

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

1
1
2011

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance	12
POUŽITÉ ZKRATKY	17

Autoři: Oxana Babecká
 Milan Klíma
 Jan Hošek
 Soňa Benecká
 Jan Hošek

II.
 III.
 IV., VI.
 V.
 Zaostřeno na...

Editoři: Oxana Babecká
 Martin Motl

Garant: Luboš Komárek

Oživení ekonomické aktivity pokračuje, ale nejistota ohledně dopadů fiskální konsolidace v některých vyspělých ekonomikách přetrvává. Nové výhledy **HDP** všech sledovaných zemí s výjimkou USA byly mírně přehodnoceny směrem nahoru. Očekává se, že eurozóna a Německo letos porostou o 1,5 % – 1,7 %, resp. o 2,0 % - 2,6 %, především díky zlepšení vývoje vnější poptávky a růstu exportu. V případě USA je letos očekáván růst HDP v rozmezí 2,1 % až 3,7 %. Růst HDP Číny zůstane pod 10% hranicí.

Výhledy **inflace** naznačují dle aktuálních předpovědí pro rok 2011 více než 2% růst cen v eurozóně a v Německu. Výhled inflace v USA se nachází v rozmezí 0,9 % až 2,3 %. Růst cen v Číně by neměl letos překročit 4,6 %.

Hodnoty **předstihových ukazatelů** signalizují v březnu zrychlení tempa hospodářského růstu v USA a v Německu. Ukazatele dále naznačují udržení ekonomického růstu v eurozóně, ale na nižší úrovni než v USA. Pro Čínu signalizují mírné zpomalení stále silného růstu HDP.

Úrokové **sazby EURIBOR 3M a 1R** od poloviny ledna 2011 začaly pozvolna růst. Po zasedání Rady guvernérů ECB na počátku března došlo u obou sazeb ke skokovému zvýšení a jejich růst se zastavil. Tržní výhledy byly přehodnoceny jen nepatrně směrem nahoru. Obdobný vývoj jsme mohli pozorovat i u výnosu desetiletého německého vládního dluhopisu. V USA byl vývoj na mezibankovním trhu rozdílný. Dolarové **sazby LIBOR** i nadále stagnovaly a jejich očekávaný růst na základě tržních výhledů se tak opět odsouvá a u tříměsíční sazby se poměrně výrazně snižuje i jeho dynamika. Růst výnosu desetiletého vládního dluhopisu se v polovině února zastavil a došlo dokonce k jeho mírnému poklesu. Výhled však zůstává rostoucí a na horizontu tří měsíců se naopak nepatrně zvýšil.

Kurz amerického dolaru vůči euru na začátku března významně ovlivnily výroky představitelů ECB o zvyšování sazeb v eurozóně. Na druhé straně ekonomický růst USA není tak silný, jak se očekávalo, a Fed bude pokračovat v nákupech dluhopisů až do konce června. Proto nový výhled Consensus Forecasts očekává v horizontu jednoho roku stabilitu eura vůči dolaru okolo 1,36 USD/EUR. Dolar by však měl posilovat dle aktuálních předpovědí vůči japonskému jenu (o 9 %) a švýcarskému franku (8 %).

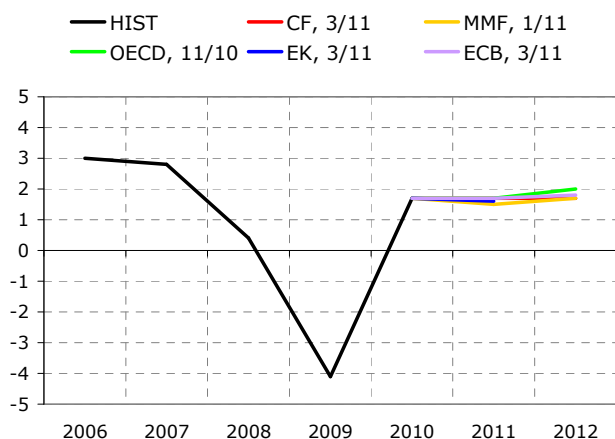
Cena **ropy Brent** roste již od září 2010. V polovině února 2011 se její růst ještě zrychlil, když došlo k vyostření politické situace v Libyi, a na počátku března tak bylo dosaženo letošního maxima 116 USD/b. Dalšímu růstu zabránily až uklidňující komentáře představitelů Saúdské Arábie. Zemětřesení a následná jaderná havárie v Japonsku sice vedly k dočasnému poklesu její ceny, ale v delším horizontu lze z tohoto důvodu očekávat spíše vyšší poptávku po ropě. Tržní kontrakty do budoucna signalizují sice mírný pokles ceny, riziko však představuje nejistota ohledně objemu volných těžebních kapacit Saúdské Arábie. Cena dlouhodobých kontraktů na **zemní plyn** bude po celý letošní rok dohánět minulý růst ceny ropy.

Index cen neenergetických komodit dosáhl svého dlouhodobého maxima v polovině února 2011. Od té doby došlo k poklesu ceny u většiny významných komodit (nejvíce u pšenice, rýže, kaučuku a prakticky všech průmyslových kovů). Předpověď očekává u **potravinářských komodit** do poloviny roku 2012 stagnaci cen a poté jejich další pokles. U **průmyslových kovů** by ceny měly stagnovat prakticky po celém uvažovaném horizontu.

II.1 HDP

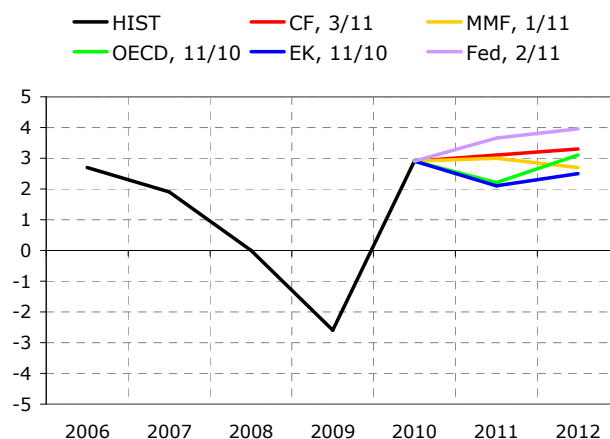
Hlavním faktorem růstu HDP eurozóny a Německa zůstává i nadále čistý export. V dvouletém horizontu tempo růstu ekonomiky eurozóny zůstane níže v porovnání s předkrizovým obdobím, avšak se stabilním výhledem. Oproti tomu u HDP Německa po 3,6% růstu v roce 2010 je očekáván pokles na hodnotu kolem 2 %. Zpomalení růstu HDP v porovnání s rokem 2010 lze v následujících dvou letech očekávat i v Číně. Vzhledem k poměrně velkému rozptylu hodnot odhadů růstu HDP USA je další vývoj americké ekonomiky poměrně nejednoznačný.

EUROZÓNA



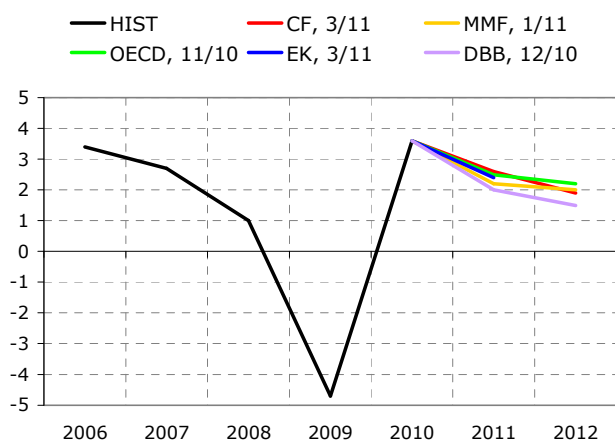
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		1,7	1,5	1,7	1,6	1,7
2012		1,7	1,7	2,0		1,8

USA



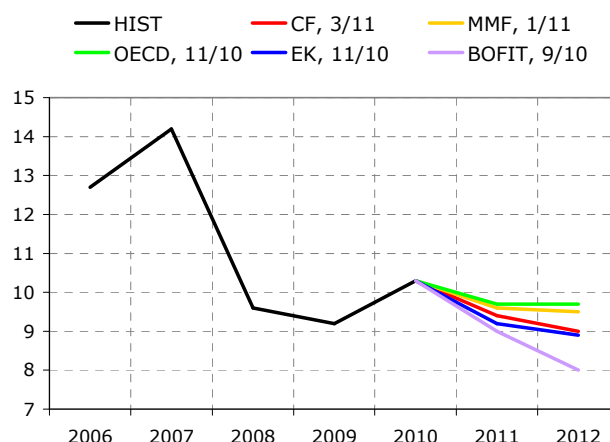
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		3,1	3,0	2,2	2,1	3,7
2012		3,3	2,7	3,1	2,5	4,0

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	3,6					
2011		2,6	2,2	2,5	2,4	2,0
2012		1,9	2,0	2,2		1,5

ČÍNA



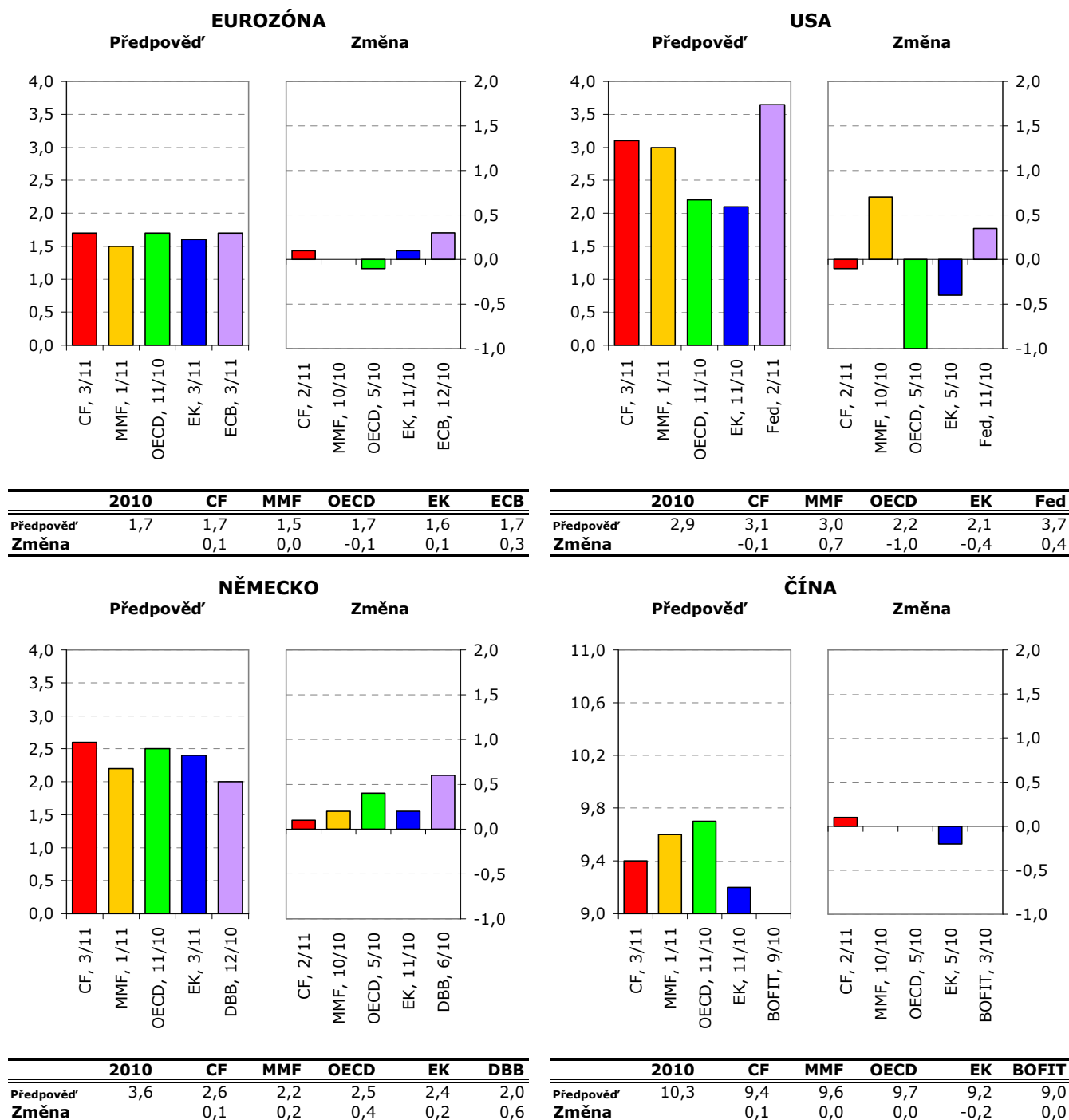
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,4	9,6	9,7	9,2	9,0
2012		9,0	9,5	9,7	8,9	8,0

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. Hodnota za rok 2010 je předběžná. [Uzávěrka dat: 18. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.2 Porovnání předpovědi HDP a změna oproti předchozí předpovědi

Na základě aktuálních výhledů pro rok 2011 (viz březnová předpověď CF, EK a ECB) došlo k přehodnocení odhadů růstu HDP v eurozóně a v Německu směrem nahoru. Oproti tomu očekávaný růst ekonomiky USA byl nepatrně snížen především v důsledku poklesu individuální spotřeby (personal consumption). Výhled růstu HDP Číny se mírně zlepšil.



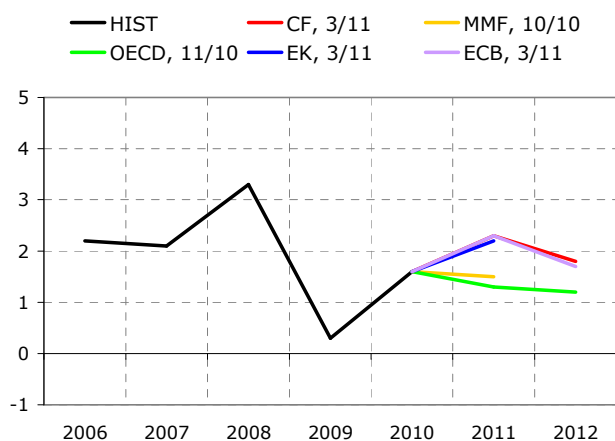
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. Hodnota za rok 2010 je předběžná. [Uzávěrka dat: 18. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.3 Inflace

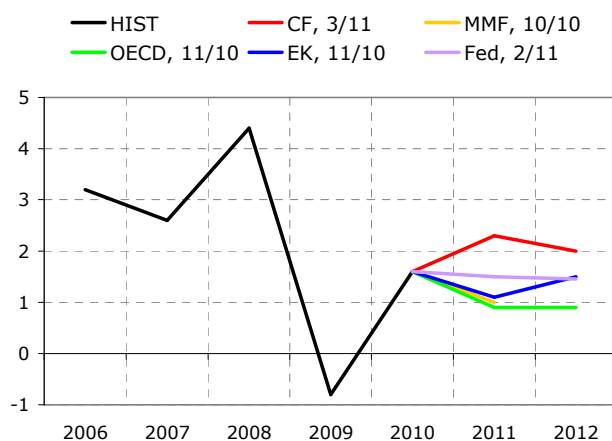
Výhled inflace v eurozóně byl pro rok 2011 přehodnocen směrem nahoru, dle březnové předpovědi CF a ECB by měla letos inflace v eurozóně dosáhnout 2,3 %. Zároveň se očekává, že růst cen v Německu letos také překročí 2% hranici. V delším horizontu by se měl růst cen v eurozóně a Německu vrátit pod cílovou hranici ECB. Výhled inflace v USA a Číně zůstává v širokém pásmu.

EUROZÓNA



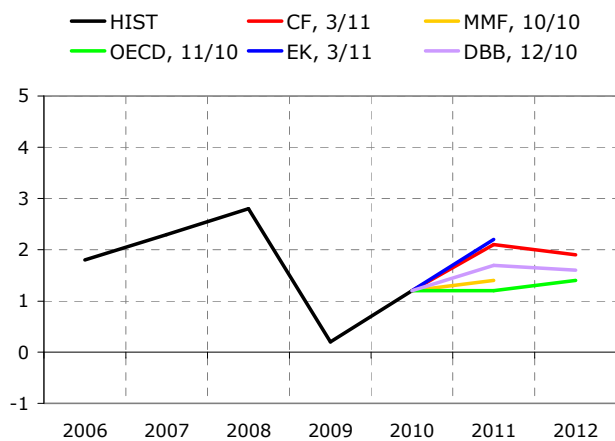
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,3	1,5	1,3	2,2	2,3
2012		1,8		1,2		1,7

USA



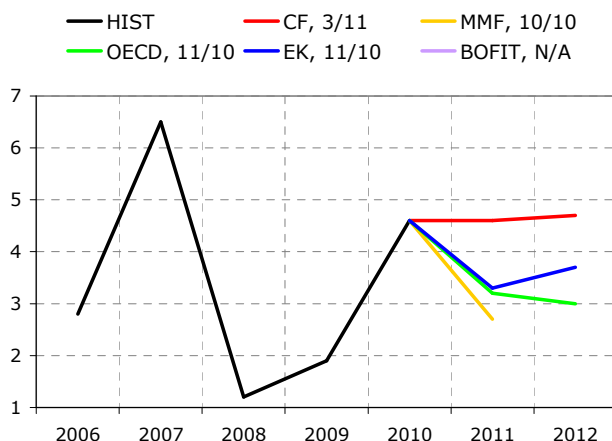
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		2,3	1,0	0,9	1,1	1,5
2012		2,0		0,9	1,5	1,5

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,1	1,4	1,2	2,2	1,7
2012		1,9		1,4		1,6

ČÍNA



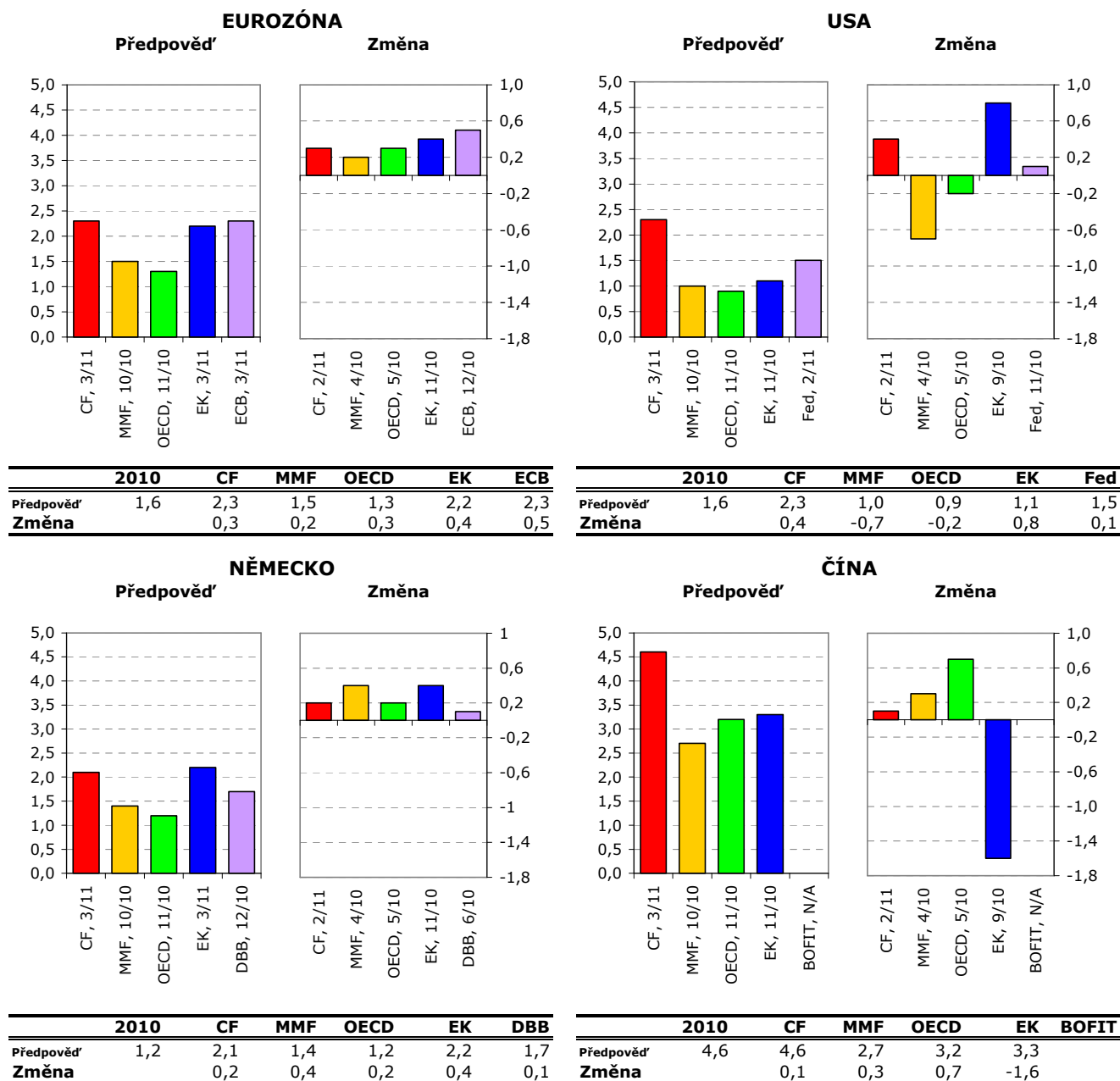
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	4,6					
2011		4,6	2,7	3,2	3,3	
2012		4,7		3,0	3,7	

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. Hodnota za rok 2010 je předběžná. [Uzávěrka dat: 18. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.4 Porovnání předpovědi inflace a změna oproti předchozí předpovědi

Vyšší míra inflace pro rok 2011 ve všech sledovaných zemích do značné míry odráží aktuální vývoj rostoucích cen energií a komodit. Další rizika představuje pokračování růstu ceny ropy v důsledku konfliktu v Libyi a jeho možného rozšíření do dalších arabských zemí. Za další faktor budoucího růstu cen lze považovat oživení globální ekonomické aktivity. Změny v předpovědích pro USA stále nemají jasný trend. Čínská inflace je dle letošních předpovědí přehodnocena pro rok 2011 směrem nahoru.

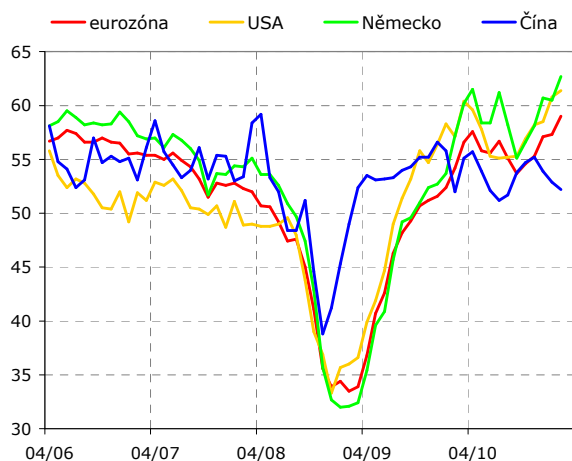


Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. Hodnota za rok 2010 je předběžná. [Uzávěrka dat: 18. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

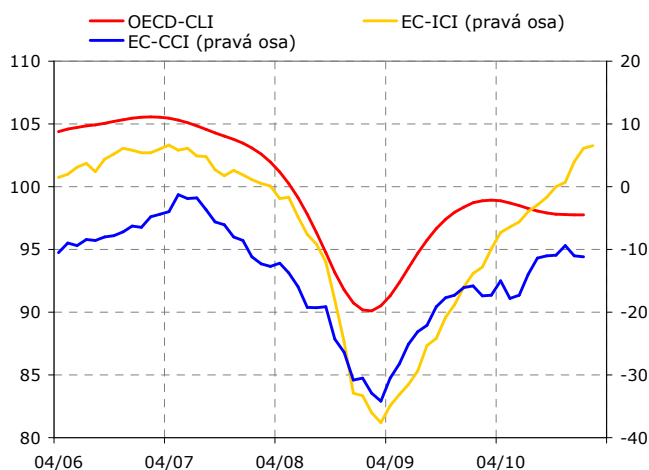
Předstihové ukazatele PMI (Index nákupních manažerů) v březnu signalizují zvýšení tempa růstu průmyslové výroby na počátku letošního roku v USA, eurozóně i Německu a jeho zpomalení (při zachování vysoké úrovně) v Číně - třetí pokles indexu v řadě. Také ostatní předstihové ukazatele (kromě ukazatele důvěry spotřebitelů) potvrzují odhad zrychlujícího se hospodářského růstu v USA a očekávání, že tento růst bude v letošním roce v USA minimálně dvakrát vyšší než v eurozóně. Další pokles spotřebitelské nálady v eurozóně odráží špatné výhledy pro výraznější růst spotřeby domácností zejména v důsledku snižování vládních výdajů. Předstihové ukazatele za Německo naznačují, že přes pokračování silného růstu v průmyslu bude soukromá spotřeba brzdou růstu HDP.

PMI V PRŮMYSLU



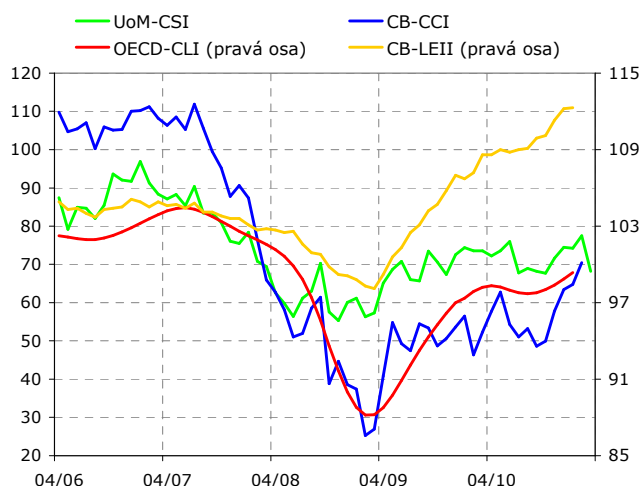
	EA	US	DE	CN
12/10	57,1	58,5	60,7	53,9
1/11	57,3	60,8	60,5	52,9
2/11	59,0	61,4	62,7	52,2

EUROZÓNA



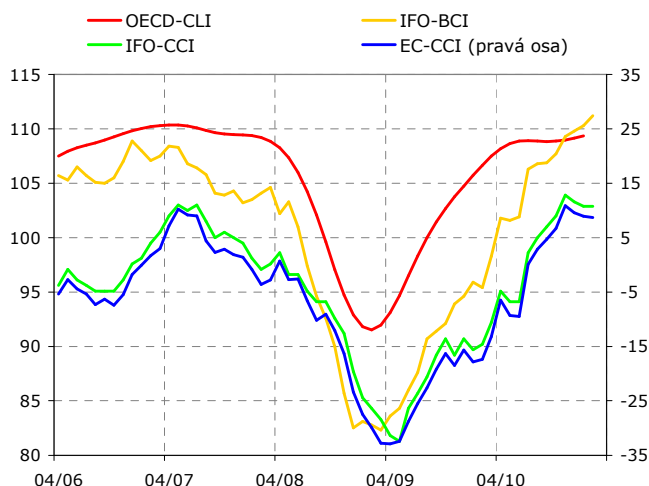
	OECD-CLI	EC-ICI	OECD-CCI
12/10	97,8	4,0	-11,0
1/11	97,7	6,1	-11,2
2/11		6,5	0,0

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
12/10	98,8	112,2	74,5	63,4
1/11	99,4	112,3	74,2	64,8
2/11			77,5	70,4

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
12/10	109,2	109,8	103,3	9,6
1/11	109,4	110,3	102,9	8,9
2/11		111,2	102,9	8,7

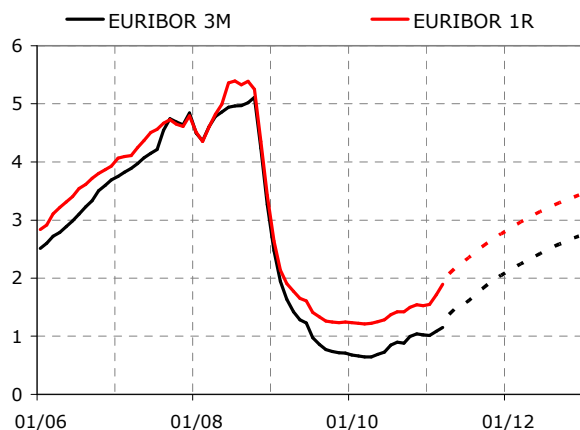
Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 18. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

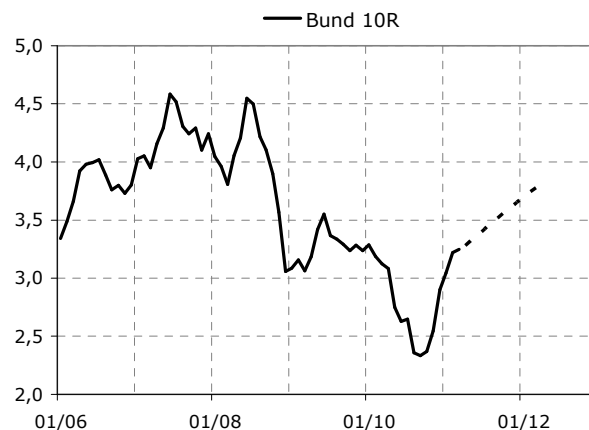
Úrokové sazby EURIBOR 3M a 1R od poloviny ledna začaly pozvolna růst (jednoletá sazba rychleji). Po zasedání Rady guvernérů ECB na počátku března došlo u obou sazeb ke skokovému zvýšení (o 0,08 resp. 0,17 p.b.) a jejich růst se zastavil. Tržní výhledy byly přehodnoceny jen nepatrně směrem vzhůru. Obdobný vývoj jsme mohli pozorovat i u výnosu desetiletého německého vládního dluhopisu. U toho však byl výhled na základě CF03 přehodnocen směrem vzhůru více než u sazeb mezibankovního trhu, zejména na počátku a konci předpovědi.

EURIBOR



	02/11	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
EURIBOR 3M	1,09	1,15	1,53	2,05	2,42	2,72
EURIBOR 1R	1,71	1,89	2,26	2,76	3,14	3,43

VÝNOS VLÁDNÍHO DLUHOPISU



	02/11	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Bund 10R	3,22	3,25	3,38	3,65		

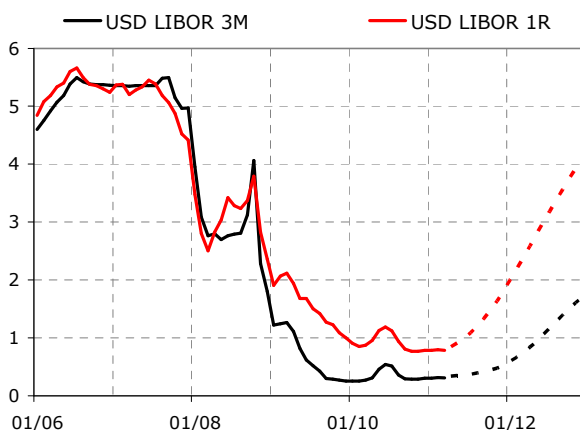
Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 14. března 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

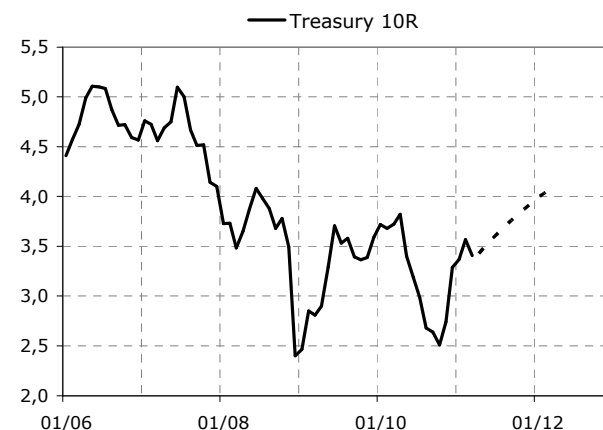
Dolarové sazby LIBOR i nadále stagnovaly (tříměsíční na hodnotě 0,3 % a jednoletá na hodnotě 0,8 %). Jejich očekávaný růst na základě tržních výhledů se tak opět odsouvá a u tříměsíční sazby se poměrně výrazně snižuje i jeho dynamika. Růst výnosu desetiletého vládního dluhopisu se v polovině února zastavil a došlo dokonce k jeho mírnému poklesu. Výhled na základě CF03 však zůstává rostoucí a oproti CF02 se na horizontu tří měsíců naopak nepatrně zvýšil.

USD LIBOR



	02/11	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
USD LIBOR 3M	0,31	0,31	0,35	0,53	1,05	1,70
USD LIBOR 1R	0,79	0,78	0,99	1,81	2,99	4,09

VÝNOS VLÁDNÍHO DLUHOPISU



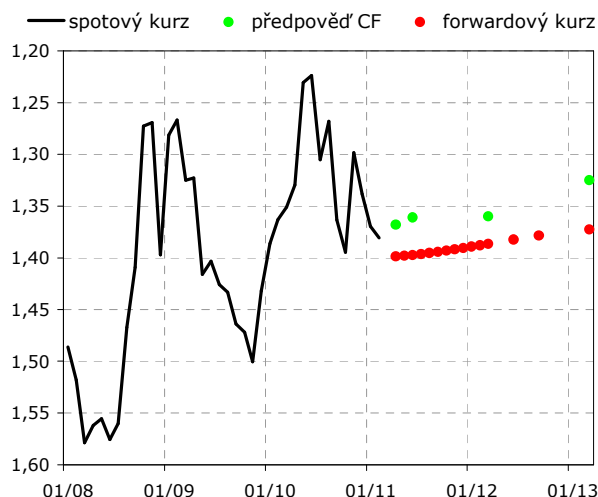
	02/11	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Treasury 10R	3,57	3,40	3,57	3,93		

Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 14. března 2011]

Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

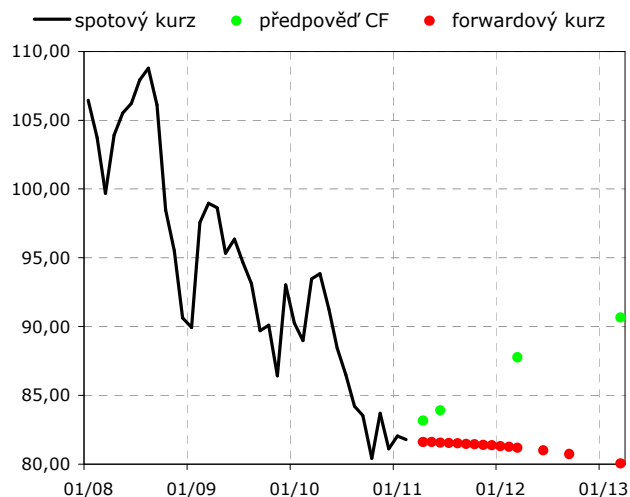
Začátek března přinesl další oslabení amerického dolaru vůči euru, kdy se kurz pohyboval na úrovni z října 2010 (tj. 1,39 USD/EUR). Březnový výhled Consensus Forecasts očekává oproti minulé předpovědi kurz dolaru slabší, stabilní okolo 1,36 USD/EUR. Ve dvouletém horizontu by měl však posílit o 3 %. Významných změn nedoznal výhled kurzu dolaru vůči britské libře, na začátku roku 2013 by měl být dolar o 2 % slabší. Dolar by měl naopak posílit vůči japonskému jenu (o 11 % v horizontu dvou let) a švýcarskému franku (o 13 % v horizontu dvou let). Výhled pro japonskou ekonomiku dále zhoršilo zemětřesení a následná vlna tsunami; náklady na obnovu dále zatíží již tak vysoce zadluženou ekonomiku. Vzhledem ke kladnému úrokovému diferencíálu ve prospěch USD oproti JPY a CHF naznačuje forwardový kurz naopak oslabení amerického dolaru.

USD/EUR



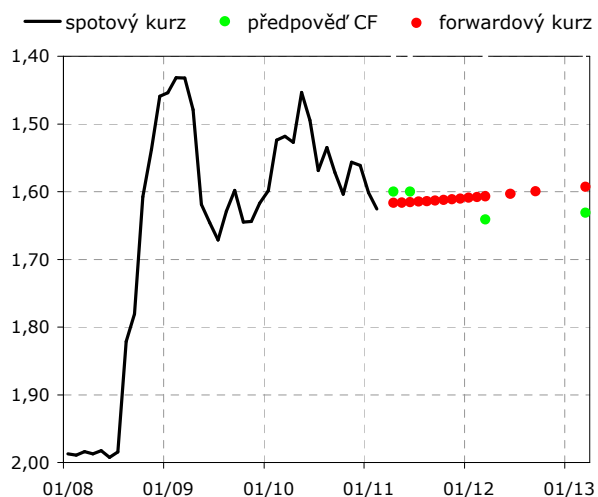
	14/3/11	04/11	06/11	03/12	03/13
spotový kurz	1,399				
předpověď CF		1,368	1,361	1,360	1,325
forwardový kurz		1,399	1,397	1,387	1,372

JPY/USD



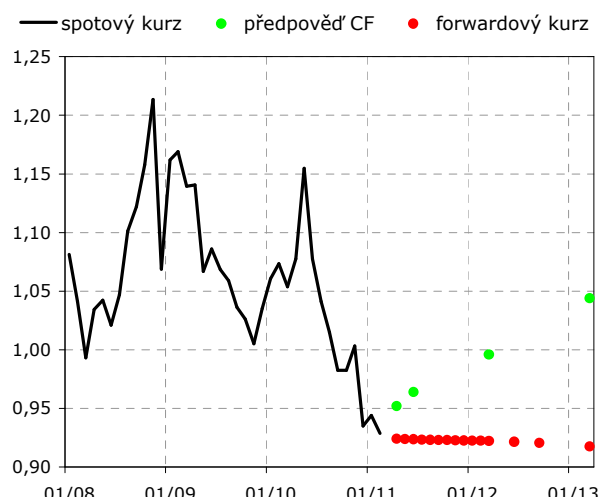
	14/3/11	04/11	06/11	03/12	03/13
spotový kurz	81,63				
předpověď CF		83,15	83,91	87,76	90,65
forwardový kurz		81,61	81,57	81,20	80,04

USD/GBP



	14/3/11	04/11	06/11	03/12	03/13
spotový kurz	1,617				
předpověď CF		1,600	1,600	1,641	1,631
forwardový kurz		1,617	1,615	1,607	1,593

CHF/USD



	14/3/11	04/11	06/11	03/12	03/13
spotový kurz	0,924				
předpověď CF		0,952	0,964	0,996	1,044
forwardový kurz		0,924	0,924	0,922	0,918

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data 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) možnosti zajištění budoucího kurzu. [Uzávěrka dat: 14. března 2011]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg a Consensus Forecasts.

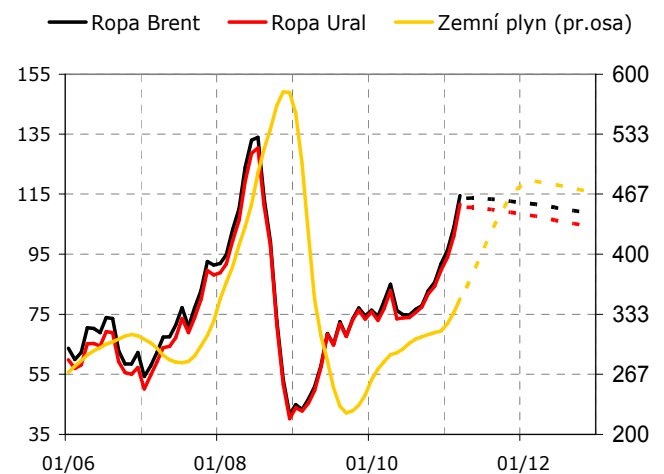
VI.1 Ropa a zemní plyn

Růstový trend světových cen ropy můžeme pozorovat již od září 2010. V polovině února 2011 se růst cen ještě zrychlil, když došlo k vyostření ozbrojených střetů v Libyi. Cena ropy Brent tak dosáhla dosavadního letošního maxima 116 USD/b na počátku března. Poté došlo k mírné korekci, když Saúdská Arábie vydala prohlášení, že vykryje výpadek libyjské produkce. Problémy japonských jaderných elektráren sice vedly k dočasnému poklesu ceny, v delším horizontu by však problémy japonské energetiky mohly znamenat spíše vyšší dovoz ropy do Japonska. Tržní výhledy na základě futures kontraktů předpokládají mírný pokles cen ropy, rizikem však je nejistota ohledně rezervní těžební kapacity v Saúdské Arábii. Dle studie Goldman Sachs tato země již značně navýšila svou těžbu a velký prostor pro další růst produkce tak nemá.

Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotací londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m³ jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled. [Uzávěrka dat: 14. března 2011].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Ropa Brent	114,6	113,6	112,4	110,5	108,7
Ropa Ural	111,7	110,4	108,6	106,3	104,2
Zemní plyn	350,1	393,8	472,2	477,4	468,6

VI.2 Ostatní komodity

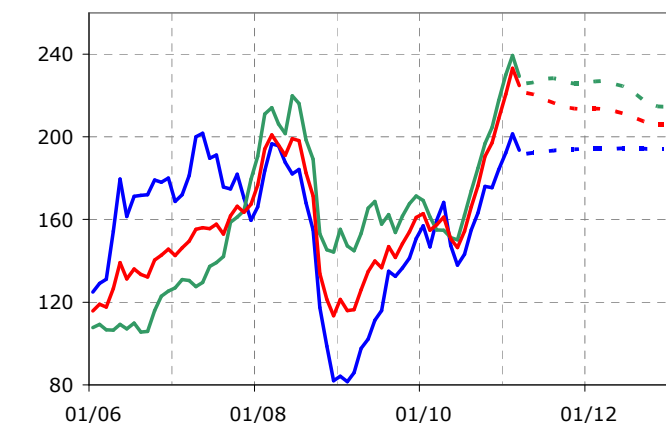
Index cen neenergetických komodit dosáhl svého dlouhodobého maxima v polovině února 2011. Od té doby došlo u většiny významných komodit k poklesu ceny.

U potravinářských komodit se nejvíce snížila cena pšenice (téměř o 20 %) a rýže (o 16 %). Méně klesaly ceny kukuřice, sóji a cukru. Naopak dále rostly ceny kávy a hovězího masa. U ostatních zemědělských komodit rostla cena bavlny, ale poměrně výrazně klesla cena kaučuku. Výhled očekává u indexu cen potravinářských komodit do poloviny roku 2012 stagnaci a poté další pokles.

U většiny průmyslových kovů (s výjimkou hliníku) ceny rovněž od poloviny února klesaly (o 5 až 10 %), naopak ceny drahých kovů rostly. U indexu cen průmyslových kovů se již další pokles v uvažovaném horizontu nepředpokládá.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT

Průmyslové kovy (blue line), Potravinářské komodity (green line), Komoditní koš celkem (red line).



	03/11	06/11	12/11	06/12	12/12
Průmyslové kovy	193,5	192,6	194,1	194,3	194,1
Potravinářské komodity	229,3	227,2	225,8	224,5	214,7
Komoditní koš celkem	224,8	219,1	213,5	211,4	206,2

Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled.

[Uzávěrka dat: 14. března 2011]. Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

OHLÉDNUTÍ ZA JARNÍM ZASEDÁNÍM INSTITUTU PRO MEZINÁRODNÍ FINANCE

Pravidelné jarní setkání členů Institutu pro mezinárodní finance (IIF)¹ se letos konalo 2. až 4. března v hlavním městě Indie, v Novém Dillí. Značná část příspěvků, ať již ze strany finančních expertů nebo politiků, se přirozeně zabývala ekonomickým vývojem v hostitelské zemi. Velká pozornost byla věnována také aktuálnímu vývoji politické situace v zemích Blízkého východu a severní Afriky. Nejostřejší diskuse se však vedly kolem připravované regulace bank a finančních institucí Basel III.

1 Ekonomický vývoj v Indii (Inside India)

Indie je největší demokracie na světě. Většiny ekonomických aktivit se účastní jak státní, tak soukromý sektor. Státní sektor je řízen formou pětiletých plánů (současná jedenáctá pětiletka začala v dubnu 2007 a skončí v březnu 2012). Značná část státního sektoru se zabývá investicemi do infrastruktury, ale i zde se do budoucna počítá s výrazně rostoucím podílem soukromých investic (i formou PPP – Public Private Partnership).

Potenciální reálný růst ekonomiky se odhaduje v intervalu 8 až 9 % ročně. Optimální inflace by se měla pohybovat v rozmezí 4 – 5 %. Míra úspor i investic vysoko překračuje hranici 30 %. Cca 58 % pracujících je zaměstnáno v zemědělství, které však tvoří jen zhruba 14 % HDP a jeho podíl klesá na úkor dynamicky se rozvíjejících služeb a průmyslu. Investice jsou směřovány zejména do výroby energie (diverzifikace zdrojů) a vody, za nedostatečné jsou považovány investice do vzdělání, neboť jejich podíl je menší, než v ostatních rozvojových zemích. I při vysokém nominálním růstu ekonomiky je hospodaření vlády deficitní. Výdaje vlády jsou kromě investic používány i k masivním dotacím (zejména na pohonné hmoty, potraviny a hnojiva). Objem dotací by se měl postupně snižovat (což může v současné době vysokých cen ropy a zemědělských komodit představovat velký problém). Zároveň by se mělo přecházet od méně efektivních nepřímých dotací (nižší ceny pro určité skupiny obyvatel) na přímé dotace (přímé peněžní transfery podporovaným skupinám, ale jednotné ceny na trhu). Vláda klade velký důraz na snižování chudoby. Při rozvoji země je preferována výstavba menších měst, ke kterým je však nutno přivést energii, komunikace a „řád“. Zadlužování vlády v současném rozsahu nepředstavuje problém, neboť investice by měly dát práci velkému množství mladých lidí, kteří svými daněmi vzniklý dluh v budoucnosti splatí. Indie nemá problém se stárnutím populace (více než 50 % populace je pod hranicí 25 let) a co ekonomika v současnosti potřebuje nejvíc jsou nová pracovní místa. Je třeba zlepšit legislativu, aby nové podniky měly lepší přístup k pracovní síle.

Postoj měnové politiky je spíše uvolněný, neboť centrální banka (Reserve Bank of India) se zaměřuje především na jádrovou inflaci, kterou snižují klesající ceny zboží. Jako možné zdroje inflačních tlaků jsou rovněž sledovány mzdy (které jsou těsně svázány s vývojem cen potravin) a inflační očekávání. Přetrvávající vysoké ceny potravin jsou samozřejmě vnímány jako velký problém, neboť potraviny tvoří značnou část spotřebního koše, a rostoucí závislost ekonomiky na ropě (oil intensity of the GDP) zvyšuje zranitelnost ekonomiky, která nedávnou globální finanční a ekonomickou krizi přečkala jen s minimálními škodami. Měnová politika bude však reagovat na „second round effects“. Ani centrální banka nevnímá deficitní hospodaření vlády jako problém. Problémem je naopak dostupnost levných peněz, které, ať už jsou vytvořeny kdekoli na světě, končí převážně v rozvojových zemích. Kurzová politika je založena na

¹ IIF (iif.com) je mezinárodní sdružení zejména velkých finančních institucí, které vzniklo v roce 1983 v reakci na mezinárodní dluhovou krizi. Mezi jeho členy patří většina hlavních komerčních a investičních bank, rostoucí počet pojišťoven a investičních firem.

„vyhlazeném“ floatingu, pro ekonomiku je negativní zejména vysoká volatilita amerického dolaru, která klade nároky na firmy ohledně kurzového zajištění.

2 Politická a ekonomická situace v zemích Blízkého východu a severní Afriky (MENA²)

Většina zemí v uvedené oblasti má tyto společné znaky: velký veřejný sektor a nízký podíl podnikatelského sektoru, nízkou produktivitu a konkurenceschopnost, značnou závislost na rentách a slabé instituce, které umožňují korupci i na vládní úrovni. V období 1980 – 2002 ekonomický růst v těchto zemích stagnoval, což vedlo k nízkému růstu zaměstnanosti v soukromém sektoru a zejména k růstu nezaměstnanosti mladé populace. Po roce 2002 sice došlo k určitému ekonomickému růstu, ale nezaměstnanost zůstala vysoká, přínosy nebyly rozdělovány široké veřejnosti, ale pouze omezeným elitám. To nakonec vyústilo v řadě zemí do demonstrací, které požadují zásadní reformy politického systému.

Z pohledu vyspělých zemí je vývoj v zemích MENA důležitý zejména proto, že vlastní ropu a proudí do nich soukromé investice. Proto jsou vítány reformy, které vedou k nahrazení autokratických systémů demokratickými. Cesta k novému uspořádání však bude zdoluhavá a obtížná. Sociální a politické reformy v těchto zemích budou trvat cca 2 roky a teprve poté můžeme očekávat nástup ekonomických reforem. Ekonomické reformy ve stylu Pakistánu nejsou pravděpodobné, neboť tam byly vynuceny Mezinárodním měnovým fondem. Avšak země MENA mají většinou dostatečné devizové rezervy a pomoc MMF nepotřebují. Možná ji budou potřebovat později, až slabý růst, vysoká inflace a obchodní deficity tyto rezervy vyčerpají. Pozitivní je, že protesty nejsou zaměřeny proti USA a Izraeli nebo kapitalistickým tržním principům, ani nejsou motivovány nábožensky. Naopak snahou je pouze odstranit korupci a reformovat autokratické systémy na demokratické. Není však jisté, že demokracie bude nakonec všude nastolena. Hrozí riziko nacionalismu a dočasné zhoršení ekonomické situace. Konečný výsledek bude záviset na sociálních, historických a kulturních předpokladech té které země.

3 Regulace bankovního sektoru

Vášnivé diskuse vedli čelní představitelé soukromého bankovního sektoru o navrhovaných regulacích (Basel III a Dodd-Frank). Drtivá většina předchozích finančních krizí vznikala v rozvíjejících se tržních ekonomikách. Poslední krize však vznikla ve vyspělém světě. Přesto mohly být poznatky z řešení předchozích krizí užitečné i nyní. Tým ekonomů při IIF aktivně analyzuje minulé krize a účastní se v diskusi o navrhovaných regulačních schématech. Účastníci konference se shodovali na tom, že jakákoliv forma regulace (požadavky na kapitál a likviditu) by měla být aplikována globálně, neboť i finanční průmysl je globální. Je tedy nutné, aby došlo k mezinárodní harmonizaci právních předpisů. Přitom by měly být v rovnováze očekávané přínosy zvýšené regulace (co se týče efektivity a stability bankovního sektoru) s předpokládanými náklady (vyšší cena kapitálu, vyšší úrokové sazby, nižší dostupnost úvěrů, vyšší náklady bank a nižší zisk bankovního sektoru, negativní dopad na globální růst). Banky by měly vést aktivní dialog s regulátory při návrhu nové globální architektury bankovníctví. Nutnou podmínkou je, aby došlo ke globální konvergenci účetních principů. Je rovněž nutné, aby se regulace účinně týkala i pseudo-bankovních

² *Alžírsko, Bahrajn, Egypt, Irák, Írán, Jemen, Jordánsko, Kuvajt, Libanon, Libye, Maroko, Saudská Arábie, Spojené Arabské Emiráty, Sýrie, Tunisko.* Kurzívou jsou vyznačeny státy, ve kterých došlo k politickým nepokojům.

institucí³ (shadow banks), které budou vznikat ve větší míře s tím, jak banky v reakci na přísnější regulaci budou mít snahu přesunovat některé aktivity mimo dosah této regulace. Možná bude nutná i globální koordinace makroekonomických politik. Nová regulace bude představovat pro bankovní systém značný šok, se kterým se budou banky vyrovnávat zřejmě celou dekádu. V diskusi zazněl i názor, že různé typy institucí vyžadují různou regulaci. V opačném případě by byly všechny instituce v okamžiku nějakého šoku na stejné straně trhu, což by omezovalo prostor pro tržní vyřešení vzniklé krizové situace. Měl by být odstraněn jev zvaný „too big to fail“ a systém by měl umožnit selhání jakékoliv bankovní instituce. Často byl zmiňován význam tzv. „cocos“⁴ při financování základního kapitálu bank. Paní Amy Friend z pozice amerického regulátora prezentovala stručné srovnání regulace Dodd-Frank vs. Basel III.

Ve speciální diskusi byl představen výzkum IIF, který se pokusil vyčíslit očekávané náklady regulace Basel III. Dle IIF bude dopad (co se týče nákladů) zásadně větší, než odhad BIS nebo o něco vyšší odhad OECD. Regulace bude představovat buď zdražení úvěrů, nebo snížení jejich dostupnosti. Nejvíce budou postiženy země eurozóny, které jsou dle ekonometrického odhadu na úvěrech nejvíce závislé. Menší dopad lze očekávat na USA a „emerging economies“. Budou potřeba miliardy (eur, dolarů) dodatečného kapitálu, což sníží zisky bank. Rozložení do času nebude mít žádný tlumící účinek, neboť v „závodě o kapitál“ budou chtít banky dodatečný kapitál získat co nejdříve.

Součástí této diskuse bylo i vystoupení zástupce ratingové agentury Standard & Poor's. Pro někoho mohla být překvapivá jeho slova, že hodnocení ratingových agentur nevyjadřuje absolutní pravděpodobnost selhání, ale pouze řadí jednotlivé subjekty podle relativní bonity a pravděpodobnost selhání kolísá podle aktuální ekonomické situace ve světě.

4 Globální ekonomický výhled dle IIF

Světová ekonomika v současnosti čelí třem hlavním výzvám:

- nebezpečí přehřátí ekonomiky a inflace hrozí zejména novým tržním ekonomikám (vysoké ceny komodit, příliv soukromého kapitálu, vysoký růst úvěrů a jejich podíl na HDP);
- vyspělé ekonomiky musí zvládnout fiskální konsolidaci a „exit strategy“ (rostoucí rozpětí mezi výnosy německých dluhopisů a dluhopisů problémových zemí, vládní deficity a podíl vládního dluhu na HDP);
- financování a regulace bank je rovněž problém zejména vyspělých zemí (kapitálová přiměřenost bank, poměr vkladů k aktivům bank, fungování mezibankovního trhu, regulace pseudobankovních institucí – „shadow banks“).

Hlavní ekonom IIF Philip Suttle prezentoval jeho pohled na ekonomický cyklus:

- ekonomika nikdy nevypadá skvěle, s výjimkou zpětného pohledu. Výhled je vždy „křehký“ a „nezvykle nejistý“;

³ Finanční instituce a banky, které nepřijímají vklady a podléhají tudíž méně přísné regulaci (např. investiční banky, fondy peněžního trhu, hedžové fondy, vládou sponzorované hypotéční agentury, ...). Stejně jako banky jsou zprostředkovateli mezi investory (např. penzijní fondy) a dlužníky (většinou korporace).

⁴ Contingent convertible bonds – jsou emitovány jako dluhopisy, ale v případě finančních problémů banky jsou automaticky konvertovány na akcie k navýšení základního jmění banky (tier one).

- hlavní rizika v počáteční fázi oživení plynou z pozůstatků minulých nerovnováh, s postupem času tato rizika mizí;
- hospodářské politiky v počáteční fázi oživení jsou vždy zpět hledící. Jak oživení nabírá na síle, je třeba změna pohledu. Trhy obecně selhávají v předvídání této změny;
- rizikem se stávají nové přebytky a nerovnováhy, vytvořené silícím oživením.

Prizmatem tohoto pohledu konstatoval, že globální oživení trvá již téměř 2 roky a je taženo rozvíjejícími se ekonomikami. Dynamika světového průmyslu v roce 2010 zpomalila, ale vidíme náznaky opětného oživení. Americká ekonomika se vrací ke zdravému růstu, ale z minula přetrvávají problémy ve stavebnictví a na trhu práce. Roste důvěra v Evropě, ale přetrvávají problémy fiskálních deficitů a bankovního sektoru. Inflation celosvětově akceleruje, tažená zejména cenami potravin a energií. V pozadí jsou nízké reálné sazby jak ve vyspělých, tak v rozvíjejících se ekonomikách, kde hraje roli i nízká nezaměstnanost. To může vyvolat přehnanou reakci měnové politiky a zadělat na novou recesi.

Dalšími riziky v současnosti jsou vysoké ceny ropy, které v minulosti předcházely většinu ekonomických recesí. S oživením opět začnou narůstat globální nerovnováhy a v neposlední řadě s růstem úrokových sazeb začnou hrát svou roli vysoké vládní dluhy v zemích G7. Nacházíme se ve fázi, kdy by oživení mělo nabírat na síle a stimuly hospodářské politiky by měly být postupně tlumeny. Je bohužel pravděpodobné, že měnová politika zůstane uvolněná příliš dlouho. To povede k narůstajícím nerovnováhám a ukončí hospodářskou expanzi dříve, než by tomu bylo v případě včasné změny postoje hospodářské politiky a její lepší koordinovanosti.

Výhled globální ekonomické aktivity a inflace dle IIF je shrnut v následující tabulce:

Tabulka 1: Výhled globální ekonomické aktivity a inflace ve světě

Země	Reálný HDP (mzr. v %)			Inflace (mzr. v %)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Vyspělé ekonomiky	2,5	2,2	2,3	1,5	1,5	1,4
USA	2,9	3,4	3,2	1,2	1,9	1,4
eurozóna	1,7	1,5	1,6	2,0	1,6	1,8
Japonsko	4,0	1,2	1,6	0,1	-0,7	-0,1
Rozvíjející se ekonomiky	7,0	6,2	6,1	6,1	6,2	5,2
Latinská Amerika	6,1	4,5	4,4	8,1	8,7	6,7
Evropa	4,1	3,7	3,5	6,8	7,1	6,0
Asie	9,1	8,2	8,0	5,0	4,8	4,2
Afrika a Blízký východ	3,8	3,7	4,2	5,5	5,9	6,0
Svět celkem	3,5	3,1	3,2	2,5	2,6	2,3

Zdroj: IIF.

5 Zajímavé postřehy z diskuse

V diskusích k jednotlivým příspěvkům zazněly některé zajímavé myšlenky. Např. v souvislosti se současným cenovým vývojem bylo konstatováno, že aktuálně vyšší celková inflace by měla být pouze přechodným jevem, neboť jádrová inflace je nízká a studie JPMorgan prokazuje, že neplatí, že celková inflace k sobě přitahuje jádrovou inflaci, ale naopak je to jádrová inflace, která nakonec k sobě stáhne celkovou inflaci. Kromě toho na rozdíl od 70. let nepozorujeme cenově mzdovou spirálu, která tehdejší nabídkové šoky přetransformovala do dlouhého období zvýšené inflace. Co se však týče

zvýšené cenové hladiny, nikdy jsme zde neměli takovou situaci, kdy došlo k silnému nabídkovému šoku (ropa, potraviny) a zároveň byla extrémně uvolněná měnová politika po tak dlouhé období. Proto by mohla vysoká cenová hladina přetrvat po velmi dlouhou dobu.

Ohledně globální nerovnováhy byla učiněna paralela, že co je na globální úrovni vztah Čína – USA, to je v Evropě Německo a zbytek eurozóny. Čína a Německo by měly tedy více spotřebovávat a ostatní země naopak více šetřit.

K současným nízkým úrokovým sazbám zazněl názor, že jejich riziko spočívá v tom, že ekonomičtí agenti začnou dělat dlouhodobá rozhodnutí na základě těchto nízkých sazeb. Kromě toho má měnová politika při takto nízkých úrovních zúžený manévrovací prostor. Poselství je tedy: "Don't miss exit"

Několik diskutujících zdůraznilo, že se nesmíme dívat na země východní Evropy jako celek. Stejně tak ani PIIGS⁵ nejsou jeden celek, každá země má své vlastní specifické problémy. Narůstající nerovnováhy a lokální problémy v eurozóně musí být řešeny na lokální úrovni a nikoliv centrálně. Současná krize je důsledkem jednak podcenění rizika, ale rovněž neochoty vynucovat pravidla.

Jeden účastník z Řecka poukázal na paradox, že přesto že Řecko udělalo značné reformy v penzijním systému a veřejné finance jsou zdravější, tak vnímání ze strany trhu (hodnoceno CDS a spready) je horší. Odhaduje se, že úsporná opatření v Řecku povedou k recesi (zejména v důsledku poklesu investic), jejíž kumulativní dopad bude 10 – 20 % HDP v nejbližších třech letech.

Zástupce MMF vyzdvihl růst v Evropě s tím, že to je nejen důsledek dobré politiky, ale též ekonomické integrace. Integrace postupuje rychle, avšak ještě není kompletní. Je třeba znovu získat konkurenceschopnost, zejména v chráněných sektorech.

Možným receptem na snížení rozpočtových deficitů v Evropě by mohl být přístup Švýcarska, kde od roku 2003 existuje zákon, že deficit rozpočtu musí být vyrovnaný přes ekonomický cyklus.

⁵ Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko a Španělsko.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar