

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2012

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Předpověď inflace a její 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
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí	12
POUŽITÉ ZKRATKY	18
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V GEV_u	19

Autoři: Oxana Babecká
 Milan Klíma
 Tomáš Adam
 Jan Hošek
 Vladimír Žďárský

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

Editoři: Tomáš Adam
 Oxana Babecká

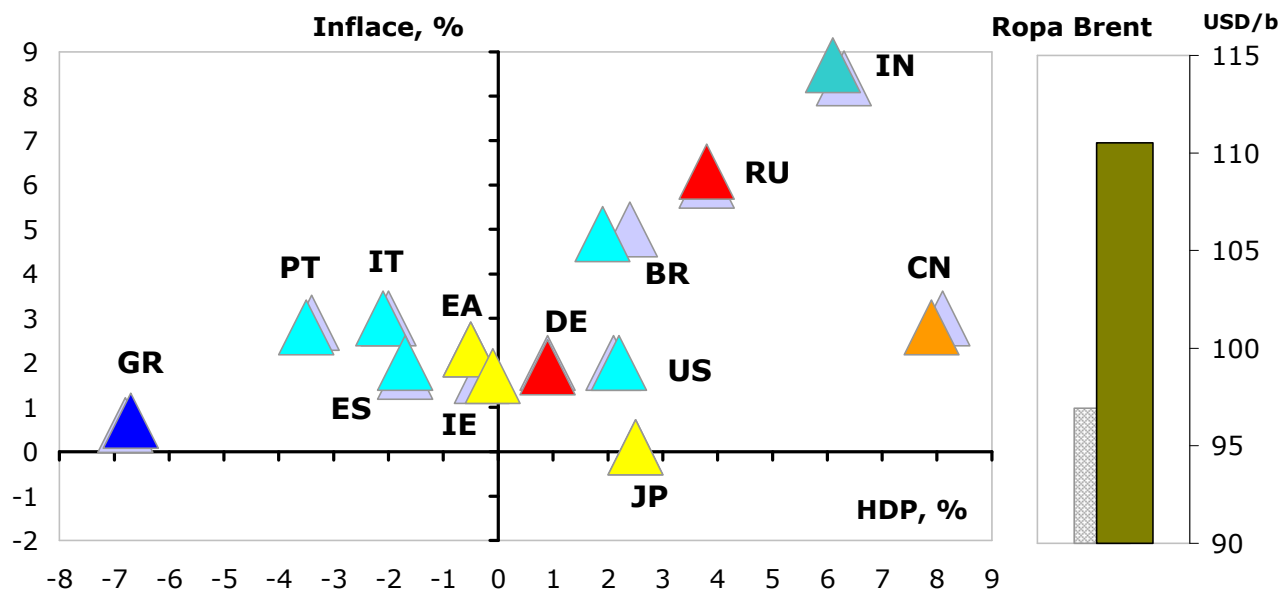
Garant: Luboš Komárek

Srpnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické ukazatele, jako jsou HDP, inflace, předstihové indikátory, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V poslední kapitole jsou poté podrobněji rozebrány změny v platební bilanci ČR, ke kterým došlo v důsledku světové finanční krize. Jsou diskutovány důvody těchto změn a mechanismy, přes které byly jednotlivé části platební bilance finanční krizí ovlivněny.

Přesto, že předstihové ukazatele signalizují spíše zhoršování, výhled hospodářského růstu se v srpnu příliš nezměnil. Mírné zlepšení zaznamenala předpověď pro německou ekonomiku, naopak pro Čínu bylo očekávání nepatrně přehodnoceno směrem dolů. Výkon eurozóny brzdí zejména země s největšími problémy na běžném účtu. Ty stáhnou evropskou ekonomiku letos do mírné recese, která by měla v příštím roce přejít jen v nevýrazné oživení. Značné zpomalení hospodářského růstu se však letos očekává i pro Německo, relativně menší pak pro Čínu. Naopak stav americké ekonomiky by se již zhoršovat neměl. Tahounem světového hospodářského růstu nicméně zůstávají zejména země skupiny BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína). Předpovědi inflace se aktuálně rovněž téměř nezměnily. Navzdory globálnímu ekonomickému zpomalení je v Evropě očekáván jen mírný pokles směrem ke 2 %, v USA a Číně by se měla inflace snižovat rychleji.

Zatímco dolarové sazby mezibankovního trhu od počátku roku stagnují, úrokové sazby v eurozóně dále klesaly v reakci na červencové snížení základní úrokové sazby ECB. Zvýšenou averzi k riziku dokladují rekordně nízké výnosy jak německých, tak amerických vládních dluhopisů. Trochu více optimismu přinesl vrcholný summit EU, který se konal koncem června, na devizové a komoditní trhy. Oslabování kurzu eura vůči dolaru se zastavilo, stejně tak jako pokles cen většiny komodit. Cena ropy poté zaznamenala výrazný růst zejména v důsledku vyostření geopolitických rizik na Blízkém východě. Klimatické vlivy zase udržují poblíž historických maxim cen potravin, zejména zrnin a olejnin. To jsou hlavní rizika pro vývoj budoucí inflace.

Výhled ekonomického vývoje vybraných zemí v roce 2012



**Běžný účet
(% HDP)**

-8...-6 ≤ -4 ≤ -2 ≤ 0 ≤ 2 ≤ 4 ≤ 6

výhled XII-2012

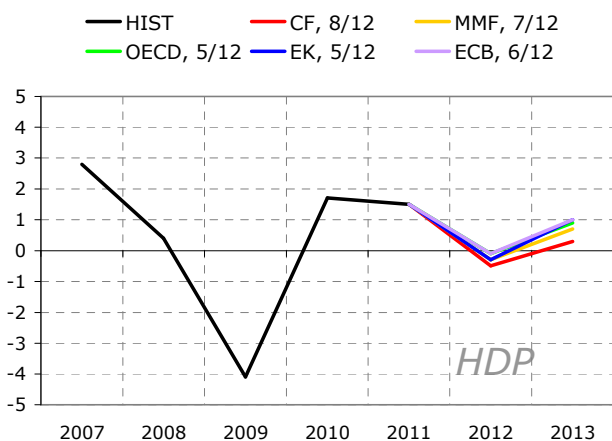
Poznámka: EA – eurozóna, DE – Německo, US – Spojené státy, JP – Japonsko, CN – Čína, IN – Indie, BR – Brazílie, RU – Rusko, GR – Řecko, IE – Irsko, IT – Itálie, PT – Portugalsko, ES – Španělsko. Barva bodů je přiřazena podle významnosti běžného účtu v % k HDP v roce 2012 (odhad). Šedá barva vyznačuje předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 16. srpna 2012]

Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg, Consensus Economics a EIU.

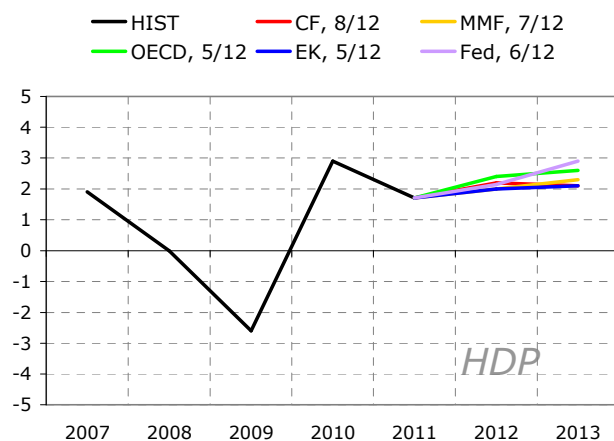
II.1 HDP

Slabý růst nebo stagnace velkých ekonomik eurozóny spolu s výrazným propadem HDP Itálie a dalších zemí periferie eurozóny s trvalými dluhovými potížemi stále udržují výhled růstu celého regionu v záporných hodnotách. Dle nových předpovědí CF a MMF dosáhne **letos** propad ekonomické aktivity v eurozóně -0,3 % až -0,5 %. Německo vykazuje přitom slabý růst nepřesahující 1 %. HDP Spojených států bude růst 2,0% až 2,2% tempem. Ekonomika Číny zpomalí na 7,9 – 8,0 %. Pod 8% hladinou se přitom růst čínského HDP naposled pohyboval v roce 2009. Nepatrné ekonomické oživení lze očekávat **příští rok**. Růst eurozóny se vrátí do kladných hodnot (0,3% až 0,7 %) díky postupnému zlepšení ekonomické aktivity ve všech zemích eurozóny, z toho 1,2 – 1,4% růst vykáže Německo. HDP Spojených států se zvýší o 2,1 – 2,3 %. Růst ekonomiky Číny dosáhne 8,3 % až 8,5 %.

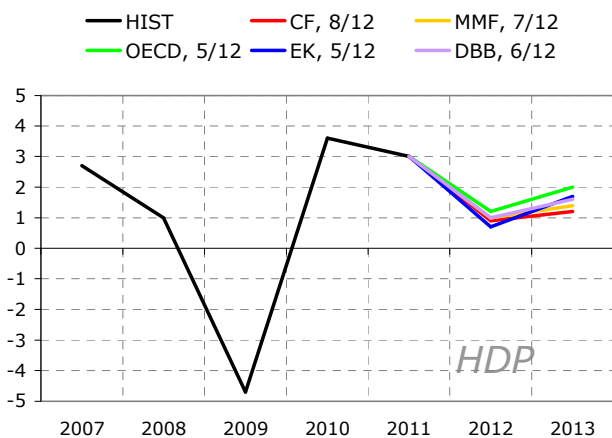
EUROZÓNA



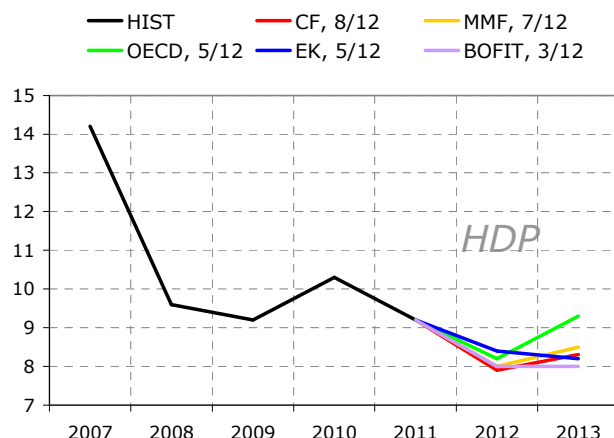
USA



NĚMECKO



ČÍNA



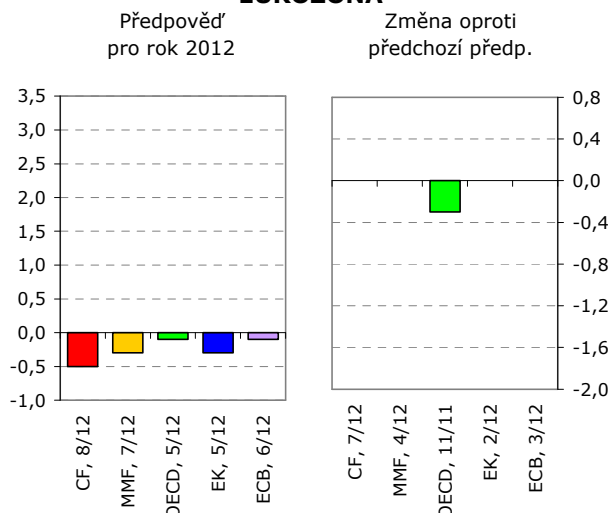
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. srpna 2012]

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

II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

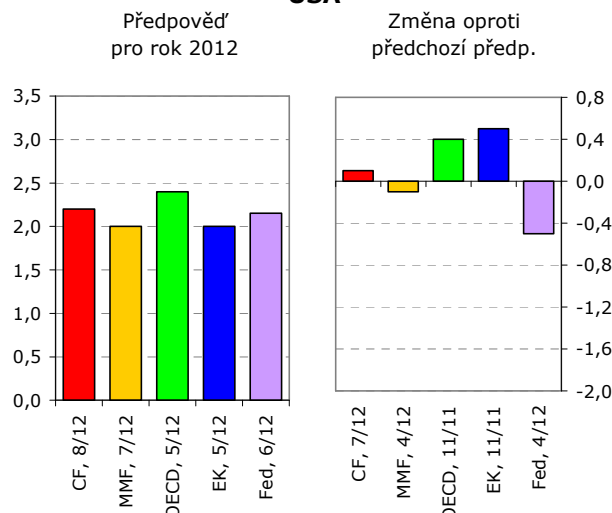
Výhled růstu HDP eurozóny v roce 2012 se v srpnu nezměnil. Beze změny zůstal i výhled CF pro Německo. MMF naopak očekává o 0,4 p.b. vyšší růst ve srovnání s dubnovou prognózou. Srpnový výhled pro Spojené státy byl revidován o 0,1 p.b. směrem ke slabšímu (MMF) nebo silnějšímu (CF) růstu ekonomické aktivity. Výhled pro Čínu obě instituce snížily o 0,2 p.b.

EUROZÓNA



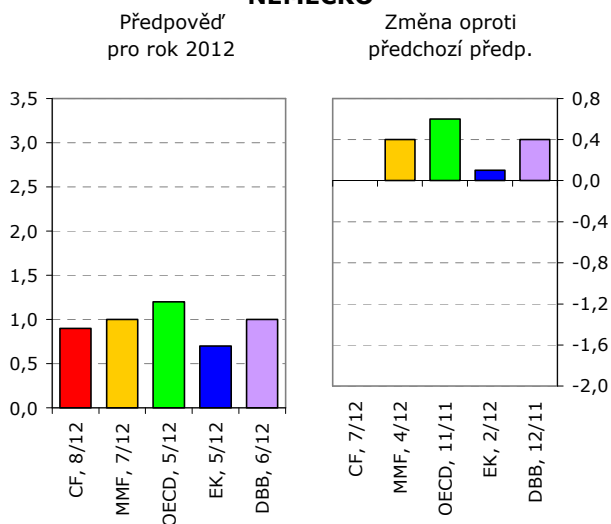
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
Změna		0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0

USA



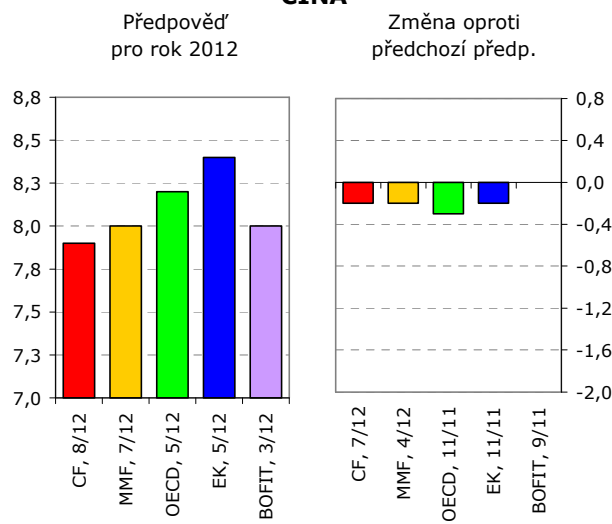
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,7	2,2	2,0	2,4	2,0	2,2
Změna		0,1	-0,1	0,4	0,5	-0,5

NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	3,0	0,9	1,0	1,2	0,7	1,0
Změna		0,0	0,4	0,6	0,1	0,4

ČÍNA



	2011	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	9,2	7,9	8,0	8,2	8,4	8,0
Změna		-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0

Poznámka: Vodorovná 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.

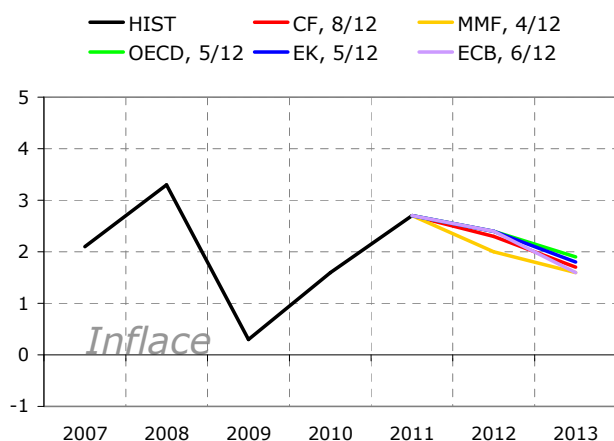
[Uzávěrka dat: 17. srpna 2012]

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

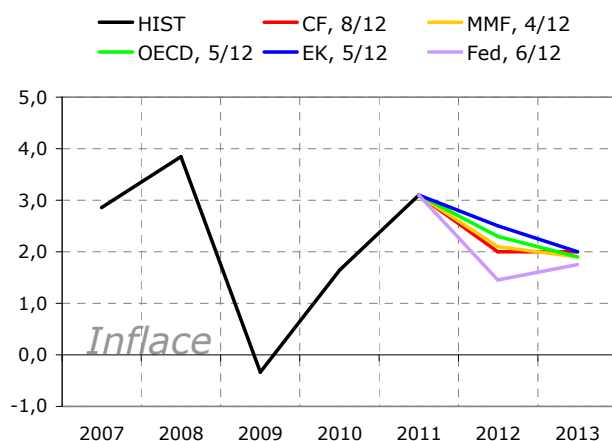
II.3 Inlace

Nedávný prudký růst cen ropy a neenergetických komodit odeznívá v poněkud vyšším výhledu inflace navzdory globálnímu ekonomickému zpomalení. V **letošním roce** růst spotřebitelských cen ve vyspělých sledovaných ekonomikách dosáhne podle srpnového CF 1,9 % až 2,3 %. Ceny v Číně se zvýší o 2,8 %. **Příští rok** růst cen ve vyspělých ekonomikách mírně zpomalí (1,7 % až 2,0 %). Inlace v Číně naopak zrychlí na 3,4 %.

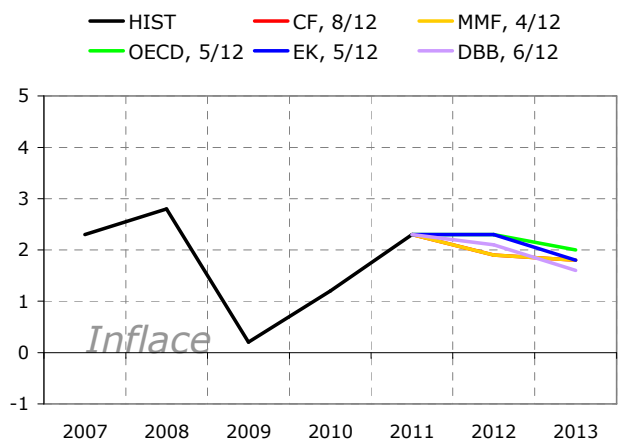
EUROZÓNA



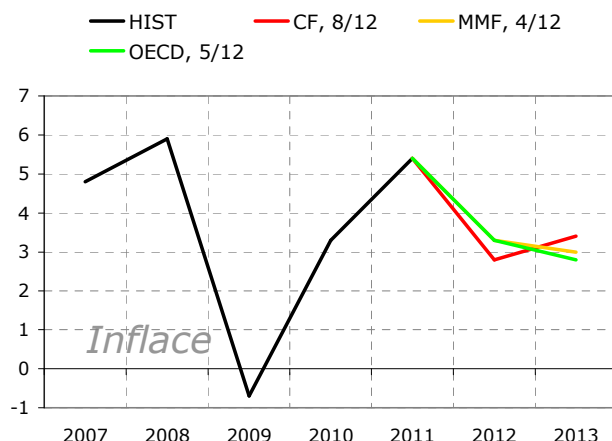
USA



NĚMECKO



ČÍNA



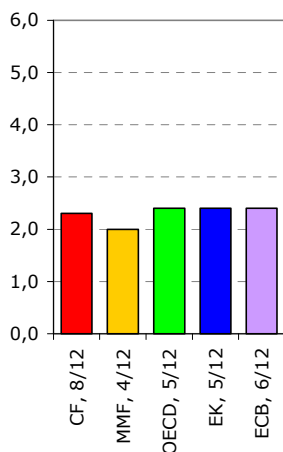
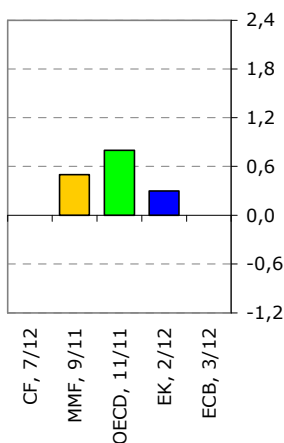
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 17. srpna 2012]

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

II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi

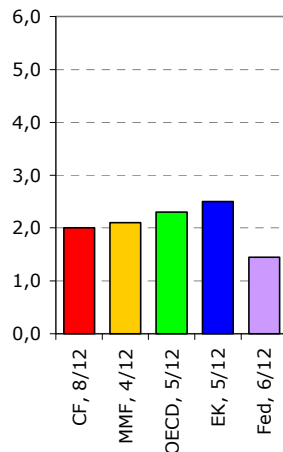
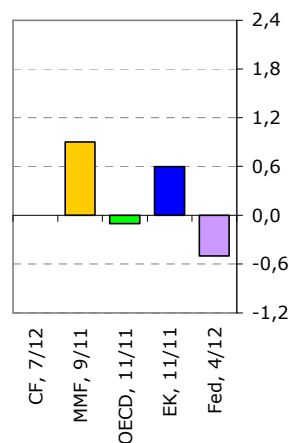
Srpnový výhled inflace na **rok 2012** uveřejněný CF zůstal na úrovni červencového výhledu pro eurozónu a Spojené státy. Výhled růstu spotřebitelských cen v Německu snížil CF o 0,1 p.b. a výhled růstu cen v Číně o 0,2 p.b.

EUROZÓNA

Předpověď
pro rok 2012Změna oproti
předchozí předp.

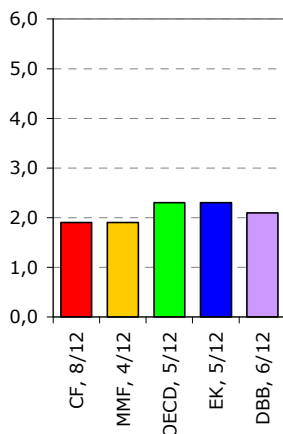
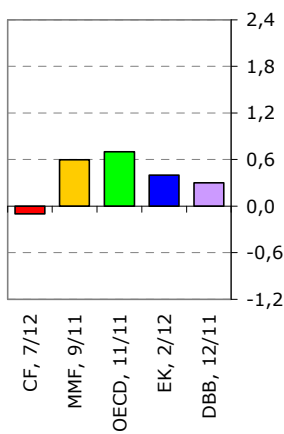
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	2,3	2	2,4	2,4	2,4
Změna		0,0	0,5	0,8	0,3	0,0

USA

Předpověď
pro rok 2012Změna oproti
předchozí předp.

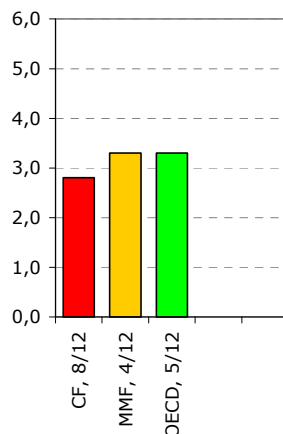
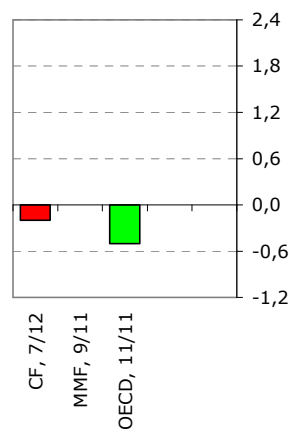
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,1	2,0	2,1	2,3	2,5	1,5
Změna		0,0	0,9	-0,1	0,6	-0,5

NĚMECKO

Předpověď
pro rok 2012Změna oproti
předchozí předp.

	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	2,3	1,9	1,9	2,3	2,3	2,1
Změna		-0,1	0,6	0,7	0,4	0,3

ČÍNA

Předpověď
pro rok 2012Změna oproti
předchozí předp.

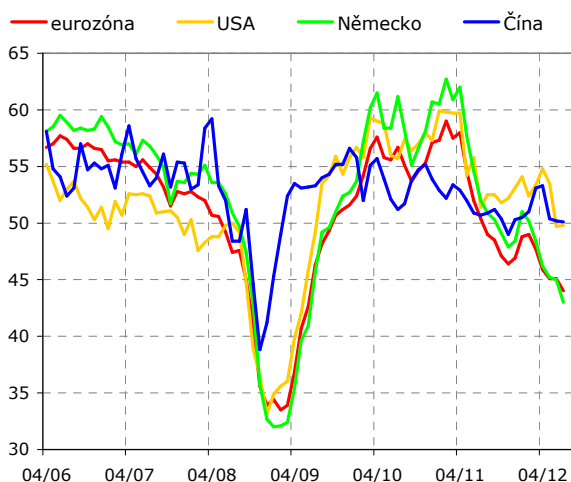
	2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	2,8	3,3	3,3
Změna		-0,2	0,0	-0,5

Poznámka: Vodorovná 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.
[Uzávěrka dat: 17. srpna 2012]

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

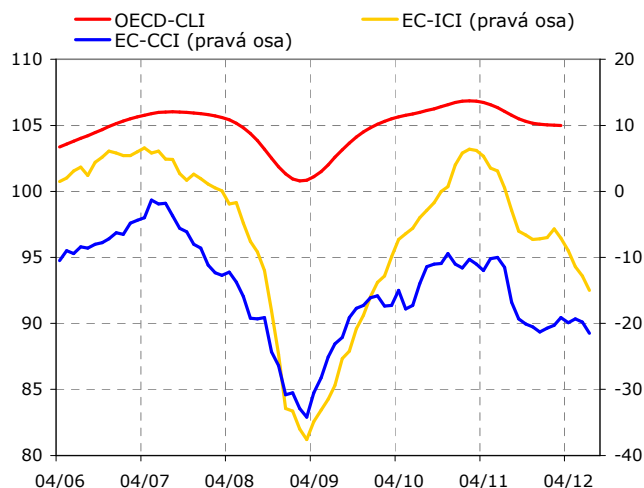
Výhled pro ekonomický vývoj ve druhé polovině letošního roku se z pohledu předstihových ukazatelů v srpnu zhoršil proti předchozímu měsíci ve všech sledovaných zemích a regionech. Výjimkou jsou pouze USA, kde došlo k mírnému zlepšení výhledu a kde lze očekávat pokračování slabého oživení. PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se zde poněkud zvýšil (o 0,1 procentního bodu), ale zůstává pod 50% hranicí, ostatní předstihové ukazatele stagnovaly, nebo se slabě zlepšily. V eurozóně i Německu se všechny sledované předstihové ukazatele ekonomického sentimentu i nálady spotřebitelů proti předchozímu měsíci značně zhoršily, a potvrdily tak negativní predikce z jiných zdrojů. PMI v průmyslu v Číně se také mírně snížil, ale zůstává těsně nad 50% hladinou.

PMI V PRŮMYSLU



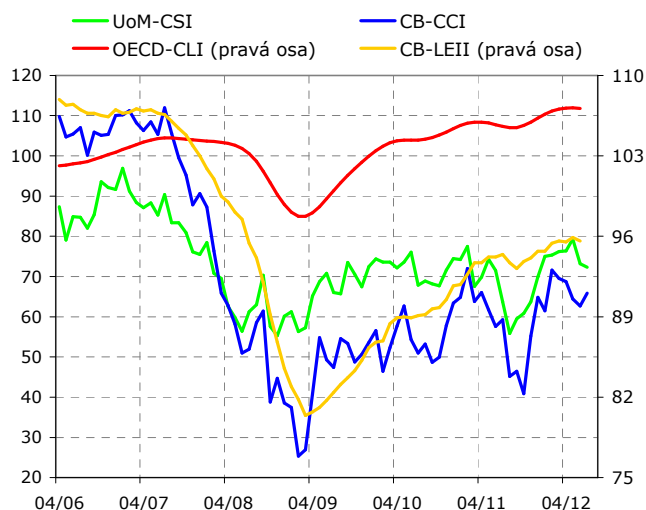
	EA	US	DE	CN
5/12	45,1	53,5	45,2	50,4
6/12	45,1	49,7	45,0	50,2
7/12	44,0	49,8	43,0	50,1

EUROZÓNA



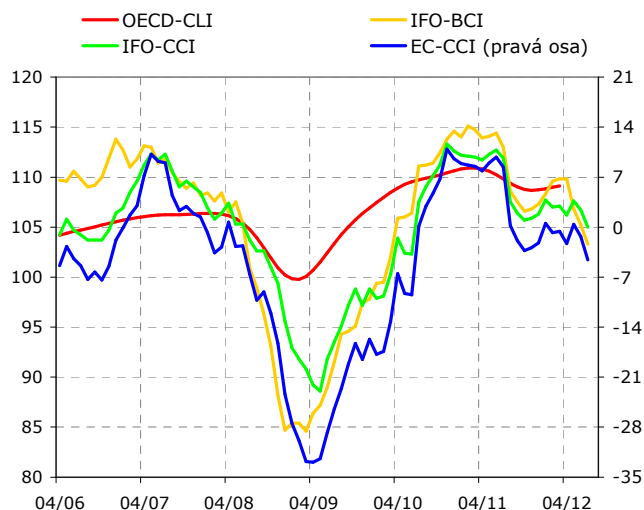
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
5/12		-11,4	-19,3
6/12		-12,8	-19,8
7/12		-15,0	-21,5

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
5/12	107,2	95,9	79,3	64,4
6/12	107,1	95,6	73,2	62,7
7/12			72,3	65,9

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
5/12		106,8	107,6	0,4
6/12		105,2	106,7	-1,3
7/12		103,3	105,0	-4,6

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: 10. srpna 2012]

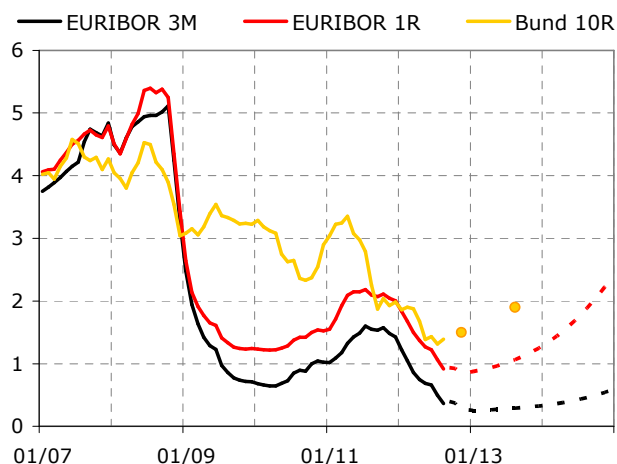
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

V průběhu července mezibankovní sazby EURIBOR 3M i 1R klesaly, což odráželo pokles základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů na jejím červencovém zasedání. V první polovině srpna se tříměsíční sazba pohybovala na úrovni 0,36 % a jednoletá sazba na úrovni 0,92 %. Předpověď na základě implikovaných sazeb se oproti minulému měsíci opět posunula směrem dolů, přičemž jednoletá sazba by měla začít růst v polovině příštího roku. Rizikové prémie pro obě splatnosti klesaly a pohybují se na ročních minimech.

V prvních třech červencových týdnech výnosy německého desetiletého vládního dluhopisu klesaly na historická minima, což odráželo zvýšenou averzi k riziku způsobenou situací v periferních zemích eurozóny. Poté ale mírně vzrostly především kvůli očekáváním nových opatření ECB a zhoršení výhledu ratingu Německa agenturou Moody's. Nová předpověď CF očekávané sazby nezměnila, přičemž za rok by se sazba 10R Bundu měla pohybovat přibližně o půl procenta výše oproti současnosti.

EUROZÓNA



	07/12	08/12	06/13	12/13	06/14	12/14
EURIBOR 3M	0,50	0,36	0,28	0,32	0,42	0,57
EURIBOR 1R	1,06	0,92	0,99	1,25	1,69	2,34
	07/12	08/12	11/12	08/13		
Bund 10R	1,31	1,39	1,50	1,90		

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 převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 16. srpna 2012]

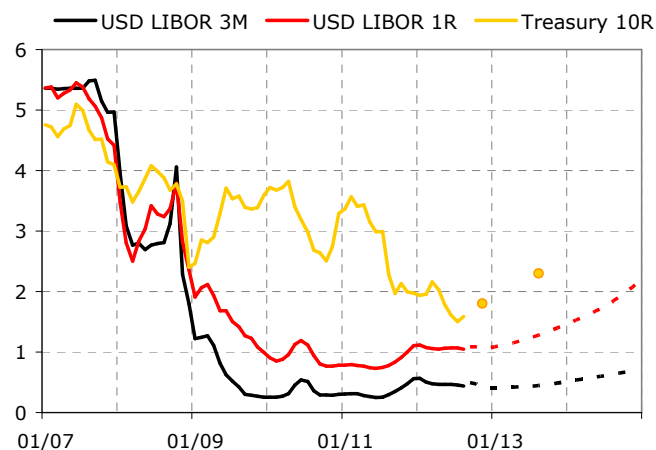
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Dolarové sazby LIBOR 3M i 1R se již delší dobu nacházejí v blízkosti hodnot 0,45 %, resp. 1,07 %. Výhled 3M sazeb je na základě implikovaných sazeb stabilní a k mírnému nárůstu by mělo dojít až v roce 2014. U 1R LIBOR sazeb se očekává nárůst od začátku příštího roku.

Vývoj amerických dluhopisových sazeb i nadále odráží vývoj averze k riziku v souvislosti se situací v eurozóně. V předposledním červencovém týdnu výnos desetiletého vládního dluhopisu dosáhl svých historických minim (1,40 %), poté do poloviny srpna mírně vzrostl. Srpnová předpověď CF očekává oproti minulému měsíci sazbu nižší.

USA



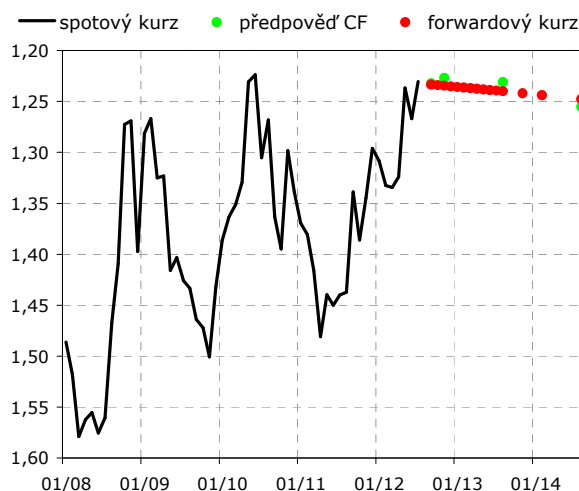
	07/12	08/12	06/13	12/13	06/14	12/14
USD LIBOR 3M	0,45	0,44	0,43	0,50	0,60	0,72
USD LIBOR 1R	1,07	1,05	1,21	1,44	1,72	2,15
	07/12	08/12	11/12	08/13		
Treasury 10R	1,50	1,59	1,80	2,30		

Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 16. srpna 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

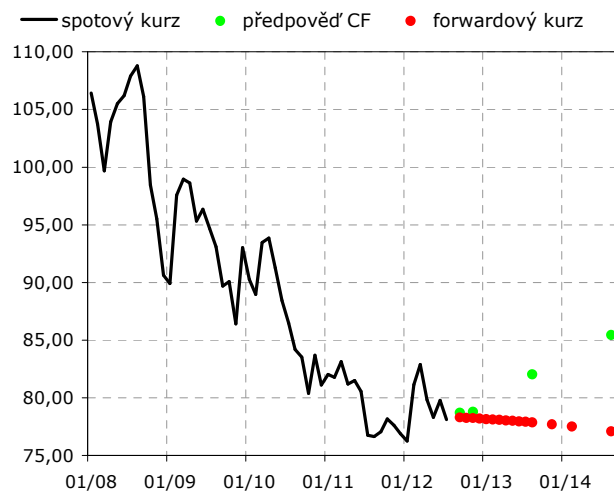
Oslabování eura vůči americkému dolaru pokračovalo až do třetího červencového týdne. K mírnému posílení došlo až po výročí z ECB, které vzbudily naději na přijetí nových opatření k řešení dluhové krize. Srpnové zasedání ECB však nepřineslo žádný průlom v tomto směru. Vzhledem k předchozímu výraznému oslabení eura srpnový CF další oslabení neočekává a výhled je v horizontu dvou let stabilní. Velmi podobný vývoj je očekáván i na základě tržních výhledů. Britská libra se v červenci obchodovala v úzkém pásmu a také její výhled je stabilní, i když CF očekává její posílení na dlouhém konci předpovědi. Japonský jen vzhledem ke zvýšené averzi k riziku způsobené situací v eurozóně v červenci posiloval, ale tento vývoj se v srpnu zastavil. Z důvodu slabších fundamentů japonské ekonomiky CF očekává oslabení kurzu během příštích 12 měsíců, naopak tržní výhledy jsou stabilní. Švýcarská centrální banka i nadále nakupovala cizí měny pro udržení stropu kurzu vůči euru.

USD/EUR



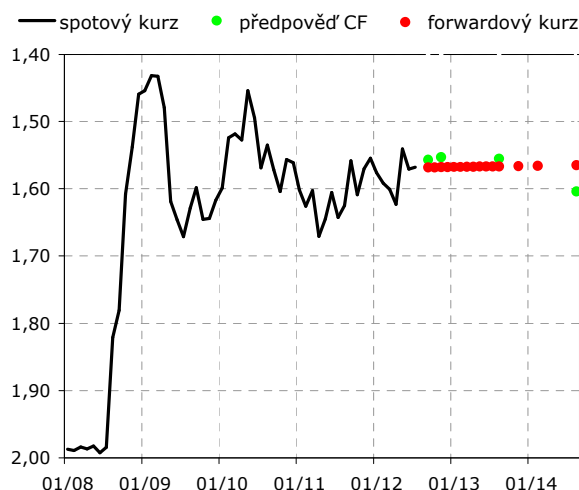
	13/8/12	09/12	11/12	08/13	08/14
spotový kurz	1,233				
předpověď CF		1,232	1,227	1,231	1,255
forwardový kurz		1,234	1,235	1,240	1,248

JPY/USD



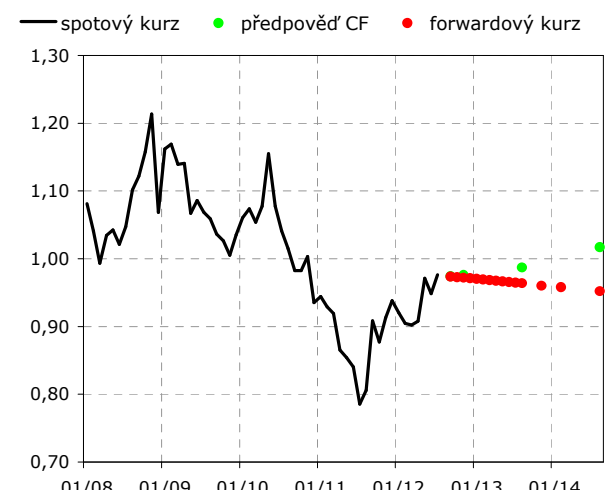
	13/8/12	09/12	11/12	08/13	08/14
spotový kurz	78,32				
předpověď CF		78,73	78,79	82,04	85,46
forwardový kurz		78,30	78,24	77,88	77,11

USD/GBP



	13/8/12	09/12	11/12	08/13	08/14
spotový kurz	1,568				
předpověď CF		1,557	1,553	1,555	1,604
forwardový kurz		1,568	1,568	1,567	1,565

CHF/USD



	13/8/12	09/12	11/12	08/13	08/14
spotový kurz	0,974				
předpověď CF		0,974	0,976	0,987	1,017
forwardový kurz		0,973	0,972	0,964	0,952

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.

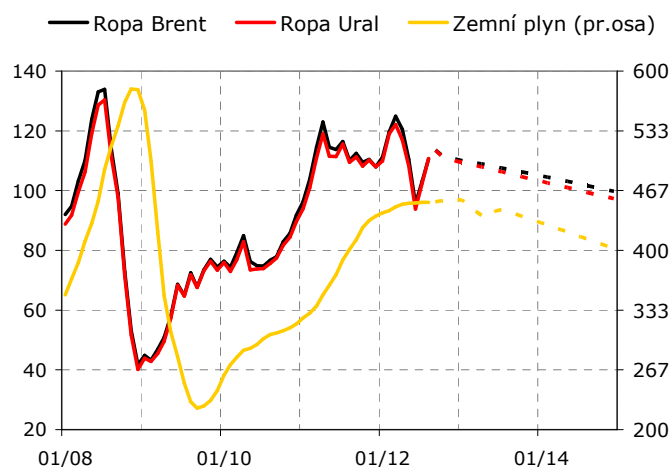
[Uzávěrka dat: 16. srpna 2012]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

V poslední červnové dekádě se cena ropy Brent obrátila k prudkému růstu a z 90 USD/b se během dvou měsíců vrátila zpět ke 115 USD/b. K obratu přispěl vrcholný summit EU na konci června. Cena poté rostla zejména z důvodu vyostření politické situace na Blízkém východě (Írán, Sýrie). Přes vysoké dodávky ropy jak ze strany kartelu OPEC, tak ostatních producentů, se v červnu zastavil růst průmyslových zásob ropy a ropných roduktů v zemích OECD. To byl signál, aby se na trh začali vracet spekulativní obchodníci. Oproti minulému měsíci se tak s aktuální cenou ropy výrazně vzhůru posunula i její předpověď, a to zejména v kratším horizontu díky větší strmosti klesající forwardové křivky. Na vyšší trajektorii se tak vrátila i předpověď cen dlouhodobých kontraktů na zemní plyn v Evropě, u nichž jsme minule očekávali, že budou do poloviny roku 2013 poměrně rychle klesat. Nyní se očekává jen pozvolný pokles od začátku příštího roku.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



	08/12	06/13	12/13	06/14	12/14
Ropa Brent	110,7	108,0	105,4	102,7	99,8
Ropa Ural	110,8	106,8	103,7	100,5	97,4
Zemní plyn	453,7	443,4	433,0	417,7	401,7

Poznámka: Cena ropy Brent je v USD/barel (kotace ICE). Cena ruského zemního plynu na hranici s Německem je v USD/1000m³ (databáze MMF). Budoucí ceny plynu jsou odvozeny od cen ropy. Přerušovaná čára znamená výhled. [Uzávěrka dat: 13. srpna 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

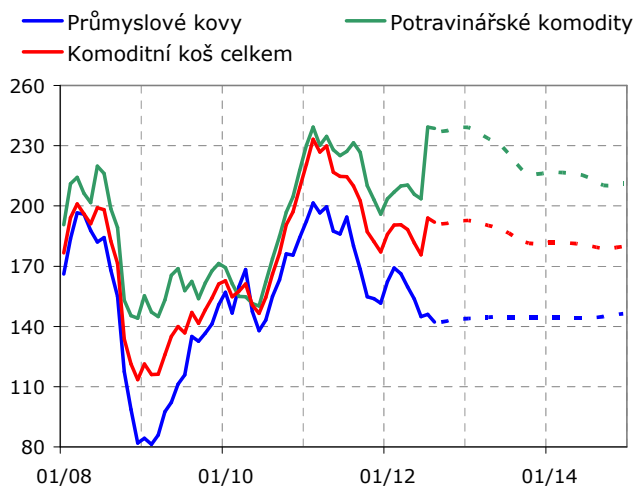
VI.2 Ostatní komodity

Celkový index cen neenergetických komodit se v uplynulém měsíci vyvíjel v souladu s předpovědí, avšak jen díky protichůdnému vývoji svých dílčích složek.

Cena pšenice v uplynulém měsíci stagnovala na dosažené vysoké úrovni (kde se naposled pohybovala v dubnu 2008). Jen mírný pokles se očekává s novou sklizní v příštím roce. Cena kukuřice rovněž stagnovala, ale na historických maximech, a pokles s novou sklizní by měl být výraznější, což platí i pro sóju. Cena rýže nevykazuje tak dramatický vývoj, když od roku 2011 sleduje z dlouhodobého pohledu jen mírně rostoucí trend, který by měl dále pokračovat. Opačný vývoj můžeme pozorovat u cukru, jehož cena vykazuje od roku 2011 silně klesající trend. U kávy a kakaa se již prudký propad zastavil. Ceny masa se stále pohybují poblíž historických maxim.

Naopak ceny bavlny i kaučuku stagnují po předchozích dramatických propadech a jen k mírnému poklesu došlo u cen průmyslových kovů, jejichž výhled zůstává vodorovný.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	08/12	06/13	12/13	06/14	12/14
Průmyslové kovy	142,2	144,8	144,6	144,5	146,4
Potravinářské komodity	238,6	229,5	216,2	215,2	211,3
Komoditní koš celkem	191,9	188,2	181,5	180,9	179,8

Poznámka: Graf zobrazuje cenové indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled na základě futures kontraktů.

[Uzávěrka dat: 13. srpna 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

ZMĚNY V PLATEBNÍ BILANCI ČESKÉ REPUBLIKY VYVOLANÉ SVĚTOVOU FINANČNÍ KRIZÍ¹

Světová finanční krize, která vznikla v USA v roce 2007 a Evropu výrazně ovlivňuje od roku 2008, zasáhla poměrně významně i Českou republiku. Stalo se tak i přes to, že zde vnější ani vnitřní nerovnováhy nebyly nadměrné. V první fázi krize Česká republika sice nemusela konsolidovat bankovní sektor ani veřejné finance, vzhledem k vysoké otevřenosti ekonomiky však byla zasažena nepřímo prostřednictvím několik různých kanálů (pokles exportu, výpadek přílivu přímých zahraničních investic, pokles úrokových výnosů z investic do zahraničních dluhových instrumentů, pokles příjmů veřejných rozpočtů). Některé dopady měly přitom dočasný charakter a Česká republika jimi byla ovlivněna krátce po propuknutí krize v Evropě (znatelný pokles exportu a zhoršení salda obchodní bilance), jiné vlivy byly patrné až s určitým zpožděním, některé přetrvávají do současnosti a budou patrné ještě několik let (výpadek investic, nízké úrokové výnosy z dluhových aktiv, nerovnováha veřejných rozpočtů). Vzhledem k vysoké otevřenosti české ekonomiky jsou jejich souhrnným vyjádřením změny v platební bilanci České republiky v průběhu posledních 5 let.

Úvod

Ve finanční krizi podobné té současné jsou její efekty nejrychleji viditelné v pohybech krátkodobého kapitálu. Kapitál pocházející zpravidla z rozvinutých zemí a investovaný v rozvíjejících se a dlouhodobě konvergujících zemích vnímá zvýšená rizika nejrychleji a většinou reaguje zastavením svého přílivu a poté stahováním se z ekonomik vnímaných – ať již z jakýchkoli důvodů – jako rizikové. K tomuto vývoji ve světě obecně došlo, Česká republika však významněji postižena nebyla. Již před vypuknutím krize byla Česká republika nízkoinflační ekonomikou², což umožňovalo centrální bance udržovat úrokové sazby poblíž sazeb ECB, resp. pod jejich hodnotou. V České republice tak fakticky nepůsobil spekulativní krátkodobý kapitál motivovaný kladným úrokovým diferencíalem, jak tomu bylo v některých zemích středoevropského regionu. Vzhledem k tomu, že měnová politika nedoznala ohledně úrokového diferenciálu vůči euru v následujících čtyřech letech výraznější změny, nenastal ani významný pohyb tohoto druhu kapitálu. Druhým obecně fungujícím krizovým faktorem je výrazné omezení investiční aktivity vč. přeshraniční, vyjádřené v platební bilanci saldem přímých investic. Zde krize Českou republiku naplno zasáhla, zejména v letech 2008 a 2009. Také poslední typický průvodní krizový jev – pokles zahraničního obchodu – zasáhl Českou republiku zvláště v počáteční fázi znatelně. Zmíněným, ale i dalším specifickým vlivům krize na ekonomický vývoj v České republice budou věnovány následující pasáže.

1. Výkonová bilance

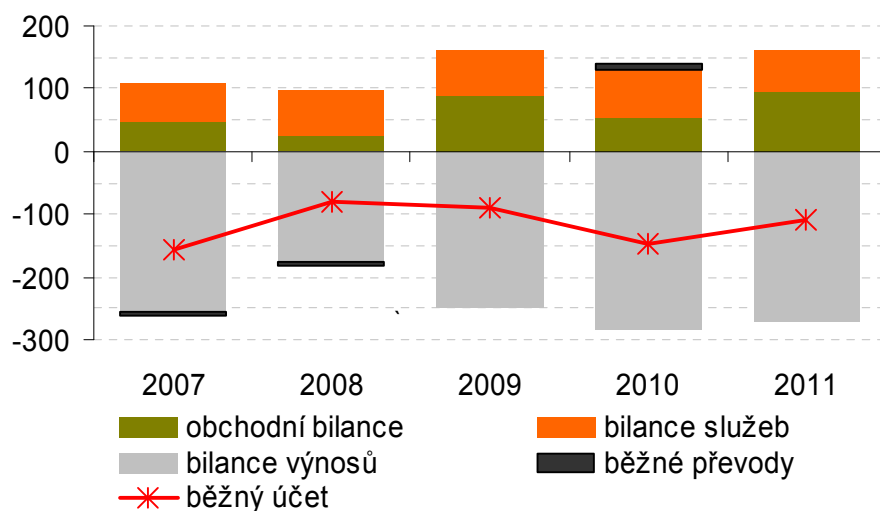
Českou, velmi exportně orientovanou, ekonomiku (export činí cca 75 % HDP) zasáhl prudký pokles zahraniční poptávky ve 4. čtvrtletí 2008. Ten vedl k meziročnímu poklesu českého vývozu zboží o cca 15 %. Na pokles zahraniční poptávky zareagovaly tuzemské subjekty se zpožděním, což vedlo k výraznému zhoršení salda obchodní bilance ve zmiňovaném čtvrtletí o téměř 20 mld. Kč. Ve srovnání s obchodem se zbožím byly

¹ Autorem je Vladimír Žďárský (Vladimír.Zdarsky@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² částečně vlivem dlouhodobého posilování kurzu

výpadky ve službách mnohem mírnější. Přibližně 9% výpadek příjmů byl patrný v dopravě, spojený s výše zmíněným poklesem zahraničního obchodu se zbožím. V oblasti cestovního ruchu došlo k cca 5% poklesu příjmů. Meziročně se však saldo bilance služeb ve 4. čtvrtletí 2008 mírně zlepšilo a dokonce mírně rostly i příjmy z ostatních služeb. Výpadek zahraniční poptávky pak byl patrný ještě v následujícím roce 2009. Vývozy meziročně klesly o téměř 12 %, saldo obchodní bilance se však meziročně zlepšilo a dokonce dosáhlo historicky nejvyšší hodnoty 87,3 mld. Kč vlivem poklesu domácí poptávky a snížení cen surovin na světových trzích. V bilanci služeb nebyly patrné výraznější změny, pouze v dopravě byl patrný vliv zpomalení obchodní výměny.

Obrázek VII-1: Vývoj běžného účtu České republiky od počátku světové finanční krize



Zdroj: výpočet ČNB

Silné fiskální impulsy podpořily v roce 2010 obnovení hospodářského růstu v EU a vedly také k rychlému zvýšení obrátů v rámci obchodní výměny České republiky na předkrizovou úroveň. Saldo obchodní bilance se však zhoršilo především vlivem opětovného obnovení růstu cen surovin na světových trzích. Oživení bylo patrné také ve službách, i když dynamika růstu jejich vývozu a dovozu byla ve srovnání se zbožím zhruba poloviční a hodnota celkového salda bilance služeb se prakticky nezměnila.

Doznívající vliv fiskálních stimulů pomáhal udržovat hospodářský růst v EU i v roce 2011. Naopak domácí poptávku v České republice již ovlivnila snaha vlády o postupné obnovování fiskální rovnováhy. Také soukromá spotřeba domácností odrážela zvýšenou opatrnost spotřebitelů, ovlivněnou jednak rostoucími vnějšími riziky spojenými s budoucím vývojem v Evropě a jednak velmi opatrnou mzdovou politikou soukromého i veřejného sektoru. Kromě toho se některým strojírenským oborům dařilo dosahovat růstu vývozu i při klesající poptávce v EU na úkor zahraniční konkurence. Jednalo se především o výrobu silničních vozidel a příslušenství k nim, stroje všeobecně užívané v průmyslu, zařízení pro telekomunikace a elektrická zařízení, přístroje a spotřebiče. Výraznější zhoršení konkurenceschopnosti bylo naopak patrné jen v některých oborech zemědělské výroby (zejména výroby masa). V důsledku toho se v roce 2011 výrazně zvýšil přebytek obchodní bilance na historicky nejvyšší úroveň 94 mld. Kč (oproti roku 2007 se přebytek obchodní bilance zdvojnásobil, viz obrázek VII-1). Přitom ceny surovin na světových trzích, jichž je Česká republika velkým čistým dovozcem, byly v roce 2011 výše než v roce 2007.

Naopak ve službách se saldo bilance od počátku světové finanční krize změnilo jen nevýznamně (vzrostlo cca o 7 mld. Kč, ale loni se zhoršilo o cca 10 mld. Kč). V bilanci služeb byla totiž patrná řada dílčích, protisměrně působících změn. Oproti předkrizovému období bylo patrné zlepšení salda dílčích bilancí vlivem růstu příjmů zejména u obchodních služeb, služeb v oblasti výpočetní techniky a v menší míře u stavebních a montážních prací. Ke zlepšení salda snížením výdajů došlo u finančních služeb. Naopak poměrně výrazné zhoršení salda bylo patrné v oblasti spojů, pošty a telekomunikací, turistiky a reklamy (výpadek příjmů a růst výdajů), méně výrazné zhoršení bylo u dopravy, kde růst výdajů vykazoval výrazně vyšší dynamiku než růst příjmů. Celkově se dá říci, že z pohledu vnější konkurenceschopnosti tuzemských subjektů Česká republika finanční krizí zatím výrazněji neutrpěla. K udržení českých exportních pozic na světových (evropských) trzích přispěl i kurzový vývoj, když během krize koruna zastavila svůj dosavadní, téměř deset let trvající, posilující trend.

2. Bilance výnosů

Výrazné zlepšení salda výkonové bilance od počátku světové finanční krize přibližně o 50 % na poměrně vysokých 160 mld. Kč (cca 4,2 % HDP) bylo ovšem částečně eliminováno zhoršením bilance výnosů. Ta je dlouhodobě vysoce záporná s tendencí k dalšímu prohlubování schodku. Před finanční krizí byl hlavním faktorem zhoršování bilance výnosů růst zisku nerezidentů z přímých investic. Na počátku krize se záporné saldo krátkodobě snížilo vlivem poklesu tohoto zisku. Již v roce 2009 se však prakticky vrátilo na předkrizovou úroveň a v následujících dvou letech se pohybovalo mírně nad poslední předkrizovou hodnotou. Hlavním faktorem zvýšení záporného salda na rekordní úroveň ovšem nebyl „tradiční“ růst zisku nerezidentů z přímých zahraničních investic, ale především prudký pokles příjmů spojený v rozhodující míře s poklesem úrokových výnosů. Ten souvisel zejména s výrazným poklesem úrokových sazeb v rozvinutých zemích v reakci na rozšíření finanční krize a vedl k rozsáhlému propadu příjmů v roce 2009. V menší míře přispělo k poklesu příjmů zároveň snížení držby zahraničních dluhových instrumentů rezidenty. Na celkovém poklesu příjmů proti předkrizové úrovni (přibližně o 60 mld. Kč ročně na současných necelých 100 mld. Kč) se výpadek úrokových výnosů podílel téměř 70 %. Objemově méně významné výpadky příjmů představovaly dividendy z portfoliových investic, výnosy z práce rezidentů v zahraničí a zisky rezidentů z přímých investic.

Na straně nákladů v rámci bilance výnosů nebyl propad v procentním vyjádření zdaleka tak výrazný, i když v absolutním vyjádření se v roce 2008 jednalo o pokles o přibližně stejnou částku. V následujícím roce se však pokles zastavil a v dalších dvou letech stabilizoval cca 30-40 mld. Kč pod předkrizovou úroveň. Struktura výpadku však byla oproti příjmové straně výrazně odlišná, což bylo dáno výrazně odlišnou strukturou aktiv nerezidentů v České republice (dominantně přímé investice) než rezidentů v zahraničí (převážně držba dluhových instrumentů). Nejvýznamnější změnou tak byl pokles hodnoty reinvestovaných zisků v České republice, který překročil 50 mld. Kč³. Druhou podstatně méně významnou změnou bylo snížení úrokových výnosů nerezidentů, které však představovalo jen cca 15 mld. Kč.⁴ Naopak dividendy vyplacené do zahraničí jsou v současnosti o více než 20 mld. Kč nad předkrizovými hodnotami. Skutečný negativní dopad změn v bilanci výnosů způsobených finanční krizí je tak pro českou ekonomiku mnohem vyšší než ukazuje mírné souhrnné zhoršení salda bilance výnosů proti

³ To je přitom jediná dílčí položka bilance výnosů, jejíž růst na straně nákladů je pro českou ekonomiku jednoznačně pozitivní.

⁴ Pokles by byl výraznější, ale v průběhu krize poměrně výrazně vzrostlo zejména zadlužení vlády vůči zahraničí.

předkrizové úrovni. Před krizí se zisky nerezidentů dělily přibližně v poměru 1:1 mezi dividendy a reinvestice v České republice nyní se tento poměr pohybuje přibližně 2:1 ve prospěch dividend.

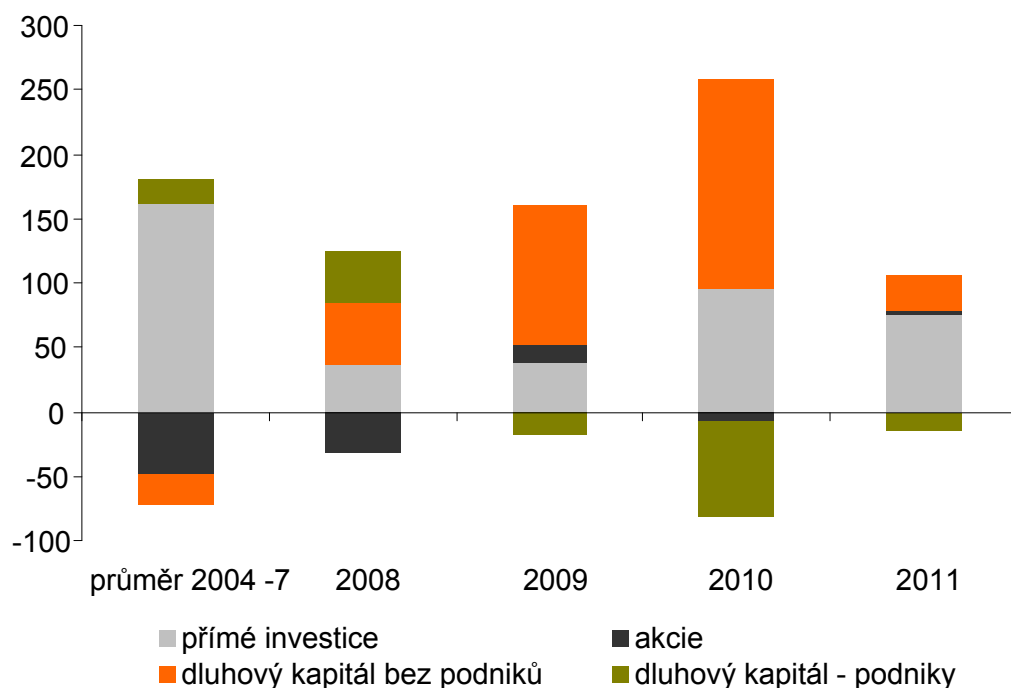
Běžné převody nepředstavují pro Českou republiku významnější položku v oblasti vnějších vztahů. U jejich vývoje bylo patrné velmi mírné zlepšení celkového salda oproti předkrizové úrovni spojené výhradně s vyšším čistým čerpáním zdrojů z EU vládním sektorem. Zlepšení salda běžných převodů však zmírňoval trend růstu hodnoty převodů pracovních příjmů do zahraničí.

Oproti předkrizové úrovni se deficit běžného účtu snížil přibližně o 1/3 a nyní se pohybuje mírně pod 3 % HDP. Rozhodujícím faktorem poklesu deficitu bylo zlepšení obchodní bilance. Dosavadní údaje potvrzují velmi dobrou konkurenceschopnost firem působících v České republice, která několikaletou finanční krizí nebyla zatím výrazněji poškozena. Na druhé straně z detailní statistiky o nejvýznamnějších vývozcích a vývoji bilance výnosů je patrné, že výkonnost české ekonomiky určují především firmy ve vlastnictví nerezidentů. Ty nyní již výrazně nadpoloviční část svých zisků transferují do zahraničí. Hodnota reinvestic se od počátku krize výrazně snížila, což může v dlouhodobém horizontu negativně ovlivnit konkurenceschopnost české ekonomiky, zejména ve srovnání s neevropskými zeměmi, kde omezení investic není zdaleka tak patrné jako v Evropě.

3. Financování běžného účtu

Výrazné změny vyvolal nástup světové finanční krize i u způsobu financování deficitu běžného účtu. V posledním desetiletí (do roku 2007) byl dominantní a v některých letech dokonce výhradní formou financování deficitu běžného účtu příliv přímých zahraničních investic. S nástupem krize a výrazným poklesem jejich přílivu se financování změnilo na vícezdrojové.

Od roku 2007, tj. od počátku vzniku současné finanční krize, vzrostl význam, do té doby zanedbatelného, kapitálového účtu. Vrchol nastal v roce 2009, kdy byl na kapitálovém účtu vytvořen přebytek přesahující 50 mld. Kč. Poté však začal poměrně rychlý pokles na cca 15 mld. Kč v roce 2011. Vzrůst i pokles významu kapitálového účtu je spojen se dvěma položkami. Hospodářská konjunktura nejprve vedla k růstu zájmu o emisní povolenky, jichž měla a má Česká republika a její firmy – vlivem strukturálních změn po revoluci v roce 1989 – poměrně velký přebytek. To způsobilo nejprve výrazný růst příjmů. Negativní dopad světové finanční krize na hospodářský vývoj rozvinutých zemí však vedl ke snížení potřeb nákupu, následnému poklesu cen a faktickému zhroucení trhu s emisními povolenkami v loňském roce. Druhou významnou položkou, jejíž velké změny ovlivňovaly poměrně významně změny salda kapitálového účtu, bylo čerpání zdrojů z evropských fondů. Po období váhavého čerpání v prvních letech po vstupu do EU se v letech 2007 až 2010 čerpání zdrojů z fondů EU ze strany České republiky postupně zvyšovalo; v roce 2011 však došlo k poměrně výraznému poklesu, který byl spojen především s administrativními problémy při čerpání evropských fondů a odmítáním EU proplácet řadu projektů.

Obrázek VII-2: Změny ve způsobu financování deficitu běžného účtu

Zdroj: výpočet ČNB

Masivní příliv zahraničních přímých investic, který byl rozhodujícím faktorem stojícím za obnovením vnější konkurenceschopnosti České republiky v roce 2008, významně poklesl (obrázek VII-2). Jen část tohoto poklesu však byla spojena s nastupující krizí, část souvisela s „nasyceností“ České republiky určitým typem investic, nedostatkem pracovní síly a omezením investičních pobídek pro většinu investic. Vzhledem k tomu, že investice v jednotlivých letech poměrně kolísají, je vhodnější porovnávat spíše průměry za několik let kumulovaně. V tomto případě je porovnáván vývoj ve čtyřech „krizových“ letech s průměrem za čtyři poslední předkrizové roky, přičemž statistické údaje byly očištěny o poměrně rozsáhlé „předkrizové“ prodeje státního majetku. Celkový průměrný příliv přímých investic (bez prodeje majetku státem) se snížil v průběhu krize o cca 40 % (na necelých 100 mld. Kč). Jestliže však očistíme hodnoty přímých investic o reinvestované zisky vytvářené v ČR a soustředíme se jen na příliv nového kapitálu ze zahraničí, činí tento pokles přílivu již cca 60 % na průměrných 26 mld. Kč. Navíc se výrazně změnila jeho struktura, zejména se zastavil příliv kapitálu ze zahraničí do zpracovatelského průmyslu, který je z hlediska budoucí konkurenceschopnosti České republiky nejdůležitějším sektorem.⁵ Na straně odlivu kapitálu byl od roku 2009 také patrný pokles, který byl v procentním vyjádření obdobného rozsahu jako na straně přílivu, ve finančním vyjádření se však jednalo pouze o cca 10 až 12 mld. Kč.

Rozhodující úlohu při financování deficitu běžného účtu tak po přímých investicích převzaly investice portfoliové (v letech 2009 a 2010). Mezi nimi hrály dominantní roli vládní dluhopisy. Prudké zhoršení fiskální rovnováhy České republiky spojené také s nástupem finanční krize a obavy vlády z růstu úrokových nákladů na domácím trhu, vedly ministerstvo financí k rozhodnutí financovat fiskální deficit ze značné části na zahraničních trzích. V průběhu let 2009 a 2010 se tak držba vládního dluhu v rukou nerezidentů téměř zdvojnásobila (na cca 460 mld. Kč). V menší míře přispělo

⁵ V roce 2011 byly patrné jisté náznaky oživení přílivu.

k financování deficitu i snížení držby zahraničních dluhových aktiv rezidenty, a to především v roce 2009. Oproti tomu změny v držbě majetkových cenných papírů hrály daleko menší roli. Na tuzemském akciovém trhu byl patrný mírný pokles držby akcií nerezidenty od roku 2007, v roce 2008 došlo k jednorázovému krátkodobému poklesu držby tuzemských akcií nerezidenty o dalších cca 20 mld. Kč. Pokles držby akcií v obdobném rozsahu byl patrný i u rezidentů, avšak až v následujícím roce.⁶

Poslední významnější změnou v platební bilanci spojenou s nástupem krize je evidentní výrazné snížení čisté zahraniční zadluženosti podnikatelského sektoru vůči zahraničí. Rozhodujícím faktorem je ovšem nárůst krátkodobých aktiv, který je spojen jednak obchodními úvěry (nárůst průměrné úvěrovosti vývozu spojený buď s expanzí strojírenského vývozu, který je úvěrově náročnější, nebo se zhoršením platební morálky během finanční krize) a jednak se vznikem podnikových bank velkých mezinárodních koncernů (z důvodu snížení jejich finančních nákladů). Tuto poměrně významnou změnu nelze tedy na základě dostupných informací jednoznačně hodnotit ani pozitivně ani negativně z hlediska dopadu na Českou republiku.

Celkově lze změny v oblasti finančních toků spojené s finanční krizí, která v eurozóně přešla v krizi dluhovou, shrnout následujícím způsobem. V oblasti přímých investic došlo k obvyklé reakci podnikatelského sektoru (tuzemského i zahraničního) v krizovém období, tj. výraznému omezení investic, což mělo poměrně velký negativní dopad na českou ekonomiku. V oblasti finančních investic představovalo nejvýznamnější změnu výrazné zvýšení zahraniční zadluženosti vlády. Přestože zadlužení nedosahuje zdaleka kritických hodnot, je jeho faktické zdvojnásobení v průběhu pouhých dvou let pro českou ekonomiku hodné zřetele. Zvýšení úvěrového zatížení vlády vůči zahraničí v letech 2009 a 2010 vede, prostřednictvím vyššího úrokového zatížení, k prohloubení deficitu bilance výnosů.

Z hlediska mezinárodního srovnání lze obdobný vývoj jako v České republice pozorovat i na Slovensku, kde však patrné příliv zahraničních investic začal s určitým zpožděním. Jeho dopady jsou vzhledem k velikosti ekonomiky ještě intenzivnější než u nás. V důsledku toho přešla obchodní bilance z deficitu do přebytku až v průběhu krize. Pozitivní vliv zlepšení obchodní bilance na slovenskou ekonomiku je podobně jako v České republice z velké části eliminován transferem vytvořených zdrojů do zahraničí.⁷ Pokles čistého přílivu přímých investic je opticky ještě výraznější než v ČR. Jedná se však o rozdíl koncentrovaný v oblasti reinvestovaných (přesněji nerozdělených) zisků. Ty mohou být do zahraničí transferovány i později, a proto z uvedeného rozdílu nelze činit významnější závěry. Určité podobné rysy lze pozorovat i na vývoji platební bilance v Maďarsku, ale tam významně působily na změny v bilanci i domácí faktory (zejména potřeba snížení zadlužení prakticky na všech úrovních).

⁶ Tj. odchod z trhu realizovali rezidenti na rozdíl od nerezidentů patrně až po výrazném poklesu cen

⁷ Navíc je třeba vzít v úvahu, že slovenské údaje, na rozdíl od českých, zatím nejsou očišťovány o hodnotu brandingů, tj. prostředků, které si ponechávají přímo zahraniční matky (za hodnotu značky).

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BR	Brazílie
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína
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
ES	Španělsko
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
GR	Řecko
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
ICE	Intercontinental Exchange
IE	Irsko
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IN	Indie
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
IT	Itálie
JP	Japonsko
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
PT	Portugalsko
RU	Rusko
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

2012

	č. GEVU
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2012-7
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8

2011

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

	č. GEVU
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12