomik skupiny BRIC, zejména pak Brazílie, se dá optikou pokrizového vývoje rovněž pohlížet celkem pozitivně. Brazílská ekonomika se na konci příštího roku přiblíží 3% hodnotě růstu HDP, avšak ruská bude setrvávat stále pod 2% úrovní. Dobrou zprávou pro tyto země je, že se jim bude dařit udržet inflaci na hodnotách blízkých 4 %.

Úrokové sazby v eurozóně setrvávají dle tržních výhledů na velmi nízkých hodnotách minimálně v horizontu jednoho roku. Poté tržní výhledy signalizují jejich první nárůst. V případě Spojených států lze očekávat pokračující pozvolné zvyšování úrokových sazeb, tedy ještě dvojí během zbývajících částí tohoto roku. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu lehce oslabit vůči euru a rupii, více oproti realu a výrazněji pak vůči rublu. Mírně posílí vůči libře, jenu a renminbi. Cena ropy Brent se bude v ročním horizontu pohybovat kolem 67 USD/barel. Ceny potravinářských komodit na výhledu pro letošní rok stále rostou, což odráží očekávaný růst většiny námi sledovaných dílčích zemědělských komodit (zejména pšenice a kukuřice). U cen průmyslových kovů se očekává zhruba stabilita cen.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

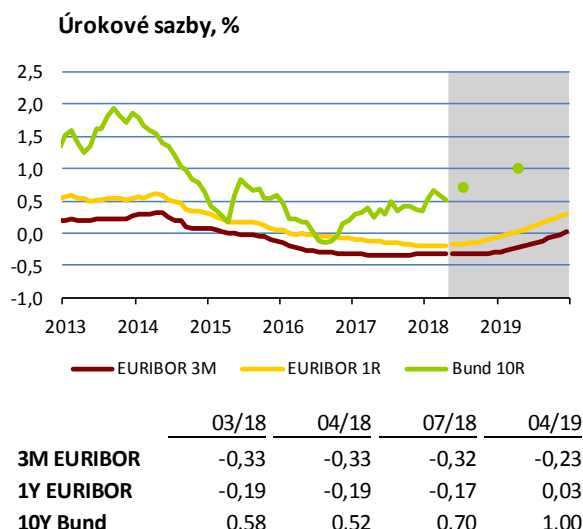
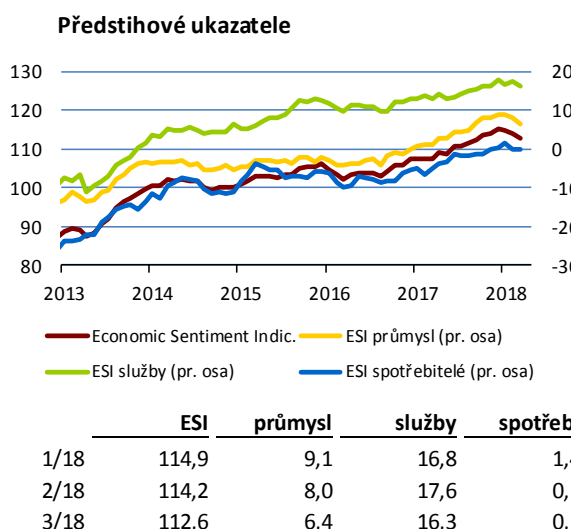
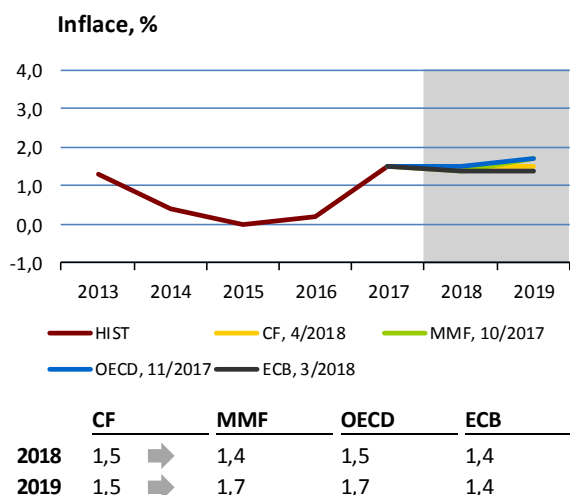
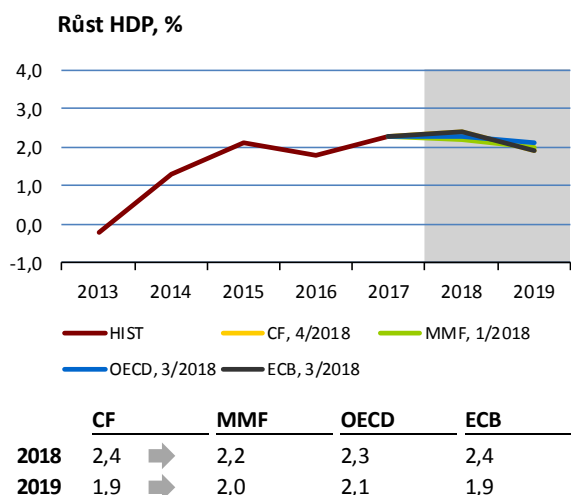


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

II.1 Eurozóna

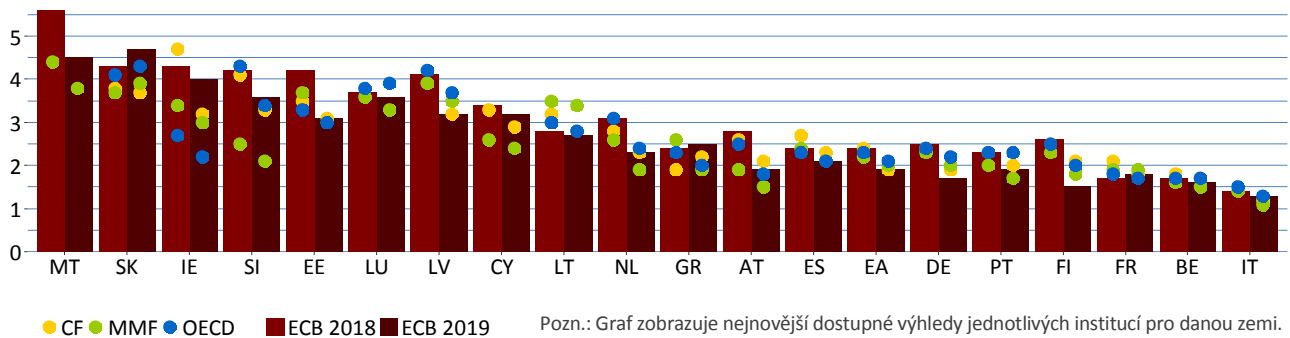
Ekonomika eurozóny pokračovala v prvním čtvrtletí letošního roku v solidním růstu, i když dostupné ukazatele signalizují jeho zpomalení oproti konci předchozího roku. Například meziroční růst průmyslové produkce zpomalil v prvních dvou měsících o více než 2 p. b. na 2,9 %; růst maloobchodních tržeb poklesl pouze mírně a v únoru dosáhl 1,8 %. Také předstihové ukazatele signalizují zvolnění dynamiky růstu v eurozóně. PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu poklesl třetí měsíc v řadě, i nadále se ale drží bezpečně v pásmu expanze. Březnový pokles odrážel zčásti jednorázové faktory, především výkyvy počasí, ale i mírně nižší optimismus ohledně výhledu ekonomiky související především se silnějším kurzem eura, který má negativní vliv na růst vývozních objednávek. Zvolnění dynamiky signalizují i předstihové údaje Evropské komise (viz graf níže). I přes slabší data ze začátku roku dubnový CF nadále očekává růst výkonu ekonomiky na podobné úrovni jako v loňském roce (2,4 %); příští rok by pak mělo dojít ke zpomalení růstu pod 2 %. Podobná tempa růstu očekává i březnová prognóza ECB.

Celková HICP inflace v eurozóně v březnu vzrostla o 0,3 p. b. na 1,4 % a vrátila se tak na prosincovou hodnotu. Tento nárůst souvisí především s vyšším příspěvkem cen potravin, zatímco jádrová inflace stagnovala na 1 %. Na výhledu se očekávají hodnoty inflace výrazně pod cílem ECB (letos i příští rok kolem 1,5 %). Absence fundamentálních inflačních tlaků spojená především s nízkým růstem mezd (1,7 % meziročně ve čtvrtém čtvrtletí 2017) v prostředí solidního, i když zpomalujícího, růstu tak vede k nejistotě ohledně možného prodloužení nákupů cenných papírů ze strany ECB. Ty by měly pokračovat alespoň do září letošního roku v měsíčním objemu 30 mld. EUR. Základní sazby by dle březnového prohlášení ECB měly setrvat na stávající úrovni ještě dlouho po ukončení čistých nákupů aktiv. Tržní výhledy očekávají nárůst základních sazeb až za prvním čtvrtletím příštího roku.

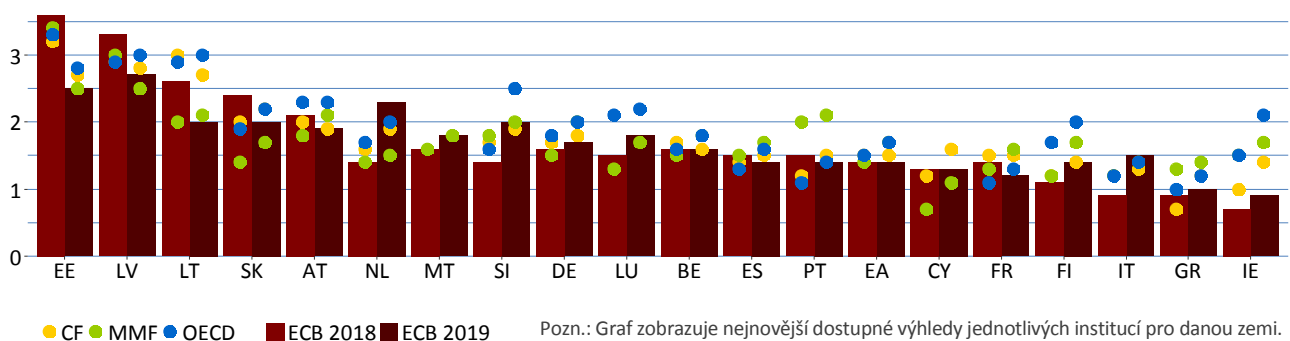


II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

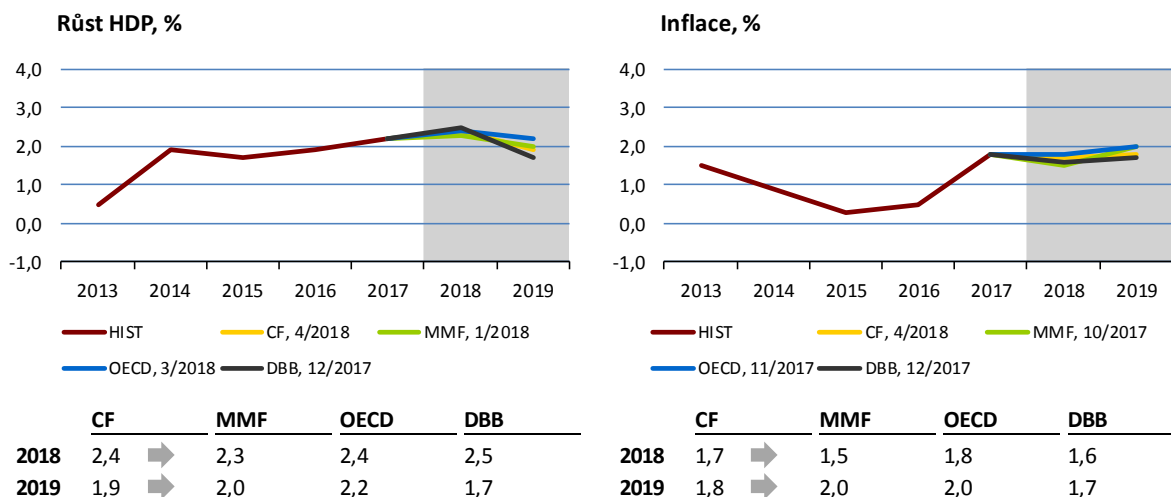


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %



II.2 Německo

Výhledy pro Německo se oproti předchozímu měsíci nezměnily. Nadále je tak očekáváno pokračování relativně svižného růstu z předchozího roku, který zvolní až v roce 2019. Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 přispěl k růstu HDP nejvíce čistý vývoz (v předchozím období přitom dominovala spotřeba domácností). Tento pozitivní obrázek byl narušen pouze zřetelným meziměsíčním poklesem průmyslové produkce v únoru. Březnový PMI ve zpracovatelském průmyslu však, i přes mírný pokles své hodnoty, nadále ukazuje na pokračující expanzi průmyslu. IFO i ZEW index očekávání naznačují svými mírnými poklesy obavy, které jsou pravděpodobně spojené s rizikem hrozících protekcionistických opatření v zahraničním obchodě. Vývozně zaměřené Německo, k jehož nejvýznamnějším zahraničním trhům patří právě Spojené státy (8,9% podíl na celkových vývozech), by mohlo být v případě nárůstu těchto opatření zasaženo relativně výrazně. Vývoj inflace je na horizontu dvou let očekáván nadále utlumený.

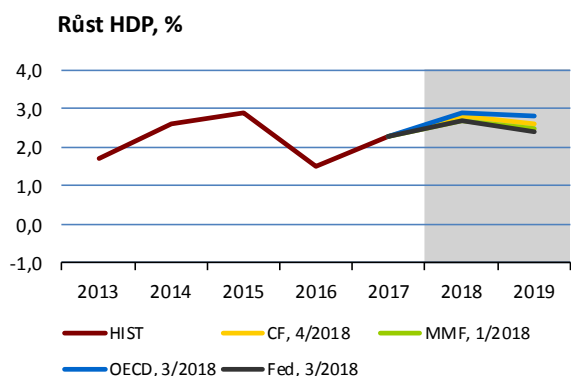


II.3 Spojené státy

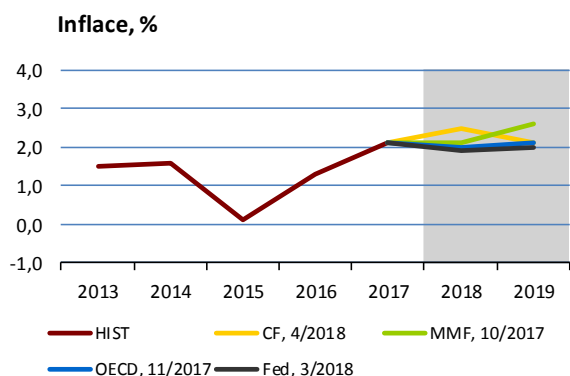
Spory ohledně obchodní politiky mezi USA a Čínou vyvrcholily v březnu zavedením cel na dovoz oceli a hliníku (a dalších čínských výrobků) ze strany USA, na což čínská strana reagovala na začátku dubna cly na dovoz vybraných výrobků z USA (sójové boby, auta, chemikálie atd.). Eskalace napětí mezi největšími ekonomikami světa přinesla obavy z globální obchodní války a tedy i pokles zájmu o rizikovější aktiva (např. akcie, měny rozvíjejících se ekonomik). MMF varoval před razantním nárůstem protekcionismu, který by mohl ohrozit globální oživení. Zhoršení konfliktu je vzhledem k vzájemné finanční i obchodní propojenosti ekonomik málo pravděpodobné. Je však možné, že se brzy otevře platforma pro diskusi ohledně ochrany duševního vlastnictví či amerických přímých zahraničních investic v Číně (vč. získávání majoritních podílů).

Napětí v mezinárodním obchodě se pak odrazilo v důvěře podnikatelů. ISM PMI se v březnu mírně snížil pod úroveň 60, když firmy zaznamenaly výpadky v dodávkách oceli a hliníku. Celkově ale ekonomické údaje naznačují pokračující oživení ekonomiky USA v prvním čtvrtletí 2018 (dle atlantského Fedu aktuálně 2 %), byť v menší míře než v závěru roku 2017. Třetí odhad růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2017 byl totiž revidován nahoru na 2,9 %, přičemž spotřebitelské výdaje rostly nejrychleji za poslední tři roky (4,0 %).

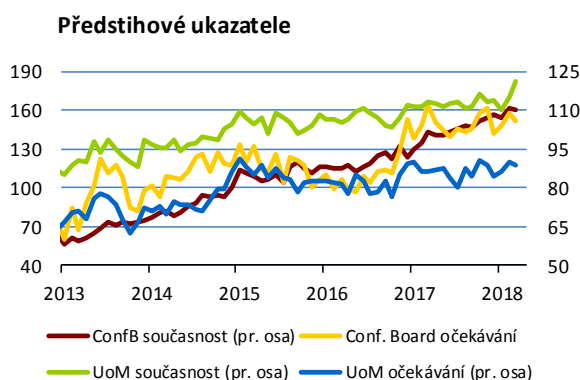
Pokračující růst americké ekonomiky a vyšší inflační tlaky očekávají i členové měnového výboru centrální banky USA. Na březnovém zasedání schválili zvýšení cílového pásma pro hlavní sazbu o 25 b. b. na 1,50–1,75 %. Do konce roku pak předpokládají ještě dvojí zvýšení sazeb. Výhledy sazeb na rok 2019 a 2020 se posunuly nahoru a dle zápisu byly na jednání diskutovány možnosti, jak by se v budoucnosti mohl růst sazeb zrychlit. Také nové předpovědi pro růst HDP přinesly revizi směrem nahoru, zatímco výhled spotřebitelských cen zůstal beze změn. Inflace by se tak měla pohybovat poblíž cíle. V březnu dosáhla nejvyšší hodnoty za poslední rok (2,4 %) a zvýšila se také jádrová inflace (2,1 %). Mírně vyšší inflaci v tomto roce nově očekává dubnový CF.



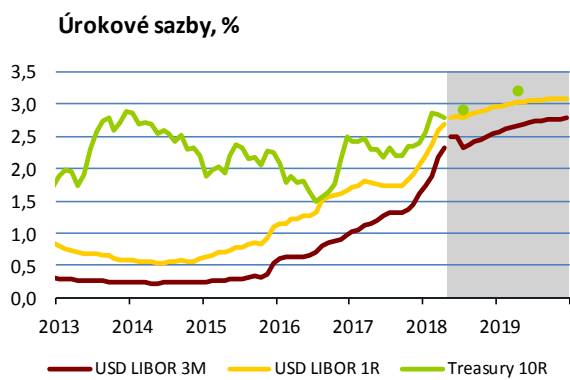
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,8	2,7	2,9	2,7
2019	2,6	2,5	2,8	2,4



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,5	2,1	2,0	1,9
2019	2,1	2,6	2,1	2,0



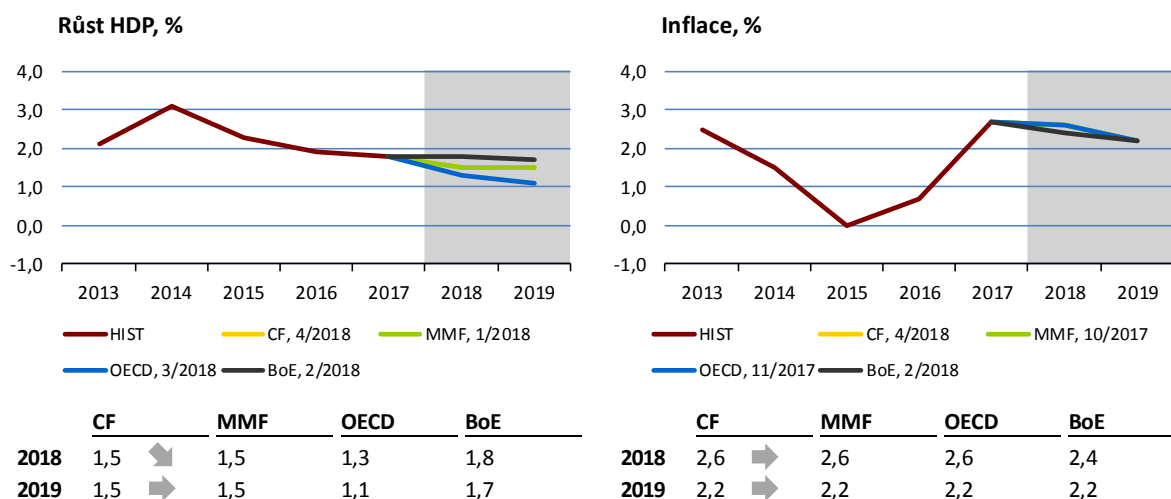
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
1/18	154,7	104,0	110,5	86,3
2/18	161,2	109,2	114,9	90,0
3/18	159,9	106,2	121,2	88,8



	03/18	04/18	07/18	04/19
USD LIBOR 3M	2,18	2,33	2,33	2,67
USD LIBOR 1R	2,60	2,60	2,79	3,02
Treasury 10R	2,84	2,80	2,90	3,20

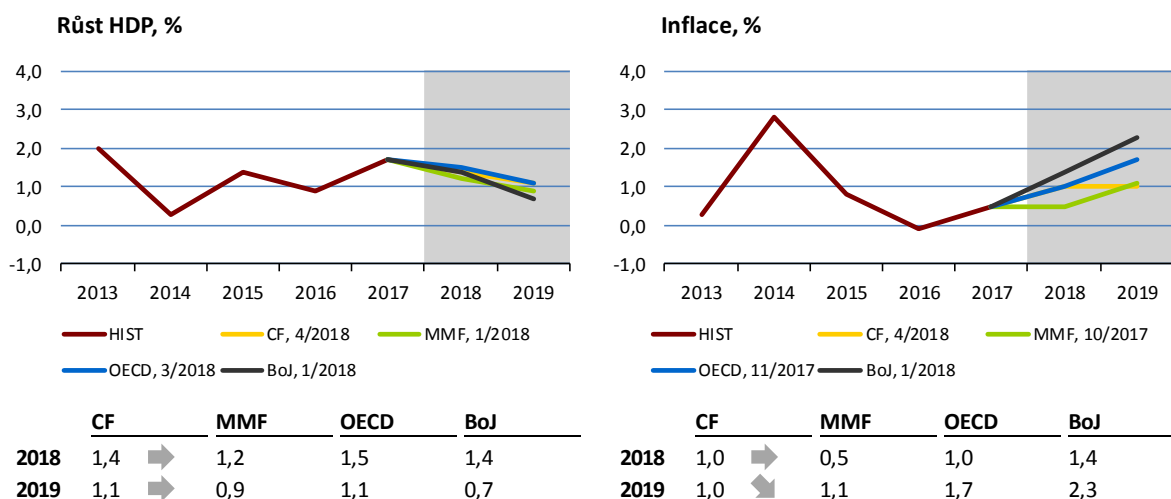
II.4 Spojené království

Konečné údaje z národních účtů potvrdily, že britská ekonomika v závěru loňského roku zpomalila. Růst HDP dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 1,4 % meziročně (pomaleji rostlo v celé EU jen Dánsko). Revidován směrem nahoru byl růst podnikových investic (2,6 %), lehce nižší je naopak konečný údaj o růstu produktivity práce (0,7 %). Míra úspor domácností (5,3 %) se drží stále hluboko pod dlouhodobým normálem. Mezičtvrtletní růst HDP činil jen 0,4 %, v prvním čtvrtletí letošního roku pak podle NIESR dále zpomalil na 0,2 % (BoE odhaduje 0,3 %) kvůli nezvykle špatnému počasí. Zatímco meziroční růst průmyslové produkce v únoru zrychlil (na 2,2 %), pokles ve stavebnictví se prohloubil (na -3 %). Zlepšení nenaznačuje ani index PMI. Ve stavebnictví se propadl v březnu do pásma kontrakce (na 47) a nižší je i ve službách (51,7). CF reagoval na uvedená data snížením výhledu HDP pro letošní rok. Inflace v únoru konečně zpomalila (na 2,7 %, což je nejnižší od července). BoE ponechala sazby beze změny, zvýšení se očekává v květnu.



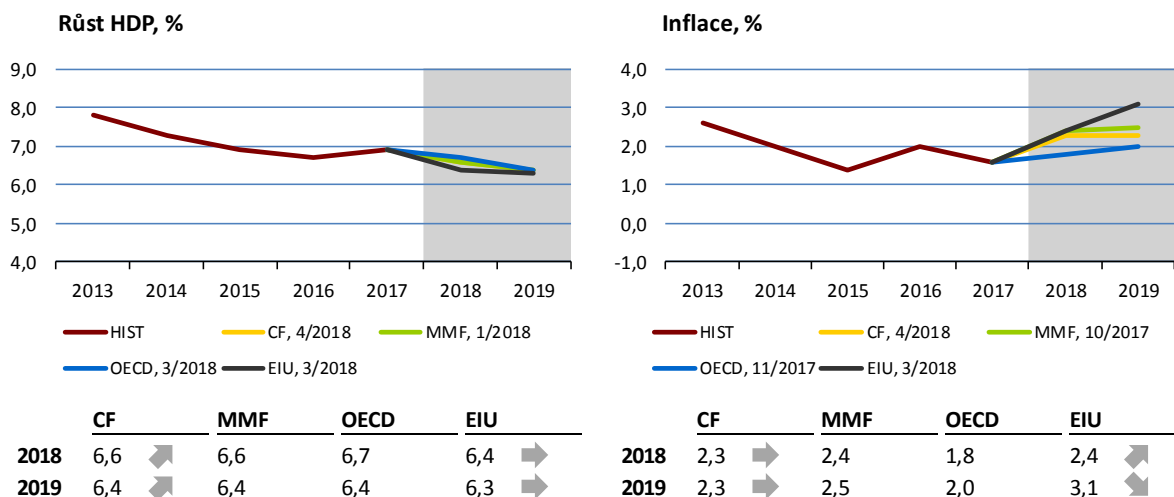
II.5 Japonsko

Meziroční i meziměsíční dynamika maloobchodních tržeb se v únoru zvýšila, stejně jako růst mezd, naopak výdaje domácností meziročně i meziměsíčně klesly a nezaměstnanost nepatrně vzrostla kvůli nárůstu nezaměstnanosti mladých. Růst průmyslové produkce v únoru v meziročním vyjádření zpomalil, nicméně meziměsíčně díky oživení výstupu ve většině kategorií výrazně posílil. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v březnu snížil na 53,1 bodů, když dle nákupních manažerů rostly pomalejším tempem výstup a zaměstnanost. Predikce růstu HDP zůstaly nezměněny. Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen se v únoru zvýšilo na 1,5 %, když jej podporoval pokračující růst cen potravin a výrazný nárůst cen dopravy. Inflace tak zaznamenala nejvyšší hodnotu od března 2015. Dubnový CF však nepatrně snížil výhled inflace pro příští rok, předpovídá tak růst cen ve výši 1 % v obou letech.



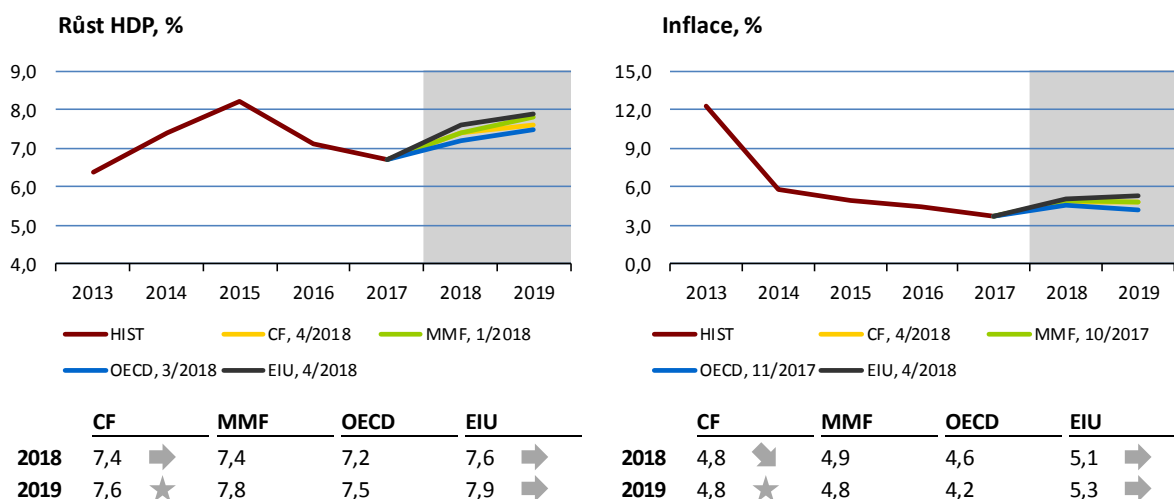
III.1 Čína

Navzdory eskalaci obchodních sporů s USA přehodnotil dubnový CF výhled růstu čínské ekonomiky směrem nahoru na 6,6 % v roce 2018 a 6,4 % v roce 2019, přičemž oficiální cíl čínské vlády pro rok 2018 je 6,5 %. Nové údaje pak potvrzují expanzi v prvním čtvrtletí 2018. Růst průmyslové produkce se udržel v lednu i únoru na solidní úrovni 7,2 %, podobně jako maloobchodní tržby (9,7 %). Březnový PMI (51,3) dokonce naznačuje další zrychlení produkce ve zpracovatelském průmyslu s tím, jak se snižují omezení výroby (uplatňovaná zejména v zimním období s ohledem na znečištění prostředí) a opět roste výstavba. Prodeje aut v březnu opět meziročně vzrostly (4,7 %) a také důvěra podnikatelů se zlepšila. Spotřebitelská inflace v březnu po únorovém rekordu poklesla na 2,1 %, zatímco ceny výrobců již pátý měsíc v řadě zvolňují meziroční dynamiku. Podle dubnového CF by inflace měla dosáhnout v tomto i příštím roce 2,3 %. Mírně vyšší inflační tlaky pak očekává nový výhled EIU.



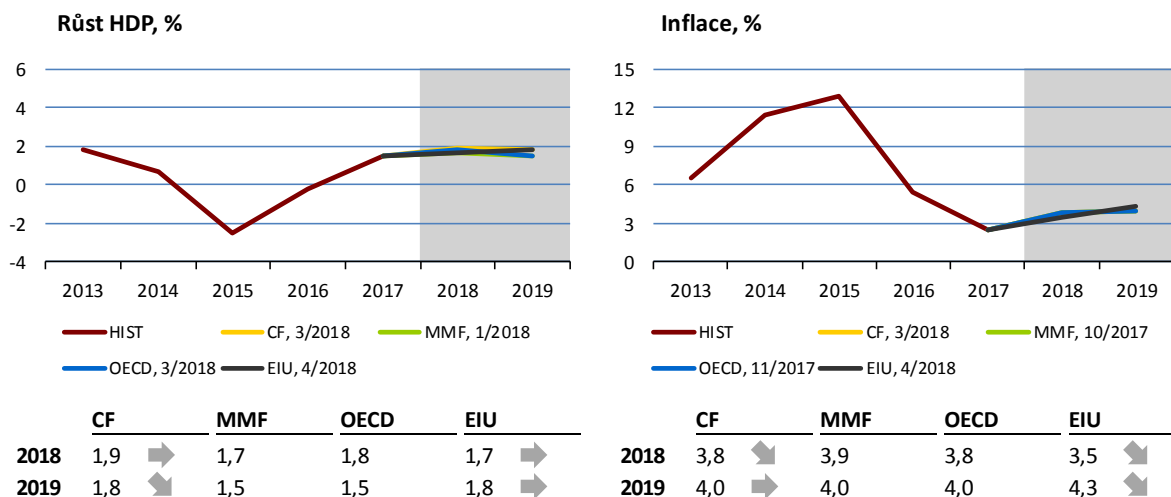
III.2 Indie

Meziroční růst průmyslové produkce se v únoru snížil kvůli zpomalení růstu produkce elektřiny a prohloubení poklesu v těžebním průmyslu. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v březnu snížil na 51 bodů. Podle nákupních manažerů za tímto snížením stojí pomalejší růst výstupu a exportu, pokles zaměstnanosti a zhoršení celkové nálady v odvětví. Predikce růstu HDP nebyly změněny. CF zveřejnil výhled pro následující fiskální rok 2019/2020, ve kterém stejně jako ostatní instituce očekává oproti probíhajícímu fiskálnímu roku 2018/2019 zvýšení dynamiky růstu. Meziroční míra inflace se v březnu dále snížila (na 4,3 %). Důvodem bylo zpomalení růstu cen potravin, především zeleniny, a cen paliv a energií. CF nepatrně snížil předpověď inflace pro tento fiskální rok, v příštím fiskálním roce pak očekává stejný cenový vývoj jako letos. RBI ponechala na svém dubnovém zasedání nastavení měnové politiky beze změny, základní úroková sazba tak nadále zůstává na 6 %.



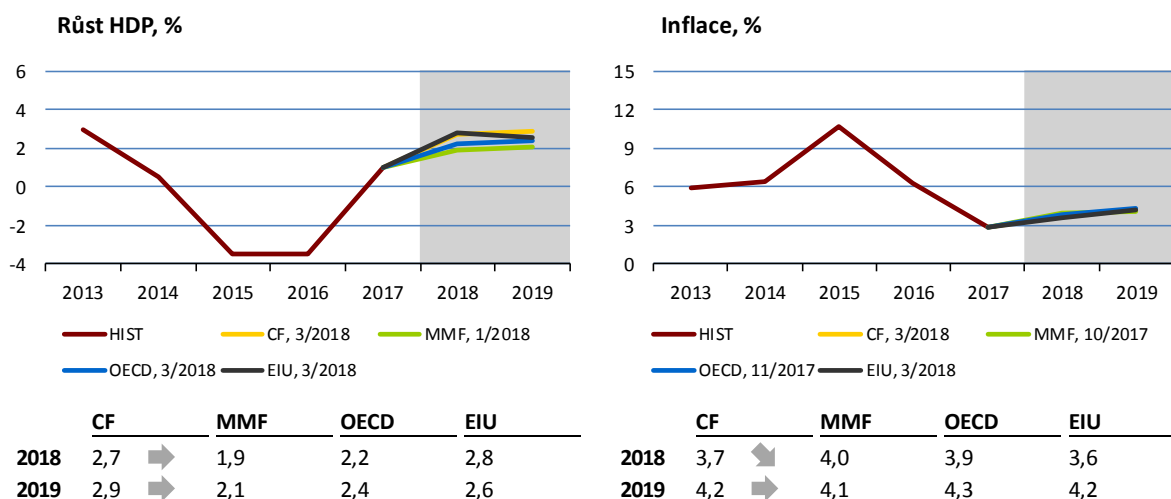
III.3 Rusko

V závěru loňského roku mezičtvrtletní růst HDP poprvé za posledních pět čtvrtletí poklesl (na -0,4 %). Meziroční výkon se snížil z 2,2 % na 0,9 %, ovšem celoroční tempo se nezměnilo. Ruská centrální banka pokračovala v uvolňování měnové politiky. V poslední březnové dekádě byla klíčová úroková sazba snížena o dalších 0,25 p. b. na 7,25 %. Jedná se o páté snížení v řadě od loňského září a podle centrální banky nebude v tomto roce poslední. Zhoršení výkonu ekonomiky na konci roku 2017 ovšem CBR považuje za dočasné a již letos očekává jeho obnovení. Zároveň předpokládá nižší citlivost ekonomiky na změnu ceny ropy. Dle CBR by v tříletém horizontu (2018–2020) měla ekonomika růst 1,5–2% tempem. Tato prognóza je v souladu s nejnovějšími předpověďmi CF a EIU, které očekávají v letech 2018–2019 růst HDP ve výši 1,7–1,9 %. Inflace by dle CF a EIU měla dosáhnout cíle (nebo ho dokonce mírně překročit) až v příštím roce.



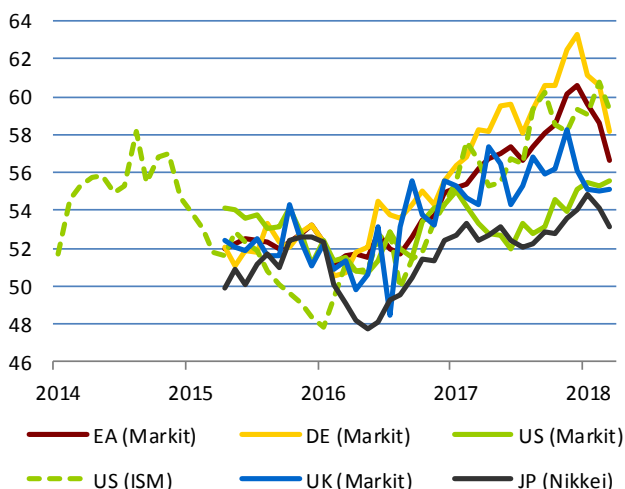
III.4 Brazílie

Krátkodobý vývoj brazilské ekonomiky nevypadá příliš optimisticky. V únoru se meziroční tempo růstu průmyslové produkce snížilo téměř na polovinu v porovnání s lednovou hodnotou (z 5,8 % na 2,8 %). Celková nezaměstnanost vzrostla na 12,6 %. Březnový kompositní PMI se snížil, ovšem výhradně vlivem poklesu PMI ve službách (z 52,7 na 50,4). Vývoj zpracovatelského průmyslu naopak zůstává z hlediska PMI celkem příznivý a ukazatel se dokonce mírně zvýšil (na 53,4). Deflace cen potravin se v březnu prohloubila na 1,6 % z předchozích 1,4 %. Zároveň mírně zpomalila celková inflace a dosáhla 2,7 %. Vzhledem k rostoucímu riziku dlouhodobějšího podstřelování inflačního cíle (4,5 % ± 1,5 p. b.) brazilská centrální banka ve druhé polovině března v souladu s očekáváním přistoupila k dalšímu snížení úrokové sazby (o 0,25 p. b. na 6,5 %). CF snížil předpověď inflace k prosinci 2018 o 0,2 p. b. na 3,7 %. Ostatní sledované výhledy CF se nezměnily.

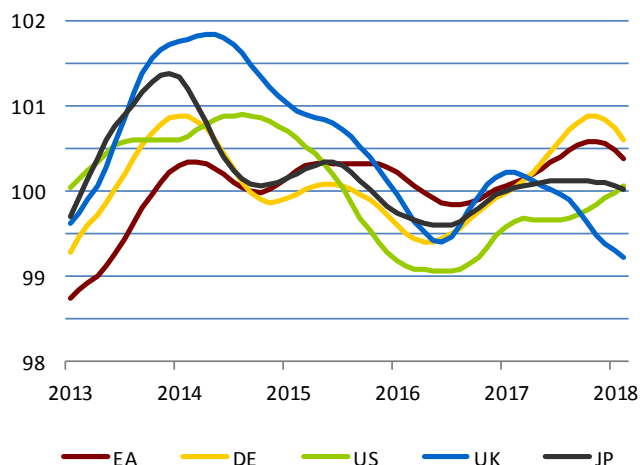


IV.1 Vyspělé země

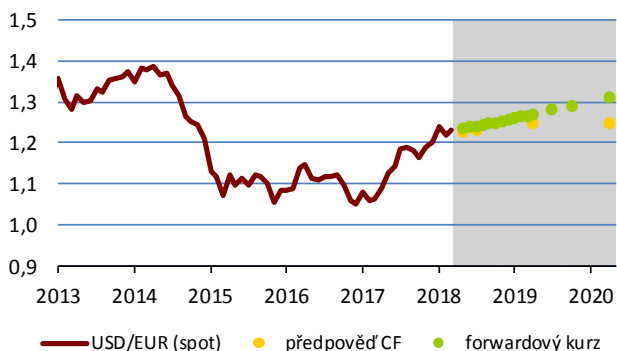
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

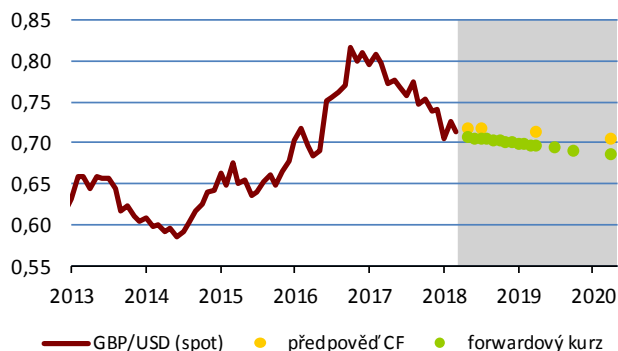


Americký dolar (USD/EUR)



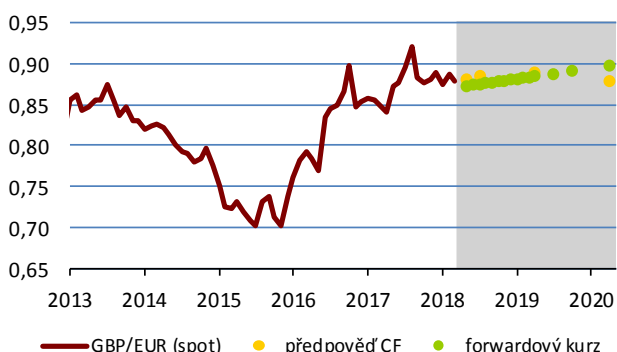
	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	1,231				
předpověď CF		1,227	1,232	1,246	1,246
forwardový kurz		1,235	1,241	1,269	1,310

Britská libra (GBP/USD)



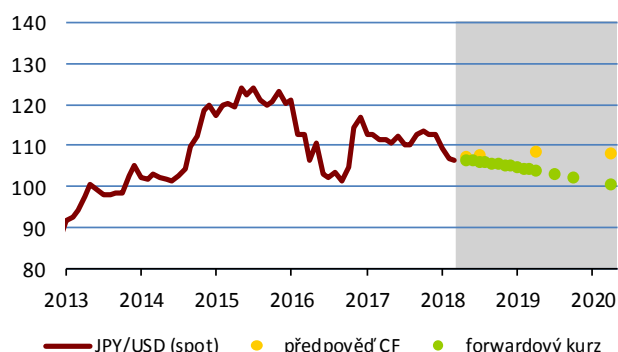
	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	0,708				
předpověď CF		0,718	0,717	0,714	0,705
forwardový kurz		0,707	0,705	0,697	0,686

Britská libra (GBP/EUR)



	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	0,871				
předpověď CF		0,881	0,884	0,889	0,878
forwardový kurz		0,873	0,874	0,884	0,898

Japonský jen (JPY/USD)

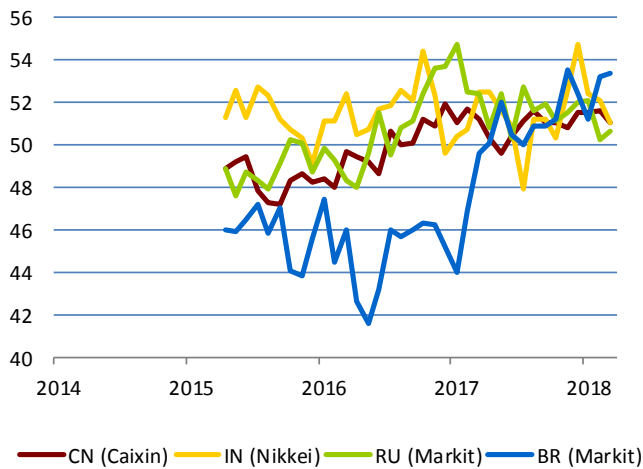


	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	107,0				
předpověď CF		107,4	107,8	108,5	108,0
forwardový kurz		106,6	106,1	103,8	100,6

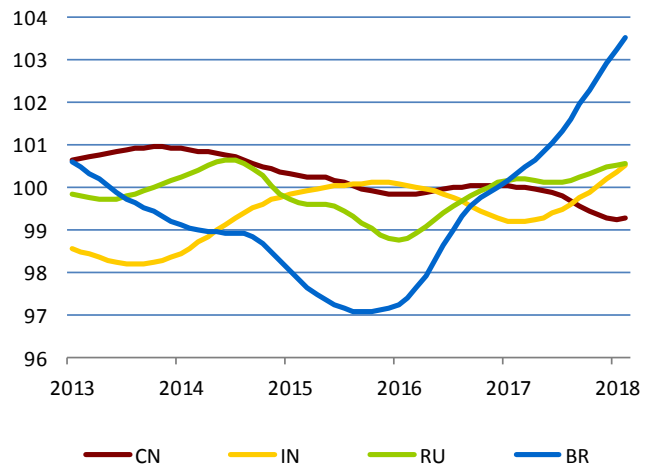
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

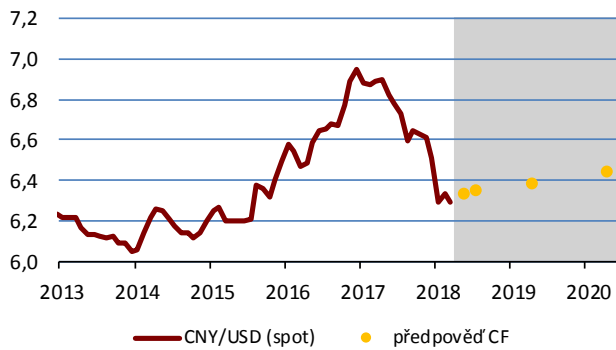
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

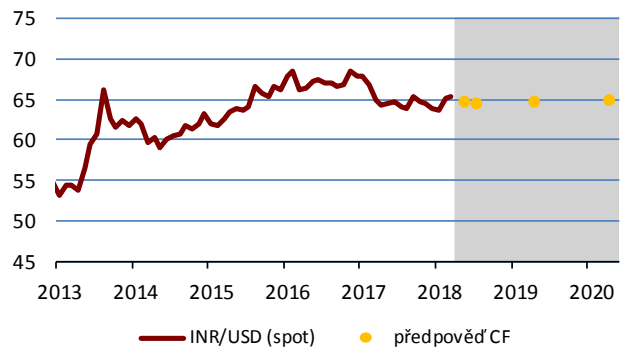


Čínský renminbi (CNY/USD)



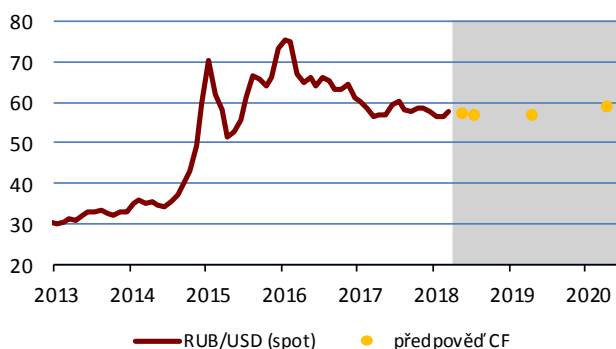
	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	6,311				
předpověď CF		6,338	6,350	6,382	6,447

Indická rupie (INR/USD)



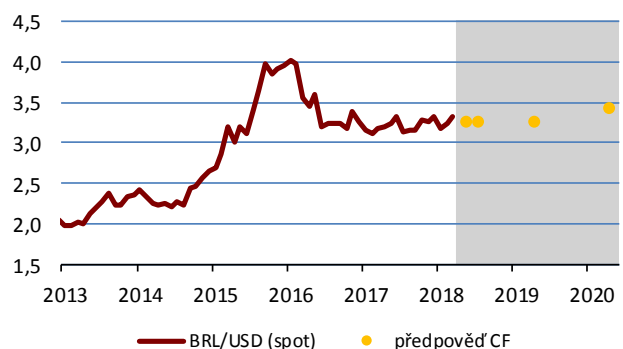
	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	65,01				
předpověď CF		64,64	64,57	64,68	65,00

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	60,27				
předpověď CF		57,23	57,02	56,74	59,06

Brazilský real (BRL/USD)



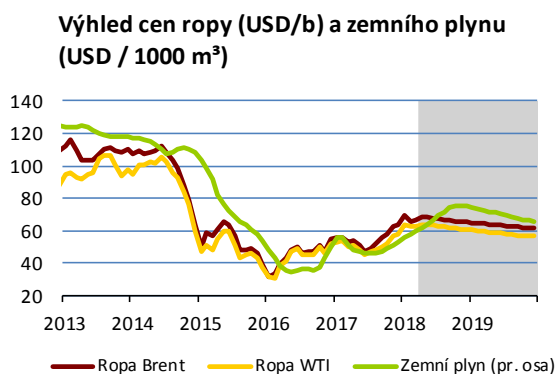
	9/4/18	05/18	07/18	04/19	04/20
spotový kurz	3,388				
předpověď CF		3,259	3,259	3,268	3,425

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

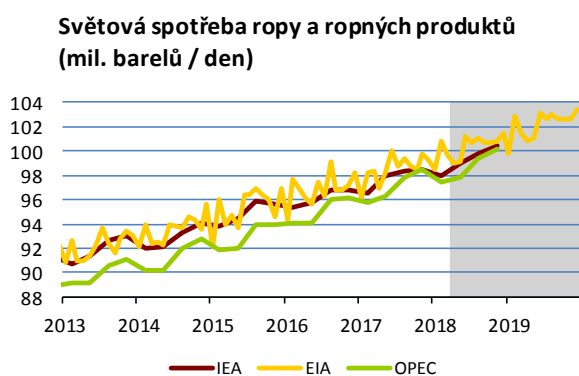
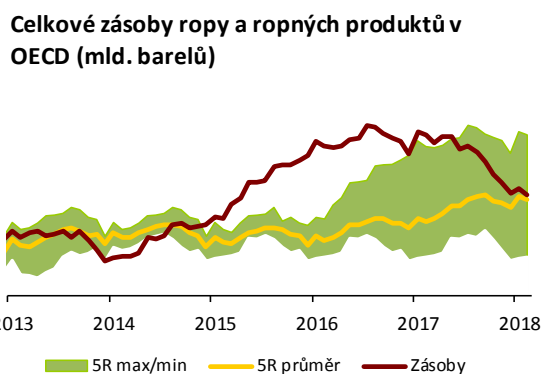
V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent se pohybovala od poloviny února do poloviny března poblíž hranice 65 USD/barel a při tom poměrně silně kolísala společně s americkými akciovými trhy. Na relativně silné úrovni ji podporovaly předpovědi robustního růstu poptávky, klesající zásoby ropy v USA i globálně a rostoucí geopolitické napětí na Blízkém východě. K vyšší ceně přispíval i slabší dolar a nadále striktní dodržování produkčních kvót ze strany velkých producentů. Opačným směrem působily obavy z rostoucí produkce v USA a z potenciální obchodní války mezi USA a Čínou. Na začátku třetí březnové dekády cena ropy silně vzrostla s dalším vystupňováním napětí v Sýrii a hrozbou obnovení sankcí vůči Íránu ze strany USA. K růstu cen ropy Brent nad 70 USD/barel přispěl i výhled dalšího poklesu produkce ropy ve Venezuele, před kterým varovala IEA. Ve druhé dubnové dekádě cena ropy Brent zaznamenala nejvyšší hodnotu od listopadu 2014, když se Čína a USA vrátily k vyjednávání ohledně vzájemných obchodních vztahů. Investoři drží rekordní čisté dlouhé pozice na ropu Brent.

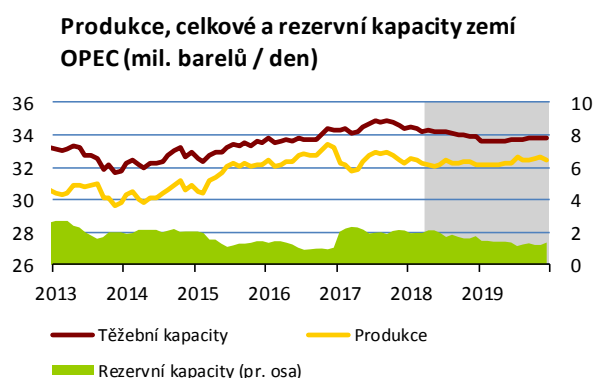
Tržní křivka na základě futures kontraktů na ropu Brent se oproti minulému měsíci posunula opět vzhůru (o dalších cca 2,5 USD/barel) a implikuje pro letošní a příští rok průměrné ceny 66,9, resp. 63,1 USD/barel. Dubnový CF očekává spíše stagnaci poblíž 65 USD/barel. Rovněž předpověď EIA je více méně horizontální s očekávanou průměrnou cenou pro letošní i příští rok 63 USD/barel. Evidentně tak nezahrnuje aktuální rizikovou prémii, plynoucí z napjatého geopolitického vývoje ve světě, a spíše klade důraz na očekávaný budoucí růst produkce ropy v USA. Tamní břidlicová těžba však již v některých oblastech začíná narážet na nedostatečné kapacity ropovodů směrem ke zpracovatelům.



	Brent	WTI	Plyn
2018	66,86 ↗	62,45 ↗	241,37 ↗
2019	63,08 ↗	58,28 ↗	249,66 ↗



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,29 ↗	100,31 ↗	98,68 ↗
2019		102,16 ↗	



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,29 ↘	34,15 ↘	1,86 ↘
2019	32,36 ↘	33,70 ↘	1,34 ↗

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

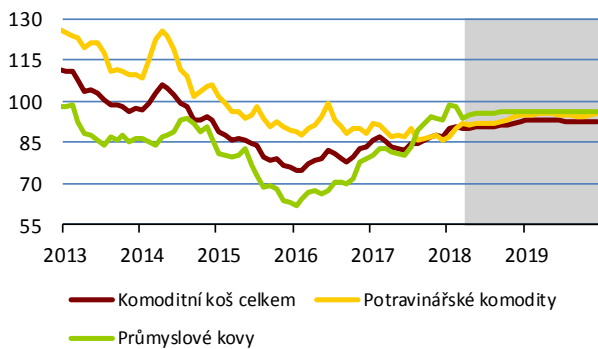
Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce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

V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit v březnu po dvou měsících růstu mírně klesnul a v první polovině dubna setrval na dosažené hodnotě. Vývoj dílčích indexů byl protichůdný. Dílčí index cen potravin v březnu prodloužil svůj růst již na tři měsíce v řadě a v polovině dubna jen nepatrně oslabil, zatímco dílčí index průmyslových kovů v březnu zaznamenal silný pokles a v půli dubna své ztráty jen částečně korigoval. Výhled celkového indexu je v letošním roce rostoucí díky výhledu cen potravin, poté vykazuje stabilitu, k čemuž přispívají oba dílčí indexy.

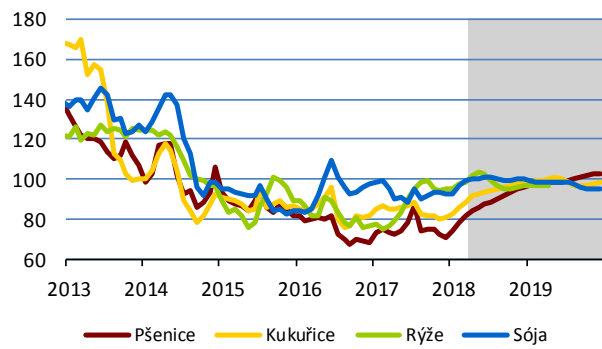
Březnový pokles indexu cen kovů byl největší za více než dva roky a s výjimkou niklu klesaly ceny všech složek. Příčinou bylo zpomalení zpracovatelského průmyslu zejména ve vyspělých zemích a nejistota ohledně obchodních vztahů mezi USA a Čínou poté, co USA zavedly dovozní clo na ocel a hliník z Číny 25 %, resp. 15 %. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu klesl v březnu z 54,1 na 53,4 (pětiměsíční minimum), v Číně ale oficiální PMI vzrostl. Velký růst zásob na LME během března pak zesílil pokles cen mědi a zinku a cena mědi se snížila i po zprávách o dohodě mezi zaměstnavateli a odbory v Chile, které je největším producentem této komodity. Cena železné rudy klesala kvůli předchozímu ochlazení trhu nemovitostí v Číně, rostoucím zásobám a rovněž obchodním sporům mezi USA a Čínou. Na obnovené jednání mezi Čínou a USA na začátku dubna zareagovala silným růstem zejména cena hliníku a v menším rozsahu i cena mědi. Ze zemědělských komodit rostly v březnu zejména ceny zrnin a kaka. Naopak ceny cukru, kávy a masa (jak vepřového, tak hovězího) pokračovaly v poklesu. Silný propad zaznamenala rovněž cena přírodního kaučuku.

Indexy cen neenergetických komodit



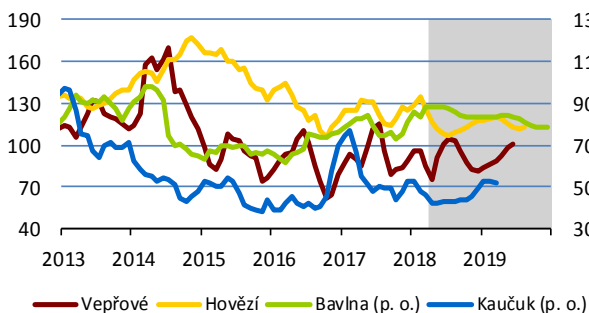
	Celkem	Potraviny	Kovy
2018	90,9	92,0	96,1
2019	92,8	95,2	96,5

Potravinářské komodity



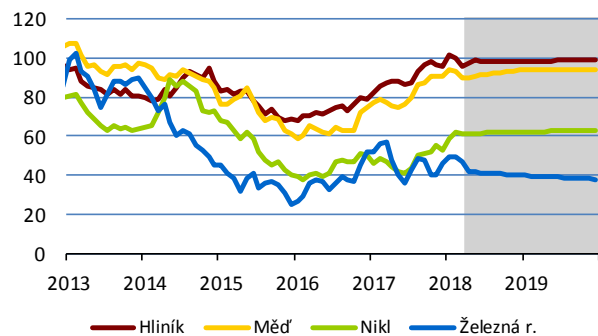
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	87,3	92,8	98,3	99,2
2019	99,6	98,7	96,7	97,6

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	91,3	116,3	85,8	45,1
2019	91,7	116,0	81,7	52,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	98,3	92,0	61,5	43,0
2019	98,5	93,8	62,5	38,9

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.

Heterogenita pokrizového vývoje v zemích EU¹

V tomto článku dokumentujeme rozdíly v pokrizovém makroekonomickém vývoji jednotlivých zemí Evropské unie s primárním zaměřením na ekonomický růst a trh práce. Shluková analýza ukazuje, že podle schopnosti úspěšně překonat krizi lze země rozřadit do několika skupin. Země v dané skupině vykazují podobný vývoj dynamiky HDP a nezaměstnanosti jak během krize, tak i po ní. Skupiny zemí se mezi sebou liší také kvalitou institucí a regulace, což poukazuje na klíčovou roli kvality institucionálního prostředí a efektivity regulace pro odolnost zemí vůči šokům. Kvantitativní analýza ukazuje, že nejdůležitějšími charakteristikami, které jsou spojeny s rychlým překonáním krize, jsou politická stabilita, kvalita regulace a předkrizový fiskální prostor. Dále ukazujeme, že kumulativní růst průměrné mzdy v průběhu pokrizového období byl v mnoha zemích vyšší než kumulativní růst produktivity práce, a proto slabý růst mezd pozorovaný v minulých letech v některých evropských zemích nepředstavuje makroekonomickou hádanku.

Nerovnoměrnost dopadů Velké recese na země Evropské unie

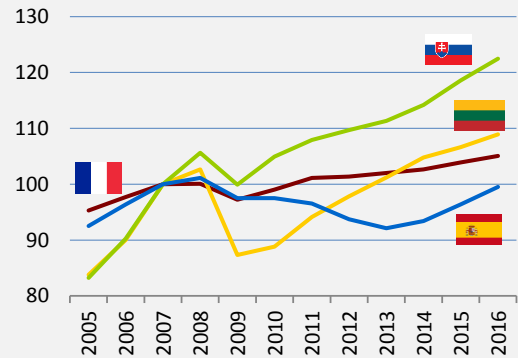
Velká recese, která následovala po finanční krizi let 2007–2008, se nepříznivě projevila jak v reálné ekonomické aktivitě, tak na trhu práce v téměř všech vyspělých zemích. V roce 2009 právě vyspělé ekonomiky zažily nejvýraznější propad HDP. Výkon eurozóny v reálném vyjádření poklesl o 4 % a míra nezaměstnanosti se přiblížila k 10 %. Celosvětově HDP ekonomik s vysokým příjmem poklesl o 3,4 %, což je dvojnásobek propadu celosvětového HDP v daném roce.²

Dopad Velké recese na ekonomickou aktivitu a zaměstnanost se významně lišil napříč sektory. V souvislosti s finanční krizí byly nejprve zasaženy sektory závislé na externím financování, což byl v mnoha zemích EU případ stavebnictví. Jeho přidaná hodnota se v průměru snížila o 9 %, v některých zemích však byl pokles přidané hodnoty v tomto sektoru hlubší než 20 %. Následoval pokles zahraničního obchodu způsobený klesající globální ekonomickou aktivitou, což zasáhlo zejména zpracovatelský průmysl. Velikost propadu zahraniční poptávky se lišila napříč zeměmi a je pochopitelné, že otevřené a exportně orientované ekonomiky byly zranitelnější než větší a uzavřené ekonomiky.³

Neméně významné než sektorové rozdíly jsou rozdíly mezi jednotlivými zeměmi EU vlivem významných rozdílů ve struktuře přidané hodnoty. Odlišnost ilustruje Graf 1 na příkladu makroekonomického vývoje Slovenska, Francie, Litvy a Španělska – typických reprezentantů zemí spadajících do různých skupin. Ve

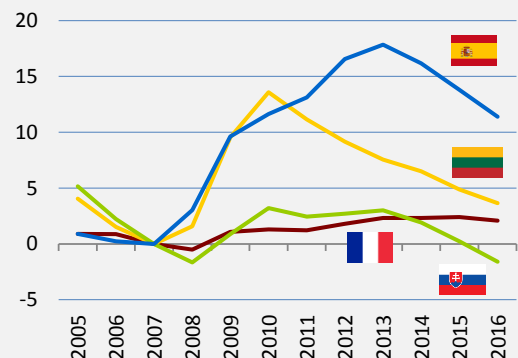
Graf 1 – Stylizovaná fakta

a) Dynamika reálného HDP
(index, 2007 = 100)



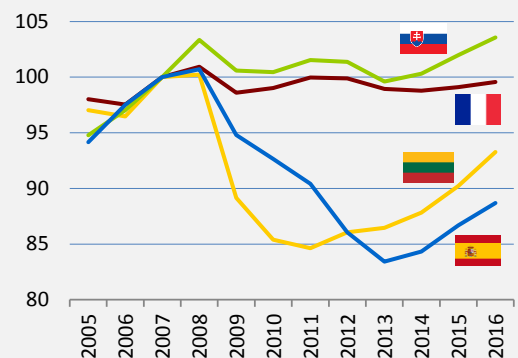
b) Nezaměstnanost

(rozdíl oproti roku 2007, v p. b.)



c) Dynamika odpracovaných hodin

(index, 2007 = 100)



Zdroj: Eurostat.

Pozn.: Francie (hnědá), Litva (žlutá), Slovensko (zelená), Španělsko (modrá)

¹ Autory jsou Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky. Článek využívá výsledků výzkumu publikovaného v pracovním textu autorů „An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union“ (ČNB WP 10/2017).

² Významný propad zaznamenaly rovněž ekonomiky Evropy a střední Asie nespádající do kategorie „High income“ (ve smyslu definice Světové banky). HDP v bloku těchto zemí klesl o 6,1 % (údaje s výjimkou eurozóny jsou v USD, stálé ceny roku 2010, zdroj: World Development Indicators).

³ Například jednoduchý aritmetický průměr stupně otevřenosti zemí V4 (měřený poměrem celkového zahraničního obchodu k HDP) v roce 2017 přesahoval 160 %. Pro EU28 je tato hodnota mírně nad 90 %. Ovšem od roku 1995 se obchodní otevřenost zemí EU téměř zdvojnásobila, čím se zvýšilo i riziko zranitelnosti v případě externího šoku.

všech čtyřech případech reálný HDP po roce 2008 poklesl. Tento pokles byl doprovázen nárůstem nezaměstnanosti a poklesem odpracovaných hodin. Ve dvou zemích (Francie a Slovensko) byl pokles HDP relativně mírný a v roce už 2011 byla úroveň reálného výstupu vyšší než před vypuknutím krize. Na druhou stranu v Litvě a Španělsku byl propad hlubší a déle trvající. Nárůst nezaměstnanosti oproti předkrizovým hodnotám je také rozdílný. Míra nezaměstnanosti byla na Slovensku v roce 2015 nižší než v předkrizovém roce 2007, což pro ostatní tři země neplatí. Tato heterogenita se odráží také v heterogenitě odpracovaných hodin. Počáteční pokles odpracovaných hodin byl obdobný na Slovensku i ve Francii, nicméně na Slovensku počet odpracovaných hodin začal po roce 2014 robustně růst. Španělsko i Litva vykázaly dramatický propad počtu odpracovaných hodin na začátku krize, ale v Litvě odpracované hodiny začaly růst rychleji a rozdíl oproti předkrizovým létům je tak zřetelně nižší než ve Španělsku.

V prvních letech po vypuknutí ekonomické krize může být tato heterogenita mezi zeměmi dána velikostí a typem počátečního šoku. Velikost tohoto šoku závisí na obchodní a finanční otevřenosti ekonomiky, nevysvětluje však zdaleka odlišné zkušenosti jednotlivých zemí a sektorů během krize. Propad efektivní zahraniční poptávky, který je možné chápat jako jedno z měřítek velikosti vnějšího šoku, je pro výše uvedené čtyři země (Francie, Litva, Slovensko a Španělsko) obdobný.

Typy ekonomického vývoje v zemích EU po roce 2007

I přes výše uvedenou heterogenitu lze země EU rozčlenit do několika skupin, které vykazují kvalitativně obdobný ekonomický vývoj po roce 2007. Ekonomická aktivita a vývoj trhu práce v rámci jedné skupiny mají shodné kvantitativní rysy, kdežto rozdíly ekonomického vývoje mezi skupinami jsou značné. Vhodnou ekonomickou metodou pro rozčlenění zemí se jeví metoda shlukové analýzy. Ta seskupuje země tak, že ty, jež jsou zařazeny do jedné skupiny, si jsou navzájem podobnější v porovnání se zeměmi v ostatních skupinách. Varianta této metody byla námi aplikována ve studiích Brůha a Babecká Kucharčuková (2017, 2018).⁴ Jejich výsledky ukázaly, že vzory ekonomického vývoje v EU je možné rozdělit do čtyř základních skupin.

První skupina zemí je charakterizována počátečním poklesem ekonomické aktivity, který je ovšem v současnosti již překonán. Země v této skupině vykázaly relativně umírněný počáteční propad HDP (viz Tabulka 2), a zároveň míra nezaměstnanosti vzrostla v průměru o necelé 3 procentní body (viz Tabulka 1). Po několika letech se nicméně ekonomický růst obnovil a byl doprovázen postupným poklesem nezaměstnanosti, která byla v roce 2016 již ve všech zemích v této skupině nižší než na počátku krize v roce 2008. Růst reálné mzdy byl nejprve slabý, byl zpravidla vyšší než růst produktivity práce. Spolu s klesající nezaměstnaností se nicméně růst mezd postupně a se zpožděním obnovil. Tento vývoj reálné mzdy odpovídá učebnicovým příkladům z pohledu vývoje hospodářských cyklů v rozvinutých zemích.⁵ Zeměmi, které byly na základě provedené analýzy zařazeny do této skupiny, jsou středoevropské ekonomiky: Česká republika, Maďarsko, Polsko, Německo a Slovensko; ale také Spojené království a Malta.

Tabulka 1 – Změna nezaměstnanosti oproti roku 2007

(v p. b., průměr za jednotlivé skupiny zemí)

	2008	2009	2010	2012	2014	2016
Skupina I	-0,84	0,74	1,51	1,13	-0,13	-2,17
Skupina II	-0,54	0,74	1,53	02,5	2,51	1,47
Skupina III	1,43	9,28	12,5	8,35	5,13	3,13
Skupina IV	0,35	2,77	4,33	9,33	10,50	7,75

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat Eurostatu.

Pozn.: Prostý aritmetický průměr hodnot za jednotlivé země dané skupiny.

Druhá skupina obsahuje země, které po počátečním šoku obnovily svůj ekonomický růst, ale situace na jejich trhu práce se nezlepšila. Tyto země jsou charakterizovány tím, že po odeznění krize zůstává jejich nezaměstnanost i v roce 2016 vyšší než v roce 2008, a to o necelé 2 procentní body (viz Tabulka 1). Mzdový vývoj v těchto zemích zůstává slabý, nicméně kumulativní růst mezd za celé období byl vyšší než růst produktivity práce. Vzhledem ke slabému růstu produktivity práce a přetrvávající vysoké nezaměstnanosti nelze v těchto zemích v současnosti očekávat rychlý růst reálných mezd. Do této skupiny patří následující země: Belgie, Bulharsko, Dánsko, Finsko, Francie, Chorvatsko, Lucembursko, Nizozemí, Rakousko, Rumunsko a Švédsko.

Třetí skupinu tvoří země, jejichž ekonomický propad byl na počátku krize značný, ale které tento velký počáteční šok dokázaly rychle překonat. Počáteční průměrný propad reálného HDP dosáhl více

⁴ Podrobnosti ohledně metodologie, použitých proměnných a citlivostní analýzy je možné najít ve zmíněných článcích.

⁵ Je to z důvodu proticykličnosti podílu objemu mezd na HDP, což je dobře zdokumentovaný stylizovaný fakt pro vyspělé ekonomiky (viz např. Brůha a Polanský, 2005).

než 10 % a nezaměstnanost v této skupině vzrostla v průměru o téměř 10 procentních bodů. Nicméně po roce 2010 se ekonomická situace v těchto zemích začala zlepšovat, ekonomický růst se obnovil a nezaměstnanost začala zvolna klesat. Zajímavou charakteristikou zemí této skupiny je růst reálné mzdy. Ta se zvyšovala výrazně pomaleji (nebo dokonce klesala) ve srovnání s růstem produktivity práce, čímž jsou tyto země specifické. Tato skupina je relativně malá, tvoří ji pouze Irsko a baltské země: Estonsko, Litva a Lotyšsko.

Tabulka 2 – Kumulativní růst reálného HDP od roku 2007

(v %, průměr za jednotlivé skupiny zemí)

	2008	2009	2010	2012	2014	2016
Skupina I	2,43	-1,44	1,50	4,76	10,5	16,74
Skupina II	1,68	-3,32	-1,30	0,21	2,69	7,40
Skupina III	-2,65	-15,71	-15,31	-6,74	-0,30	9,87
Skupina IV	1,16	-3,27	-3,20	-8,90	-10,65	-7,05

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat Eurostatu.

Pozn.: Prostý aritmetický průměr hodnot za jednotlivé země dané skupiny.

Čtvrtá skupina zemí stále vykazuje nízká tempa růstu reálného HDP a vysokou nezaměstnanost ve srovnání s předkrizovým obdobím. V typickém případě byla úroveň reálného HDP v roce 2016 nižší než v roce 2007 a nezaměstnanost vyšší o 2 procentní body. Tyto země tedy krizový šok stále ještě nepřekonal. Navíc je zajímavé, že růst reálné mzdy byl v těchto zemích za celé období vyšší než růst produktivity práce. Tato skupina sestává ze zemí jižního křídla: Itálie, Kypru, Portugalska, Řecka a Španělska; a Slovinska.

Tabulka 3 – Kumulativní růst produktivity práce a průměrné mzdy od roku 2007

(v %, průměr za jednotlivé skupiny zemí)

	2008	2009	2010	2012	2014	2016	
Skupina I	růst produktivity práce	3,78	4,03	10,24	16,53	22,34	27,14
	růst průměrné mzdy	4,82	6,73	11,75	18,41	23,12	28,50
Skupina II	růst produktivity práce	4,37	3,93	8,23	15,05	19,85	25,41
	růst průměrné mzdy	6,99	9,92	11,81	18,73	23,91	29,45
Skupina III	růst produktivity práce	3,46	0,23	5,52	19,51	26,47	36,05
	růst průměrné mzdy	10,80	7,59	5,58	14,57	23,27	32,39
Skupina IV	růst produktivity práce	2,84	2,62	5,18	7,34	8,63	9,74
	růst průměrné mzdy	4,82	8,35	10,74	10,11	8,09	9,76

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat Eurostatu.

Pozn.: Prostý aritmetický průměr hodnot za jednotlivé země dané skupiny. Růsty jsou uvedené na základě údajů v národní měně.

V poslední době se intenzivně diskutuje o tom, zda se pokrizové období nestalo obdobím nízkého růstu mezd a inflace. Mzdy tvoří významnou součást příjmů domácností, mají tedy dopad na jejich blahobyt a spotřebu. Jsou také významným nákladovým faktorem a jejich dynamika ovlivňuje domácí inflační tlaky. Pokud by „nový normál“ po krizi spočíval v nízkém růstu nominální mzdy⁶, mělo by to nepříznivý dopad na schopnost centrálních bank vracet inflaci k inflačnímu cíli.

Země EU se mezi sebou liší mzdovým vývojem i růstem produktivity práce, která je dlouhodobým hybatelem růstu mezd. Pokud se na růst mezd a produktivity podíváme optikou výše uvedeného členění zemí na jednotlivé skupiny, je patrné, že se skupiny zemí mezi sebou systematicky liší také vývojem těchto dvou veličin. V první skupině zemí rostly mzdy těsně po vypuknutí krize mírně rychleji než produktivita práce, nicméně po roce 2013 byl naopak růst produktivity práce v průměru vyšší než růst průměrné mzdy, s tím, že za celé období je kumulovaný růst obou veličin v průměru zhruba vyrovnaný. Kvalitativně obdobnou dynamiku vykázala i čtvrtá skupina zemí, kde počáteční divergence obou veličin a tedy i následná korekce byla silnější. U druhé skupiny zemí však mzdy rostly typicky rychleji než produktivita práce a ani silnější růst produktivity práce v druhém období nedorovnal předchozí růst mezd. (Rozdíly mezi jednotlivými skupinami zemí shrnuje Tabulka 3.)

⁶ Viz např. publikace „World Economic Outlook“ Mezinárodního měnového fondu z října 2017.

Kumulativní růst průměrné mzdy za celé pokrizové období byl tedy v mnoha zemích vyšší než kumulativní růst produktivity práce. Z tohoto hlediska nepředstavuje slabý růst mezd pozorovaný v minulých letech v některých evropských zemích makroekonomickou hádanku. Obnovení růstu produktivity práce je tedy nutným předpokladem k obnovení růstu mezd na předkrizovou úroveň. Situace nízkého růstu mezd ve vybraných ekonomikách tedy nemusí být interpretována jako „nový normál“, ale pouze jako to, že následky Velké recese nebyly ještě úplně překonány.

Příčiny odlišné reakce ekonomik EU na Velkou recesi

Vzhledem k rozdílné reakci zemí na krizi a recesi, jež ji následovala, je vhodné zjistit příčiny těchto rozdílů. Porozumění tomu, co ovlivňuje odolnost evropských zemí vůči vnějším negativním šokům, je důležité jednak pro samotnou hospodářskou politiku daných zemí, neboť umožňuje snižovat náklady budoucích možných recesí, jednak všeobecně pro českou ekonomiku kvůli její propojenosti s ostatními zeměmi EU skrze obchodní, finanční i politické vazby.

I přes pokračující obchodní a finanční integraci se země EU mezi sebou liší v řadě aspektů, které mohou vysvětlovat rozdílnou zkušenost těchto zemí po roce 2007. Tyto odlišnosti se týkají institucí, pojetí hospodářské politiky, přizpůsobovacích mechanismů na trhu práce a struktury ekonomiky.⁷ Např. Duval a kol. (2007) spojují s odolností vůči šokům kvalitu strukturální politiky. Furceri (2012) a Furceri a kol. (2012) poukazují na důležitost pružnosti trhu práce pro úspěšné překonání dopadů finančních krizí. Nedávná studie Izquierda a kol. (2017) ukázala, že země Evropské unie je možné rozčlenit do tří skupin⁸ a jednotlivé země se v rámci těchto skupin mezi sebou liší formou a mírou přizpůsobení pracovních vstupů a mezd. Dále pak dochází k závěru, že nejistota ohledně budoucího vývoje je jedním z hlavních faktorů, které motivují podniky nepřijímat nové zaměstnance a že míra nejistoty je nejvyšší v zemích, jejichž trh práce byl nejvíce zasažen.

Rozdíly v regulaci trhu práce mezi evropskými zeměmi jsou také dobře zdokumentovány. Sapir (2005) ukazuje, že v Evropě lze identifikovat čtyři základní sociální modely. Anglosaský model (Spojené království, Irsko) je charakterizován nízkou mírou ochrany pracovních míst a relativně nízkými sociálními transfery, které mají velmi adresnou a motivační povahu. Nordický model (existující zejména ve skandinávských zemích) je také založen na nízké míře ochrany pracovních míst, ale sociální transfery jsou vyšší a mají plošný charakter. Kontinentální systém je typický vyšší mírou ochrany pracovních míst a vyššími sociálními transfery. Konečně středomořský model odpovídá nejvyšší míře ochrany pracovních míst a nižším sociálním transferům (ve srovnání s kontinentálním a nordickým modelem). Sapir (2005) dále argumentuje, že vysoké míry efektivity dosahuje anglosaský a nordický model. Navíc účinná sociální síť (ve smyslu nízké míry relativní chudoby) je nejefektivnější v nordickém a kontinentálním modelu. Dá se tedy shrnout, že dosažení účinného sociálního systému je možné bez ohrožení ekonomické efektivity.

Existuje rovněž přesvědčivá evidence o tom, že manévrovací prostor hospodářské politiky zvyšuje odolnost zemí vůči krizím. Nedávná podrobná analýza Romerové a Romera (2017) ukazuje, že pokud má hospodářská politika dostatečný reakční prostor, definovaný jako nenulové nominální úrokové sazby a nízký poměr veřejného dluhu k HDP, pokles reálného výstupu následující finanční krizi bývá menší než 1 %. Pokud však nemůže reagovat ani měnová politika (například pokud jsou nominální úrokové sazby na své dolní hranici), ani fiskální politika (v případě vysokého zadlužení veřejného sektoru), pak lze očekávat, že finanční krize bude následována propadem reálného výstupu hlubšího než 10 %. Vytvoření dostatečného reakčního prostoru v „dobrých časech“ je tedy faktorem, který může výrazně snižovat náklady budoucích recesí.⁹

Pokrizový vývoj byl ovlivněn kvalitou regulace, politickou stabilitou a předkrizovým fiskálním prostorem měřeným poměrem zadluženosti veřejného sektoru k HDP. To ukazují výsledky studie Brůhy a Babecké Kucharčukové (2017), kteří pomocí statistických metod zkoumají, zda existuje souvislost mezi různými indexy kvality vládnutí, ochranou pracovních míst, štedrostí dávek v nezaměstnanosti, předkrizovým fiskálním prostorem a tím, jak rychle a do jaké míry země překonaly krizový šok. Pro tento účel používají multinomiální model, který odhaduje pravděpodobnost toho, že daná země patří do jedné ze 4 výše zmíněných skupin (viz druhá kapitola textu) a zkoumají, které veličiny jsou významnými prediktory toho, že daná země bude patřit do konkrétní skupiny. Jejich výsledky ukazují, že politická stabilita, kvalita regulace¹⁰ a nízké zadlužení veřejných financí v období před krizí významně ovlivňují, do

⁷ Strukturální heterogenitu zemí EU dokumentuje Benecká (2014, 2015).

⁸ Identifikace skupin zemí, kterou Izquierdo a kol. (2017) použili, je založena na dynamice nezaměstnanosti a výstupu mezi lety 2010 a 2013. Do skupiny I řadí země, jejichž reálný HDP vzrostl a nezaměstnanost v daném období poklesla. Ve skupině II jsou země, jejichž reálný HDP vzrostl a nezaměstnanost nepoklesla. A ve skupině III jsou pak země, které v období 2010–2013 vykázaly pokles reálného HDP a růst nezaměstnanosti. Je zajímavé, že ačkoliv metodologie klasifikace zemí ve studii Izquierdo a kol. (2017) je zásadně jiná než metodologie použitá Brůhou a Babeckou Kucharčukovou (2017), výsledná klasifikace je obdobná.

⁹ Podrobnou analýzu reakčního prostoru vyspělých zemí uvádí Komárek (2017).

¹⁰ Obě tyto veličiny byly měřené indexem Světové banky (Kaufmann a kol., 2010).

kteří výše zmíněné skupiny bude země patřit, a tedy ovlivňují rychlost překonání recese. Vliv ostatních uvažovaných veličin se v zemích EU neprokázal jako určující.

Závěr

Pokrizový vývoj reálné ekonomiky a trhu práce v zemích Evropské unie byl značně heterogenní. Země Evropské unie lze rozčlenit do čtyř základních skupin, které se liší mírou počátečního propadu HDP, nárůstem nezaměstnanosti, dynamikou mezd a odpracovaných hodin, a tím, zda a jak rychle byl propad ekonomické aktivity následující po roce 2008 překonán. Tato heterogenita souvisí s kvalitou institucionálního prostředí a regulace a také s reakčním prostorem hospodářské politiky. Ukazuje se, že evropské země, které jsou charakterizovány vysokou kvalitou regulace a politickou stabilitou, byly schopny překonat krizi poměrně rychle. Také fiskální prostor měřený nízkým předkrizovým podílem veřejného dluhu k HDP je faktorem spjatým s rychlým překonáním krize.

I přes pokračující integraci tedy přetrvávají rozdíly mezi evropskými zeměmi. Pro účely predikcí, analýz makroekonomického vývoje a v neposlední řadě i pro praktickou hospodářskou politiku je žádoucí těmto rozdílům a jejich determinantům věnovat patřičnou pozornost i do budoucna a dále je zkoumat.

Zdroje

- Benecká, S. (2014): "Ekonomická sladěnost v zemích eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy." Box 1, Analýzy sladěnosti, 2014, Česká národní banka.
- Benecká, S. (2015): "Strukturální sladěnost zemí eurozóny a středoevropského regionu z pohledu shlukové analýzy." Box 1, Analýzy sladěnosti, 2015, Česká národní banka.
- Brůha, J. a O. Babecká Kucharčuková (2017): "An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union. Working Paper 10/2017, Česká národní banka.
- Brůha, J. a O. Babecká Kucharčuková (2018): "Growth, Unemployment, and Wages in EU Countries since the Great Recession: The Role of Regulation and Institutions." Bude publikováno v Campos, N., De Grauwe, P., Ji, Y. (eds.): The Political Economy of Structural Reforms in Europe, Oxford University Press.
- Brůha, J. a J. Polanský (2015): "Empirical Analysis of Labor Markets over Business Cycles: An International Comparison." Working Paper 15/2015, Česká národní banka.
- Duval, R., J. Elmeskov a L. Vogel (2007): "Structural Policies and Economic Resilience to Shocks." Technical report 567, OECD Working Paper.
- Furceri, D. a A. Mourougane (2012): "How do Institutions Affect Structural Unemployment in Times of Crises?" *Panoeconomicus*, 4:393–419.
- Furceri, D., L. E. Bernal-Verdugo a D. M. Guillaume (2012): "Crises, Labor Market Policy, and Unemployment." IMF Working Papers 12/65, Mezinárodní měnový fond.
- Izquierdo, M., J. F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Room a E. Viviano (2017): "Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey." Occasional Paper Series, European Central Bank.
- Kaufmann, D., Kraay, A., Mastruzzi, M. (2010). "The Worldwide Governance Indicators : A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues". World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.
- Komárek L. (2017): "Velikost reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD." Globální ekonomický výhled, březen 2017, Česká národní banka.
- Romer C. a D. H. Romer (2017): "Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises." NBER Working Papers 23931.
- Sapir, A. (2005): "Globalisation and the Reform of European Social Models." Technical report, Bruegel Policy Contribution.

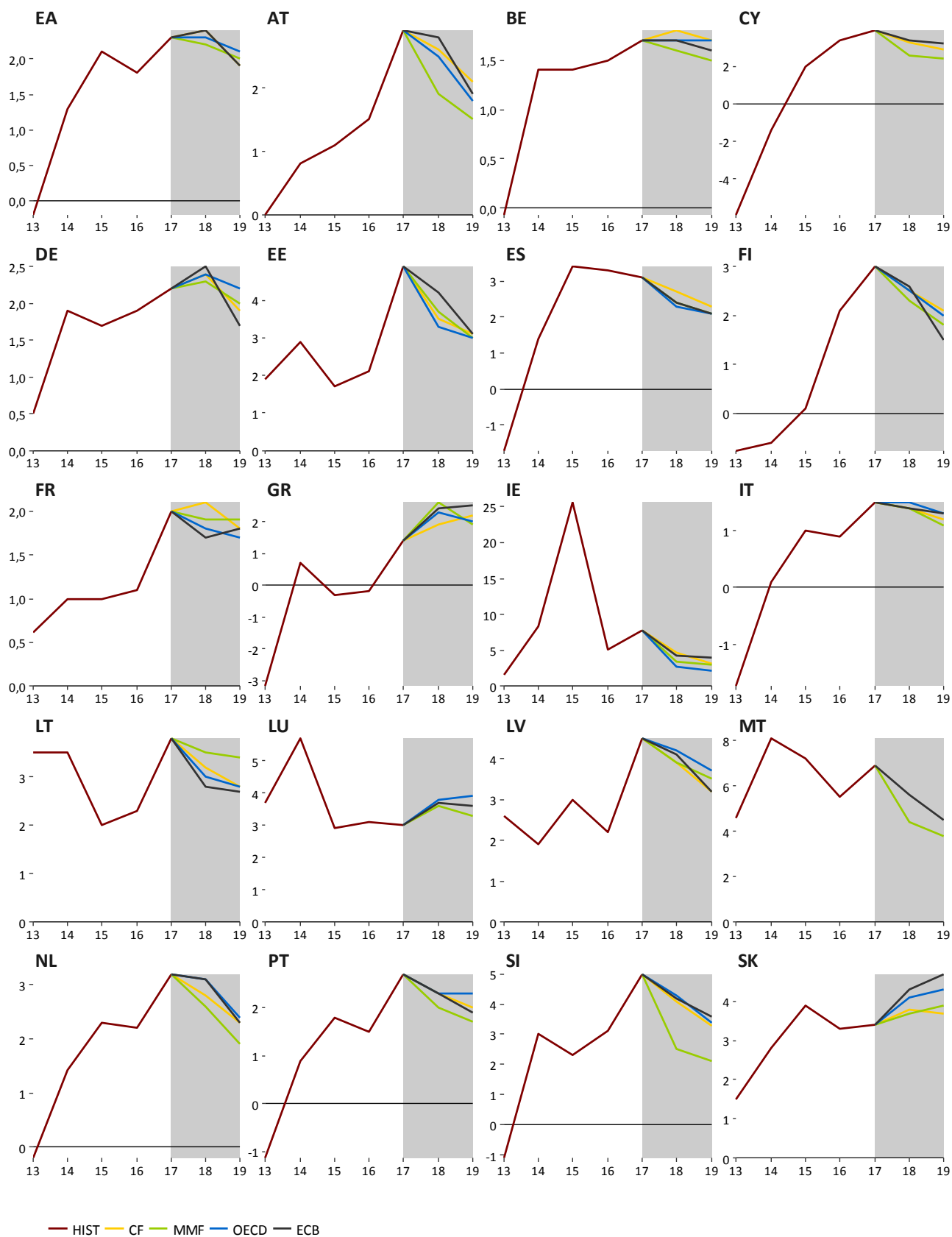
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/4	+0,3	2018/1	+0,1	2018/3	+0,1	2018/3
		2018/3		2017/10		2017/11		2017/12
DE	0	2018/4	+0,5	2018/1	+0,1	2018/3	+0,8	2017/12
		2018/3		2017/10		2017/11		2017/6
US	0	2018/4	+0,4	2018/1	+0,4	2018/3	+0,2	2018/3
		2018/3		2017/10		2017/11		2017/12
UK	-0,1	2018/4	0	2018/1	+0,1	2018/3	+0,2	2018/2
		2018/3		2017/10		2017/11		2017/11
JP	0	2018/4	+0,5	2018/1	+0,3	2018/3	0	2018/1
		2018/3		2017/10		2017/11		2017/11
CN	+0,1	2018/4	+0,1	2018/1	+0,1	2018/3	0	2018/3
		2018/3		2017/10		2017/11		2018/3
IN	0	2018/4	0	2018/1	+0,2	2018/3	0	2018/4
		2018/3		2017/10		2017/11		2018/3
RU	0	2018/3	+0,1	2018/1	-0,1	2018/3	0	2018/4
		2018/2		2017/10		2017/11		2018/1
BR	0	2018/3	+0,4	2018/1	+0,3	2018/3	0	2018/3
		2018/2		2017/10		2017/11		2018/1

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

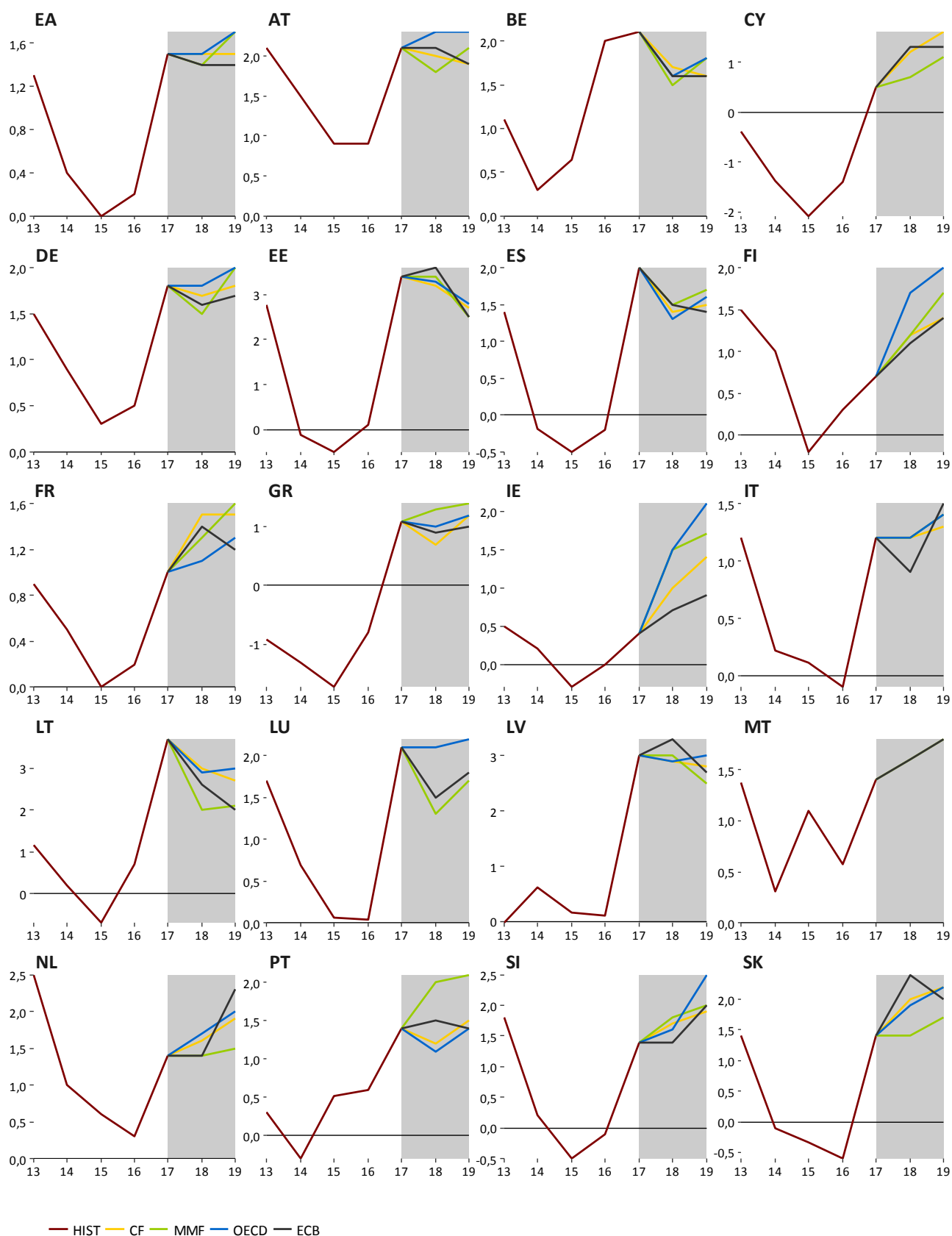
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/4	-0,1	2017/10	+0,1	2017/11	0	2018/3
		2018/3		2017/4		2017/6		2017/12
DE	0	2018/4	-0,2	2017/10	+0,2	2017/11	+0,2	2017/12
		2018/3		2017/4		2017/6		2017/6
US	+0,1	2018/4	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2018/3
		2018/3		2017/4		2017/6		2017/12
UK	0	2018/4	0	2017/10	-0,1	2017/11	0	2018/2
		2018/3		2017/4		2017/6		2017/11
JP	0	2018/4	-0,1	2017/10	0	2017/11	0	2018/1
		2018/3		2017/4		2017/6		2017/11
CN	0	2018/4	+0,1	2017/10	-0,2	2017/11	+0,2	2018/3
		2018/3		2017/4		2017/6		2018/3
IN	-0,1	2018/4	-0,2	2017/10	0	2017/11	0	2018/4
		2018/3		2017/4		2017/6		2018/3
RU	-0,1	2018/3	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	-0,4	2018/4
		2018/2		2017/4		2017/6		2018/1
BR	-0,2	2018/3	-0,3	2017/10	-0,6	2017/11	0	2018/3
		2018/2		2017/4		2017/6		2018/1

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



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

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



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

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

