

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2013

Obsah	1
I. Shrnutí	2
II. Předpovědi HDP a inflace	3
II.1 Výhled HDP vyspělých zemí	3
II.2 Výhled HDP zemí skupiny BRIC	4
II.3 Výhled inflace ve vyspělých zemích	5
II.4 Výhled inflace zemí skupiny BRIC	6
III. Předstihové ukazatele	7
IV. Výhled úrokových sazeb a kurzů	8
IV.1 Výhled úrokových sazeb v eurozóně a v USA	8
IV.2 Výhled kurzů vybraných měn	8
V. Vývoj na komoditních trzích	10
V.1 Ropa a zemní plyn	10
V.2 Ostatní komodity	11
VI. Zaostřeno na...	12
Financionalizace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures	12
A. Přílohy	22
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013	22
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013	22
A3. Použité zkratky	22
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU	23

TÝM ZPRACOVATELŮ



Luboš Komárek
Garant
Shrnutí,
Lubos.Komarek@
cnb.cz



Oxana Babecká
Editorka
Kap. II.1 a II.3
Předpovědi HDP a
inflace
Oxana.Babecka-
Kucharcukova@
cnb.cz



Tomáš Adam
Kap. V.1 a V.2 Vývoj
na komoditních
trzích
Tomas.Adam@
cnb.cz



Filip Novotný
Kap. II.2 a II.4
Předpovědi HDP a
inflace
Filip.Novotny@
cnb.cz



Milan Klíma
Kap. III. Předstihové
ukazatele
Milan.Klima@cnb.cz



Soňa Benecká
Kap. IV.1 a IV.2
Výhled úrokových
sazeb a měnových
kurzů



Martin Motl
Zaostřeno na...
Martin.Motl@
cnb.cz

Prosincové vydání Globálního ekonomického výhledu (GEV) přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných rozvinutých a rozvíjejících se ekonomikách se zaměřením na hlavní hospodářské veličiny, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost tematicky dále zaostřena na fenomén „financionalizace komodit“. Cílem této analýzy je vyhodnocení hypotézy rostoucího vlivu finančních institucí na komoditní trhy a z toho vyplývajících rizik např. v podobě manipulace s cenami komodit.

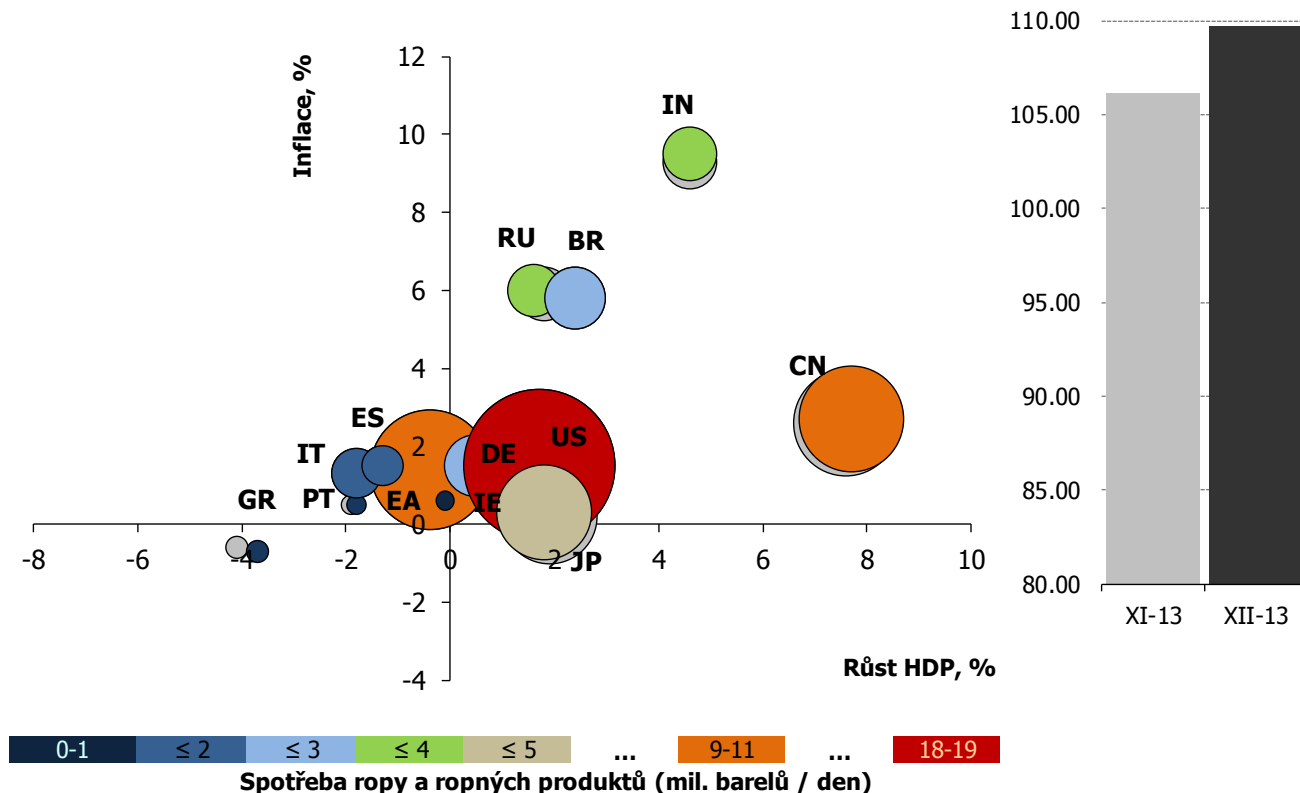
Výhledy světové ekonomiky ukazují, že rok 2013 by měl být nahrazen „úspěšnějším“ rokem 2014. To platí zejména pro Evropu, kde by se eurozóna měla dostat z více než dvouleté recese. Jejím motorem by měla vzhledem ke své síle být ekonomika Německa, pro kterou se očekává výrazné zrychlení růstu HDP. Tyto pozitivní výhledy doplňuje obdobně slibná předpověď pro Spojené státy, jejichž ekonomika by mohla v roce 2014 vykázat až 3% růst. Růst japonské ekonomiky by měl v příštím roce mírně zpomalit, avšak i stávající výhled kolem 1,5 % je v kontextu posledních dvou dekád příjemným příslibem. Přes očekávané zvýšení ekonomické dynamiky v rozvinutých zemích by měly pokračovat desinflační trendy jak v eurozóně jako celku, tak i v Německu. Očekávaná inflace pro Spojené státy nepřevyšuje 2% úroveň.

Předpověď pro rozvíjející se země, které jsou zastoupeny v publikaci GEV zeměmi skupiny BRIC, rovněž ukazuje na zvýšení hospodářského růstu v roce 2014 doprovázené poklesem spotřebitelských cen. Pouze pro Čínu se předpokládá nepatrné zpomalení, růst ekonomiky by i přesto měl dosáhnout nejvyššího tempa v rámci skupiny zemí BRIC. Spotřebitelské ceny by měly v Číně v příštím roce mírně vzrůst.

Výhledy úrokových sazeb pro USA a eurozónu stále ukazují jen na pozvolný nárůst napříč jednotlivými splatnostmi v roce 2014, ke znatelnějšímu růstu by mělo dojít až v průběhu roku 2015. Americký dolar by v ročním horizontu měl posílit k euru a ostatním rezervním měnám, a rovněž mírně oproti ruské, indické a brazilské měně. Naopak mírné oslabení USD se v daném horizontu očekává vůči čínské měně. Výhledy dolarových cen ropy (přes jejich nedávný nárůst) i zemního plynu nadále zůstávají pozvolně klesající až do konce roku 2015. Výhledy potravinářských komodit jsou celkově stabilní, avšak odlišné pro jednotlivé složky. Ceny průmyslových kovů by v daném časovém horizontu měly pozvolna růst.

Výhled globálního ekonomického vývoje v roce 2013

Výhled cen ropy Brent v prosinci 2013



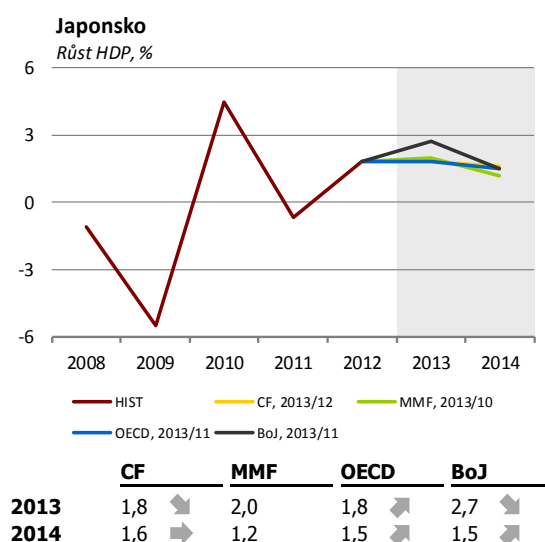
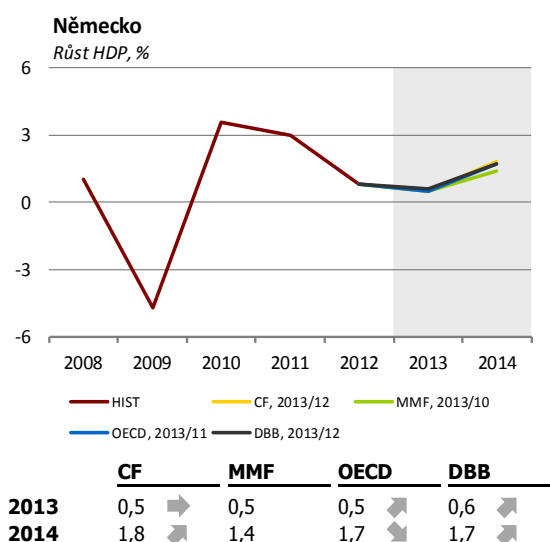
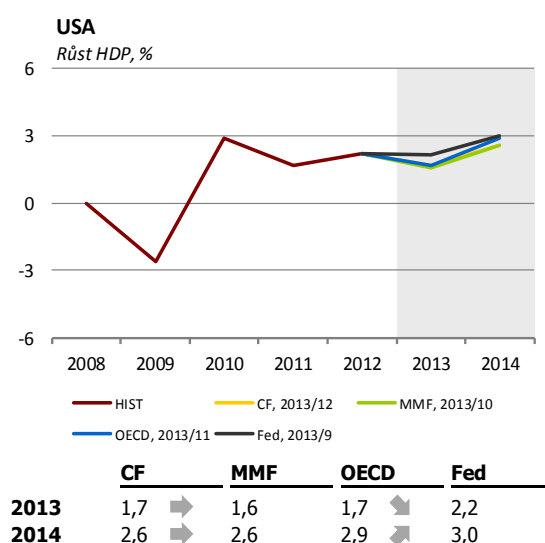
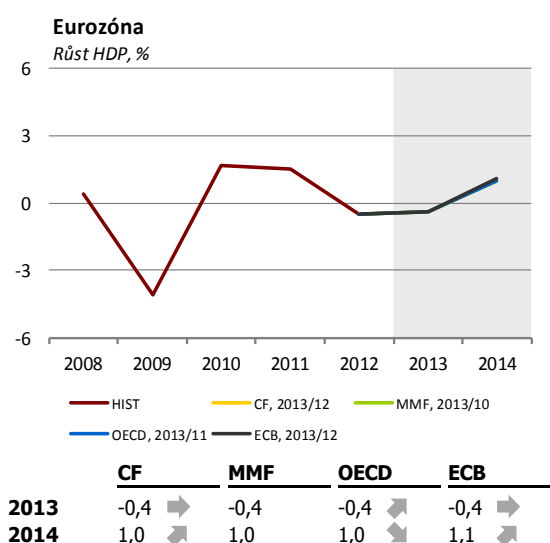
Velikost jednotlivých bodů znázorňuje velikost země / regionu podle nominálního HDP v amerických dolarech v roce 2011. Barva bodů je přiřazena podle velikosti spotřeby ropy a ropných produktů (mil. barelů / den) v roce 2012. Sedlá barva je předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce.

[Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

Zdroj: Bloomberg, Consensus Economics, IEA, výpočty ČNB.

II.1 Výhled HDP vyspělých zemí

Přestože nové výhledy pro ekonomiku eurozóny se shodují na poklesu o 0,4 % v letošním roce, jak listopadová předpověď OECD, tak prosincový výhled ECB přinášejí mírný optimizmus ohledně budoucího vývoje regionu. Podle názoru ECB k postupnému zotavení přispěje zlepšení domácí i vnější poptávky, ale rovněž uvolněná měnová politika a „forward guidance“ (tomuto tématu se budeme podrobněji věnovat v lednovém „Zaostřeno na ...“). Ekonomický růst měnové unie by rovněž mělo posílit pokračující zotavování finančního sektoru. Vysoká nezaměstnanost a neukončená korekce rozvah soukromého a veřejného sektoru budou naopak růst tlumit. V souhrnu zůstane v dvouletém horizontu růst HDP jen mírný. V roce 2014 se bude pohybovat na úrovni 1,0 – 1,1 % (CF, ECB, OECD). Příznivější předpověď má největší ekonomika eurozóny – Německo, kde by měl růst zrychlit z letošních 0,5 – 0,6 % na 1,7 – 1,8 % v příštím roce (CF, OECD a DBB). Kromě zvýšené vnější poptávky růst německé ekonomiky podpoří i domácí poptávka, která zůstává nejvýznamnějším tahounem růstu HDP, a nízká nezaměstnanost. Výhledy růstu USA a Japonska ponechal nový CF beze změny s výjimkou výhledu pro japonskou ekonomiku na letošní rok. Ten byl snížen o 0,1 p.b. kvůli horšímu než očekávanému růstu HDP ve 3. čtvrtletí. Směrem dolů o 0,5 p.b. byl revidován rovněž růst japonského HDP v roce 2012.



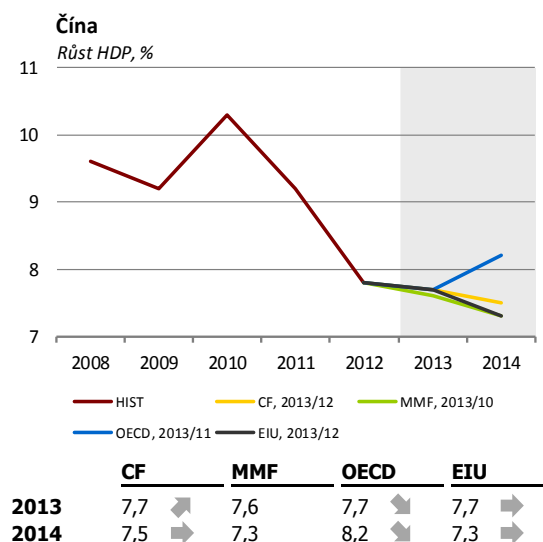
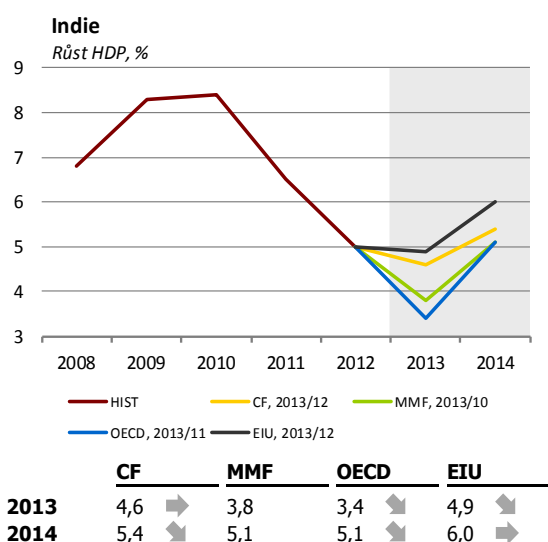
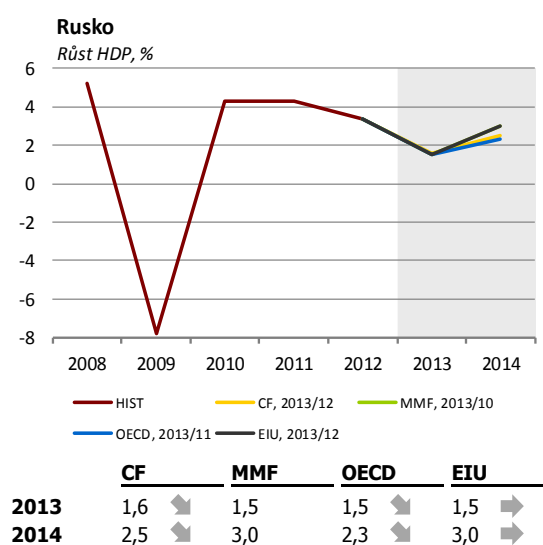
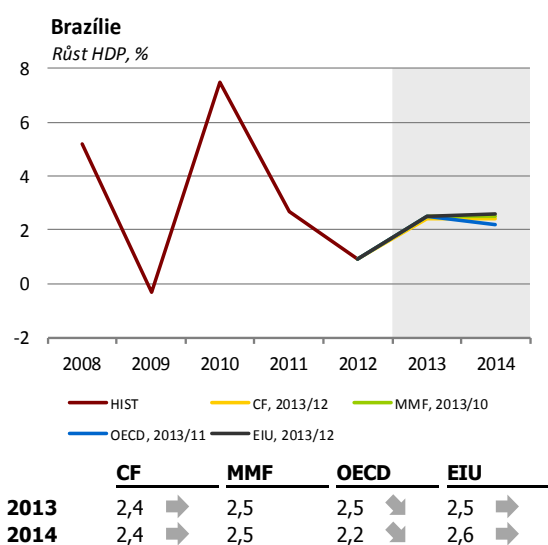
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. ECB a Fed: střed intervalu. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

[Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, ECB, Fed, DBB, BoJ, výpočty ČNB

II.2 Výhled HDP zemí skupiny BRIC

Na čele pomyslného žebříčku nejrychleji rostoucích ekonomik se stále drží Čína. Nicméně pro rok 2014 je očekáváno (s výjimkou OECD) mírné zpomalení její ekonomiky. Ostatní země skupiny BRIC by si naopak měly v příštím roce udržet letošní tempo růstu (Brazílie) nebo zrychlit (Rusko a Indie). Čína nedávno oznámila změny v sociální a hospodářské politice, které by měly významně ovlivnit její budoucí vývoj. Zejména chce více zapojit soukromý sektor a zahraniční konkurenci v odvětvích dosud kontrolovaných vládou. Současný pomalejší ekonomický růst, který nicméně převyšuje 7 %, je vnímán jako vyváženější a měl by více odrážet strukturu ekonomiky, ve které by měla větší roli hrát domácí spotřeba. Ruská ekonomika od začátku roku 2012 postupně zpomalovala a ve třetím čtvrtletí letošního roku stagnoval její meziroční růst na hodnotě 1,2 %. Mezi hlavní současné problémy ruské ekonomiky patří nízká podnikatelská důvěra a silný rubl. Brazílie od roku 2012 zažívá pouze slabý hospodářský růst a jeho vyhlídky jsou také nejisté, když ve třetím čtvrtletí 2013 brazilská ekonomika meziročně zpomalila na 2,2 %. Také Indie si od roku 2012 prošla relativně slabým hospodářským růstem. Určitým náznakem zlepšení jsou data za třetí čtvrtletí 2013, kdy indická ekonomika meziročně vzrostla o 5,6 %.



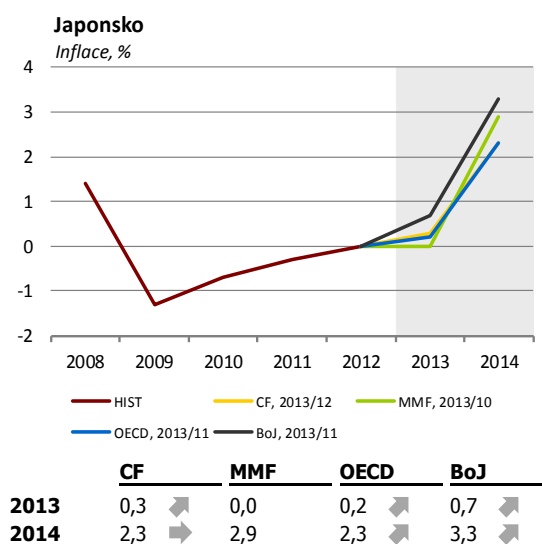
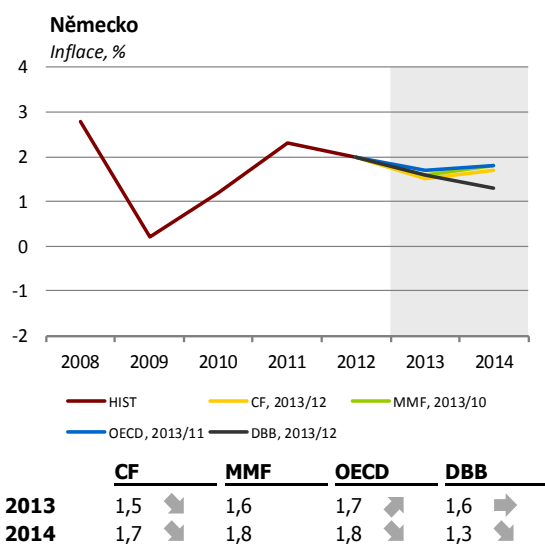
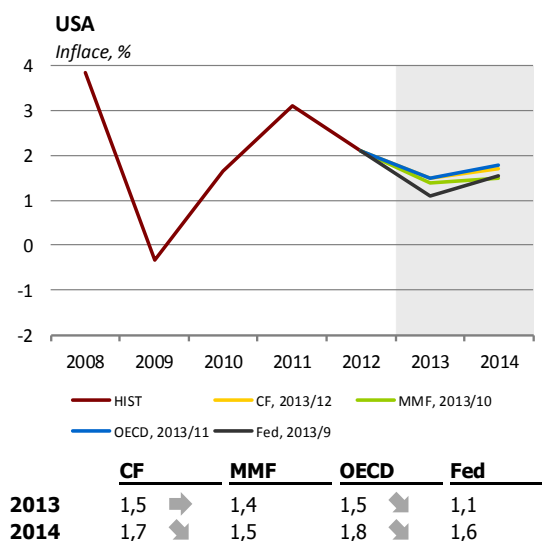
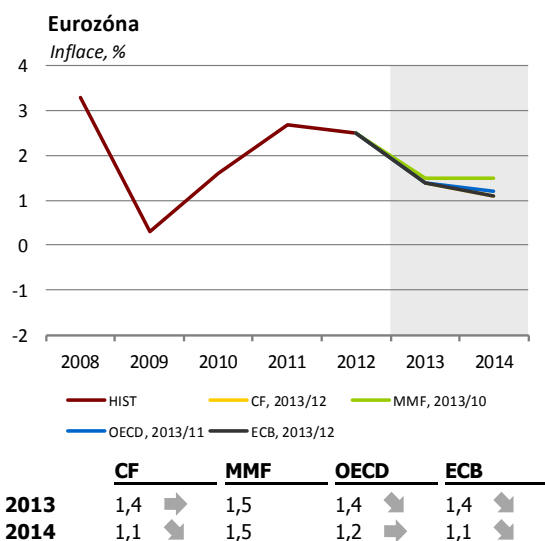
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

[Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, EIU, výpočty ČNB.

II.3 Výhled inflace ve vyspělých zemích

Cenové tlaky zůstávají ve sledovaném horizontu utlumené. Spotřebitelské ceny v eurozóně vykážou dle nových výhledů jen mírný růst, když inflaci tlumí především vývoj cen energetických komodit. Celkovou inflaci ovlivní i očekávaný pokles inflace cen potravin a minulé zhodnocení eura, ale i nízká úroveň ekonomické aktivity. Z letošních 1,4 % by se celková inflace měla snížit na 1,1 – 1,2 % v roce 2014 (CF, ECB a OECD). Růst spotřebitelských cen v Německu bude dle CF a OECD v roce 2014 oproti roku 2013 mírně vyšší. DBB očekává příští rok naopak zpomalení tempa růstu cen, když počítá se záporným příspěvkem energetické složky HICP k inflaci a očekává i pokles cen motorových paliv a topného oleje. Inflace ve Spojených státech letos zůstane na úrovni cca 1,5 % a příští rok se zvýší na 1,7 – 1,8 % (CF, OECD). Výhled růstu spotřebitelských cen v Japonsku byl přehodnocen ze strany CF a OECD směrem nahoru. Inflace by se měla odrazit od letošních hodnot blízkých nule a dosáhnout příští rok 2,3 %.



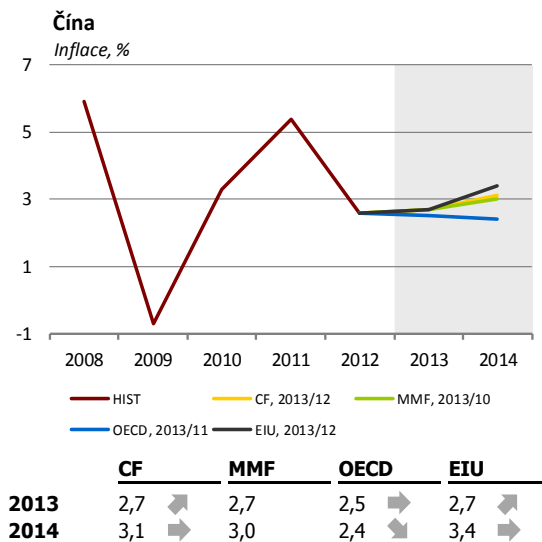
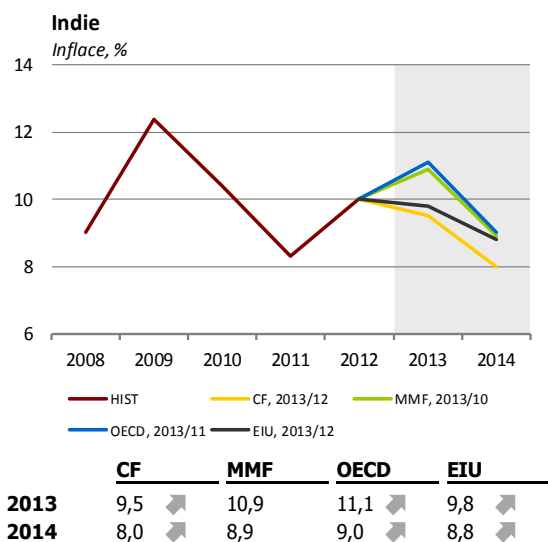
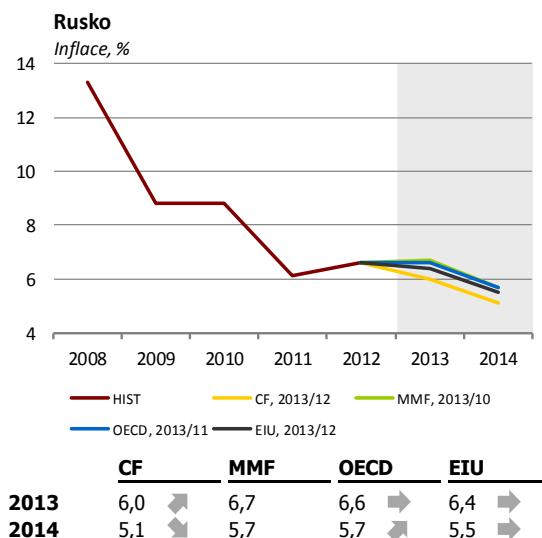
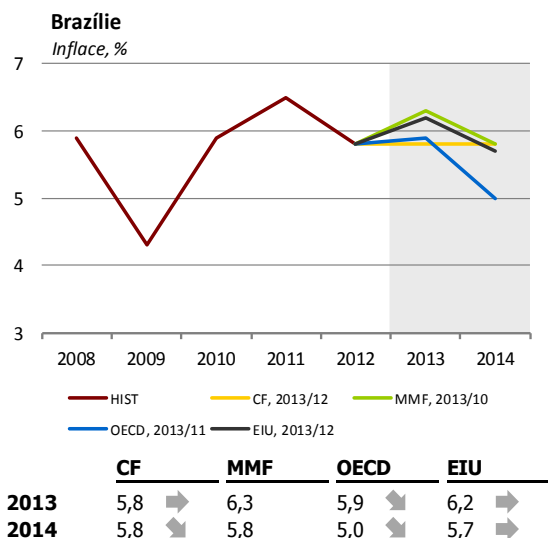
Poznámka; Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Není-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc v k datu uzávěrky. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok.

[Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, ECB, Fed, DBB, BoJ, výpočty ČNB.

II.4 Výhled inflace zemí skupiny BRIC

Ve většině zemí skupiny BRIC jsou očekávány v roce 2014 desinflační tlaky. Určitou výjimkou je Čína, kde je očekáván růst cen na současné úrovni okolo 3 %, příp. mírné zrychlení růstu v roce 2014. V listopadu zpomalila meziroční inflace na hodnotu 3 % kvůli nižším cenám potravin. Průměrná inflace za prvních 11 měsíců roku 2013 dosáhla 2,6 % a nachází se tak s přehledem pod vládním celoročním cílem 3,5 %. Na sedmiměsíční maximum se v říjnu díky vyšším cenám pohonných hmot a průmyslového zboží dostala meziroční inflace v Indii. Růst cen zde v letošním roce dosáhne přibližně 10 %, nicméně v roce 2014 by mělo dojít ke znatelnému zpomalení inflace. Brazílie v letošním roce výrazně utáhla svou měnovou politiku a zažívá zpomalování růstu cen, které by mělo přetrvávat i v roce 2014. Ceny v Rusku rostly stabilně o více než 6 % ročně, přičemž výhledy pro rok 2014 předpokládají pokles pod tuto úroveň.

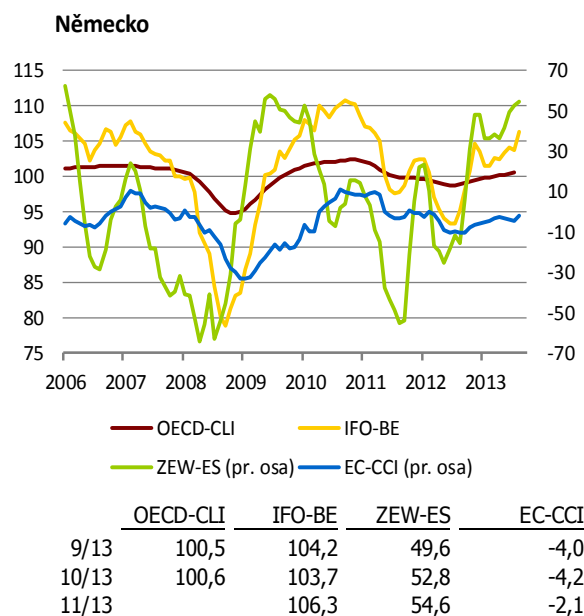
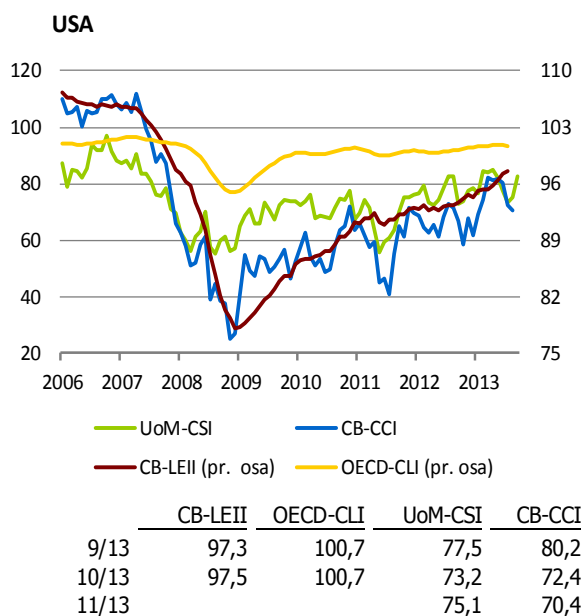
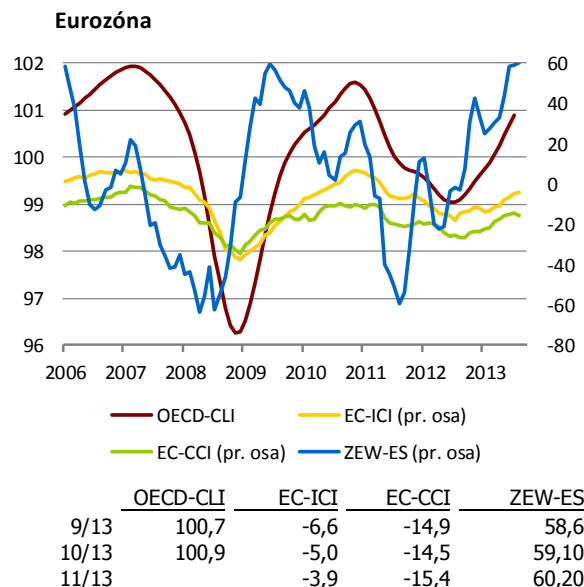
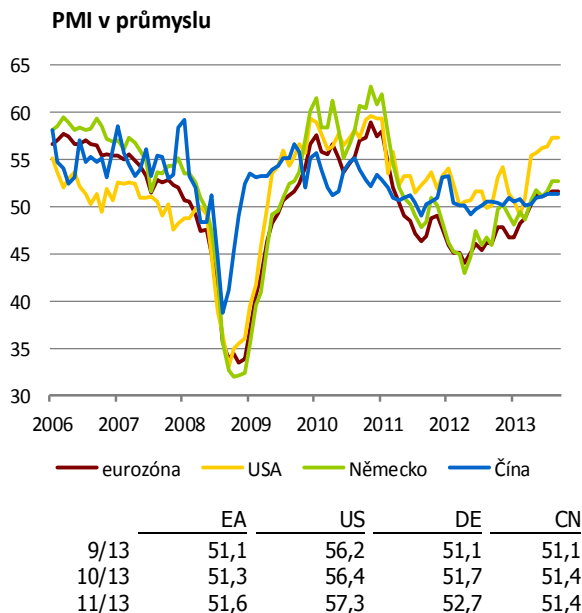


Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, rok/měsíc“ zveřejnění předpovědi. HIST jsou historické hodnoty. Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi. Nemí-li šipka uvedena, nová předpověď nebyla dostupná v minulém měsíci, ani tento měsíc k datu uzávěrky. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok.

[Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

Zdroj: CF, MMF, OECD, EIU, výpočty ČNB.

Vývoj námi sledovaných předstihových ukazatelů v listopadu ukazuje na mírné urychlení globálního ekonomického růstu v první polovině příštího roku. V tomto období můžeme očekávat pokračování trendů z druhé poloviny letošního roku. Tempo růstu HDP v USA bude pravděpodobně nadále výrazně vyšší než v eurozóně, kde jeho dynamiku bude i v příštím roce zpomalovat vývoj spotřebitelské poptávky domácností. Německo zůstane i v tomto období „tahounem“ evropské ekonomiky a rychlost jeho hospodářského růstu bude dále převyšovat evropský průměr. V Číně lze i v příštím roce očekávat relativně vysoké tempo ekonomického růstu, vývoj předstihových ukazatelů však nenaznačuje jeho urychlení.

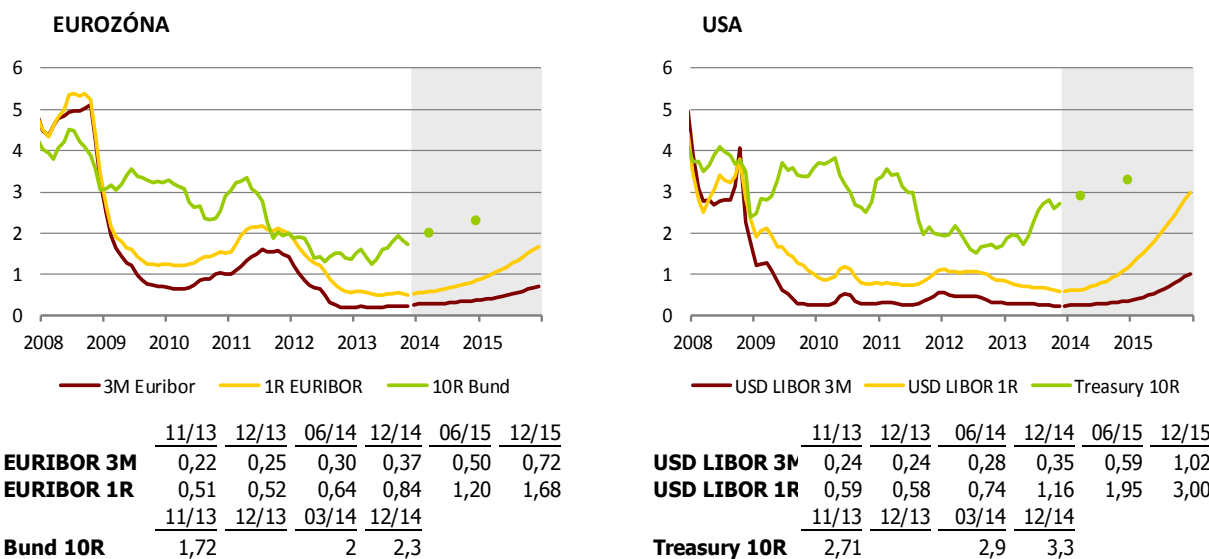


Poznámka: **PMI** = Purchasing Manager Index (50); **OECD-CLI** = OECD Composite Leading Indicator (100); **EC-ICI** = European Commission Industrial Confidence Indicator (0); **EC-CCI** = European Commission Consumer Confidence Indicator (0); **ZEW-ES** = ZEW Economic Sentiment (0); **CB-LEII** = Conference Board Leading Economic Indicator Index (2004 = 100); **UoM-CSI** = University of Michigan Consumer Sentiment Index (Dec 1966 = 100); **CB-CCI** = Conference Board Consumer Confidence Index (1985 = 100); **IFO-BE** = IFO Business Expectations (2005 = 100). Hodnoty v závorkách označují hranici indexu mezi očekávanou ekonomickou konjunkturou a poklesem, nebo obdobím, ke kterému byl index normalizován. [Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]
 Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO, ZEW, CB a University of Michigan.

IV.1 Výhled úrokových sazeb v eurozóně a v USA

Listopadové snížení základní sazby ze strany ECB přineslo dočasný pokles tržních sazeb. Následné komentáře ale naznačily, že další kroky nejsou zatím nutné. Ani prosincové zasedání Rady guvernérů změny nepřineslo. Naopak přebytečná likvidita poklesla pod 160 mld. EUR v posledním listopadovém týdnu a na začátku prosince začaly tržní sazby EURIBOR růst. Tříměsíční sazba se tak dostala na nejvyšší hodnotu za posledních 15 měsíců (0,26 %), ale nový výhled pro tuto splatnost na základě implikovaných sazeb zatím výrazně revidován nebyl. V případě jednoleté sazby je patrný posun v delším horizontu, takže do konce roku 2015 se 1R EURIBOR přiblíží 2% hranici. CF12 také posunul směrem nahoru výhled výnosů německých dlouhodobých státních dluhopisů, a to o 0,1 p.b. v obou horizontech.

Dolarové sazby LIBOR od poloviny listopadu stagnovaly, a to na úrovni 0,24 % v případě tříměsíční a 0,58 % v případě jednoleté splatnosti. Ani nová předpověď na základě tržních výhledů se nezměnila a nárůst 1R LIBORu bude výrazný až v roce 2015. O 0,1 p.b. CF12 zvýšil výhled výnosů dlouhodobých státních dluhopisů Treasury 10R a to opět v obou horizontech.



Poznámka: 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. [Uzávěrka dat: 9. prosince 2013]

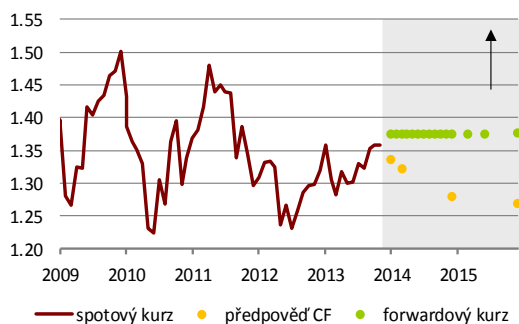
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, Consensus Forecasts, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled kurzů vybraných měn

Nově zveřejněné údaje o průmyslové produkci a zaměstnanosti v USA podporují optimismus ohledně oživení, což se projevilo v posunu očekávaného začátku omezení nákupů aktiv Fedem již na první čtvrtletí 2014. Tento optimismus je patrný i na výhledech CF12, které očekávají posilování dolaru vůči hlavním světovým měnám i měnám zemí BRIC (s výjimkou Číny). Naopak eurozóna čelí nebezpečí recese, na což ECB reagovala snížením sazeb, a na začátku listopadu euro vůči americkému dolaru výrazně oslabilo. Zmírnění tónu pak přineslo posílení eura, ale nový výhled očekává jeho oslabení v horizontu jednoho roku o téměř 7 %. Také Japonsko čelí zpomalení a dokonce je zmiňována možnost dalšího měnového stimulu. Podle nového CF by to mělo vést k dalšímu oslabování japonské měny a to ve větším rozsahu než v minulém měsíci. Britská libra od začátku listopadu posílila v důsledku příznivých zpráv z ekonomiky a nový výhled se posunul k mírně silnějším hodnotám libry vůči americkému dolaru. Výhled pro švýcarský frank změn nedoznal. Švýcarská centrální banka neuvažuje o ukončení kurzového stropu (na úrovni 1,2 CHF/EUR) a považuje tyto úvahy za předčasné.

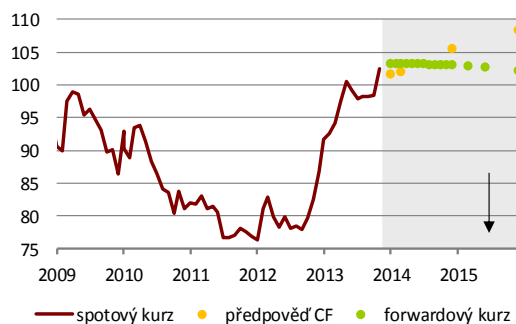
Vývoj v USA se podepsal na listopadovém oslabení brazilského realu a ruského rublu a také jejich výhledy se oproti minulému měsíci posunuly směrem ke slabším hodnotám. U obou ekonomik přetrvávají rizika spojená s ekonomickým zpomalením a inflací, která vedla dokonce brazilskou centrální banku k dalšímu zvýšení základní sazby. Indie čelí zpomalení v přílivu kapitálu, které vzbuzuje obavy ohledně financování vnějšího zadlužení země. Čína zveřejnila detaily reformu do roku 2020 – cílem je zrychlení konvertibility čínské měny a liberalizace úrokových sazeb. Ochota centrální banky omezit již nyní zásahy (ukončit intervence, rozšířit pásmo a postupně přejít na řízeně plovoucí režim) přinesla další posílení měny na novou historickou hodnotu. Centrální banka také vyjádřila nezájem dále zvyšovat devizové rezervy, ale nový výhled se posunul jen nepatrně směrem k silnějším hodnotám.

USD/EUR



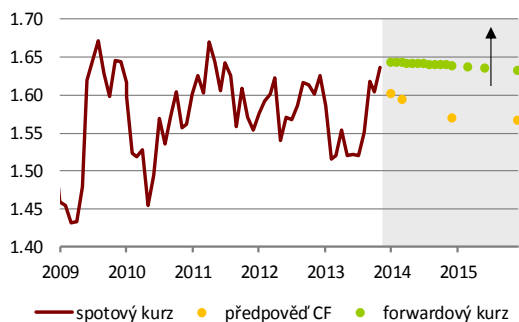
	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
spotový kurz	1,374				
předpověď CF		1,335	1,321	1,279	1,269
forwardový kurz		1,374	1,374	1,374	1,377

JPY/USD



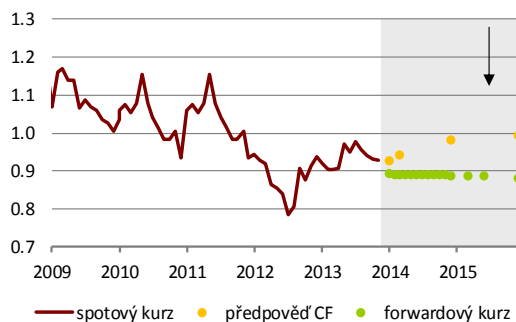
	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
spotový kurz	103,27				
předpověď CF		101,60	101,90	105,50	108,30
forwardový kurz		103,23	103,20	102,97	102,18

USD/GBP



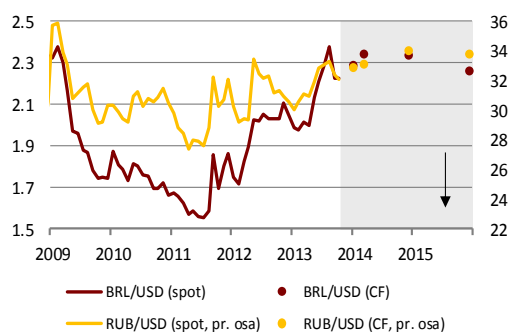
	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
spotový kurz	1,643				
předpověď CF		1,601	1,594	1,569	1,566
forwardový kurz		1,643	1,642	1,638	1,631

CHF/USD



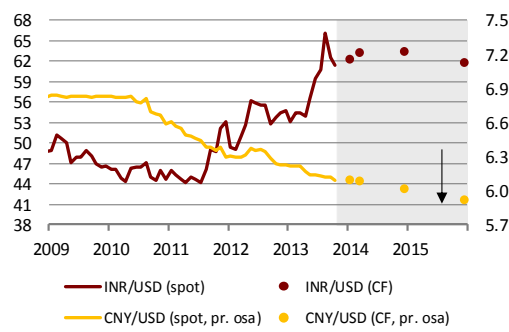
	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
spotový kurz	0,891				
předpověď CF		0,924	0,939	0,981	0,992
forwardový kurz		0,890	0,890	0,887	0,881

BRAZILSKÝ REAL, RUSKÝ RUBL



	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
BRL/USD (spot)	2,32				
BRL/USD (CF)		2,29	2,34	2,33	2,26
RUB/USD (spot)	32,73				
RUB/USD (CF)		32,81	33,08	33,95	33,73

INDICKÁ RUPIE, ČÍNSKÝ RENMINBI



	09/12/13	01/14	03/14	12/14	12/15
INR/USD (spot)	61,10				
INR/USD (CF)		62,21	63,21	63,40	61,75
CNY/USD (spot)	6,07				
CNY/USD (CF)		6,09	6,08	6,01	5,91

Poznámka: Směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. 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. [Uzávěrka dat: 9. prosince 2013]

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

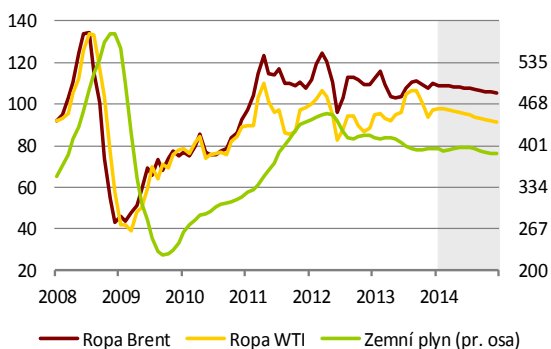
V.1 Ropa a zemní plyn

Na začátku listopadu cena ropy Brent klesla až pod 104 USD/b, poté ale začala růst kvůli vyšší poptávce a výpadkům v těžbě. Na konci měsíce se cena pohybovala nad 111 USD/barel a na podobných hodnotách se pohybovala i na začátku prosince, ve druhém prosincovém týdnu ale došlo k poklesu ceny. Cena ropy WTI v listopadu zaznamenala ještě větší pokles (na pětiměsíční minima) z důvodu vysokých dodávek ropy, což vedlo k rozšíření spreadu mezi oběma benchmarky až na šestiměsíční maxima (těsně pod 20 USD/barel). Spread se ale na začátku prosince opět zúžil, když cena WTI začala růst především díky solidním datům z americké ekonomiky, nižším zásobám a ohlášení lednového spuštění části ropovodu Keystone XL, které bude znamenat vyšší poptávku po ropě WTI ze strany rafinerií.

IEA revidovala ve své prosincové zprávě odhad růstu poptávky po ropě pro rok 2013 i 2014 směrem nahoru, především kvůli vyšší než očekávané poptávce po ropě ze zemí OECD (která ve druhém čtvrtletí po osmi poklesech poprvé vzrostla). Růst pro rok 2013 i 2014 by měl dosáhnout 1,2 mil. barelů za den. Naproti tomu OPEC ponechává svoji predikci růstu poptávky beze změny na 0,9 a 1,0 mil. barelů za den v tomto, resp. příštím roce. Dodávky ze zemí OPEC v listopadu podle IEA klesly čtvrtým měsícem v řadě, a to kvůli obnoveným výpadkům těžby z Libye, Nigérie a Kuvajtu. Tyto výpadky nedokázala vykompenzovat ani vyšší těžba v Íránu, Íráku a Angole. Představitelé zemí OPEC se navíc na začátku prosince dohodli, že pro první pololetí 2014 ponechají cíl produkce nezměněn na 30 mil. b/d. Ženevská dohoda mocností s Íránem měla na cenu ropy pouze omezený vliv, na jejím základě se totiž nedá očekávat rychlejší zrušení embarga na dovoz íránské ropy.

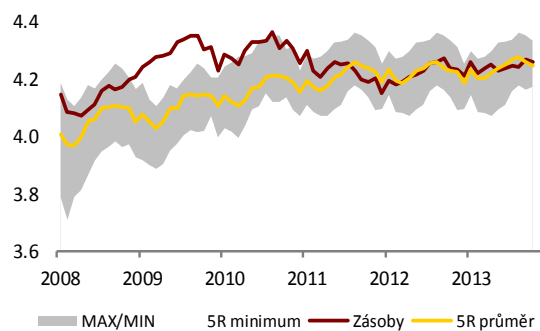
Výhled cen ropy je na základě futures kontraktů mírně klesající a na konci roku 2014 by se cena měla pohybovat těsně nad 105 USD/barel.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

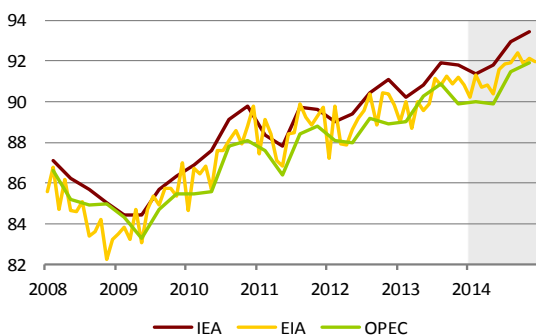


	Brent	WTI	Plyn
2013	-2,70 ↕	3,94 ↕	-6,45 ↕
2014	-1,10 ↕	-3,10 ↕	-2,54 ↕

CELKOVÉ ZÁSoby ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ V OECD

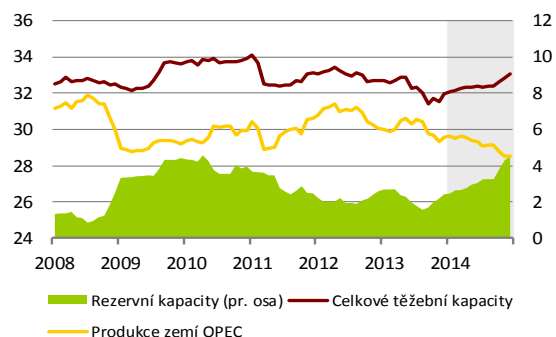


SVĚTOVÁ SPOTŘEBA ROPY A ROPNÝCH PRODUKTŮ



	IEA	EIA	OPEC
2013	1,33 ↕	1,25 ↕	1,67 ↕
2014	1,31 ↕	1,28 ↕	0,89 ↕

PRODUKCE, CELKOVÉ A REZERVNÍ KAPACITY ZEMÍ OPEC



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2013	-2,74 ↕	-2,36 ↕	3,09 ↕
2014	-2,87 ↕	0,58 ↕	47,70 ↕

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m³ (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD vč. průměru, maxima a minima za minulých pět let v mld. barelů. Světová spotřeba ropy a ropných produktů v mil. barelů/den. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC v mil. barelů/den (odhad EIA). [Uzávěrka dat: 12. prosince 2013]

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

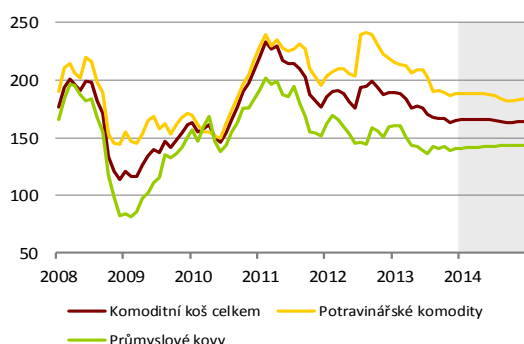
V.2 Ostatní komodity

Celkový index cen neenergetických surovin v listopadu, podobně jako v minulých měsících, nezaznamenal výraznější pohyby a pouze mírně poklesl. Tento pokles odráží vedle nižší dynamiky poptávky ze strany rozvíjejících se zemí také nižší motivaci držet komodity jako zajištění proti inflaci a také očekávání ohledně zpomalení uvolňování měnové politiky ve vyspělých zemích.

K poklesu přispěly obě složky indexu, přičemž pokles indexu cen kovů byl nejvýraznější. Z potravinářských komodit zaznamenala největší pokles cena pšenice, cukru a kávy. Výhled potravinářských komodit je na základě futures kontraktů mírně klesající.

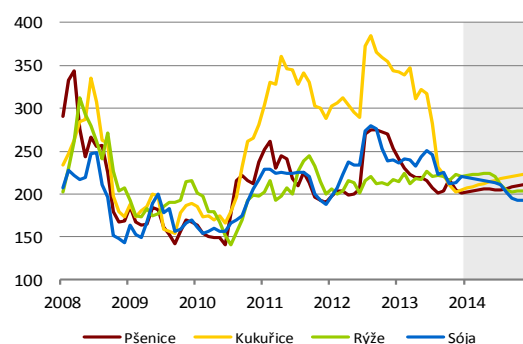
K poklesu indexu cen kovů přispěly všechny jeho složky (především nikl, hliník a měď) s výjimkou platiny, která zaznamenala pouze mírný nárůst. Výhled indexu kovů je ale mírně rostoucí a k růstu by měly přispět především ceny hliníku. Ceny technických plodin stagnovaly a jejich výhled je přibližně také stagnující.

INDEXY CEN NEENERGETICKÝCH KOMODIT



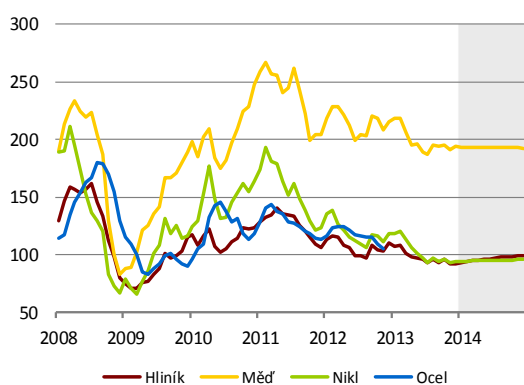
	Celkem	Potraviny	Kovy
2013	-7,9	-8,2	-7,0
2014	-5,3	-7,6	-1,7

POTRAVINÁŘSKÉ KOMODITY



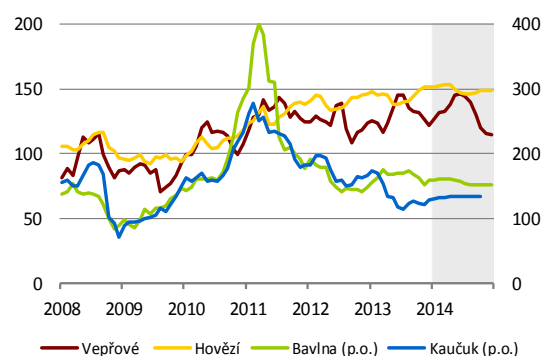
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2013	-8,6	-16,4	4,2	-3,8
2014	-4,1	-22,2	-2,7	-10,6

KOVY



	Hliník	Měď	Nikl
2013	-8,6	-7,7	-14,4
2014	-0,9	-2,7	-6,7

MASO, NEPOTRAVINÁŘSKÉ ZEMĚDĚLSKÉ KOMODITY



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2013	5,1	3,0	4,1	-21,3
2014	1,4	3,3	-5,6	

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky) [Uzávěrka dat: 12. prosince 2013].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

FINANCIALIZACE KOMODIT A STRUKTURA ÚČASTNÍKŮ NA TRZÍCH KOMODITNÍCH FUTURES ¹

Primárním důvodem vzniku trhů termínovaných komoditních kontraktů bylo poskytnout jednotlivým účastníkům (producentům/zpracovatelům) určité zajištění proti případným rizikům v podobě nepředvídatelných cenových výkyvů (např. vlivem nízké úrody v případě zemědělských komodit apod.). V posledních dekádách se však začalo obchodovat s komoditami stejně jako s mnoha ostatními finančními aktivy – měnami, dluhopisy, akciovými indexy, tj. nejen jako s prostředkem určeným k zajištění ceny produkce či odběru určité suroviny, ale také jako s investičním nástrojem s cílem dosažení potenciálního výnosu – financionalizace komodit. Rostoucí míra globalizace, příchod nových komunikačních technologií a růst inovací ve finančním sektoru spojený se zaváděním celé řady nových finančních nástrojů (derivátů) tento trend ještě znásobil. V souvislosti s tím také roste počet negativních ohlasů ze strany účastníků trhu, ekonomů i politiků, kteří za prudkým růstem cen komodit v posledních 10 letech vidí právě rostoucí počet finančních institucí a indexovaných fondů, které s komoditami také obchodují. Cílem tohoto článku je vyhodnocení hypotézy rostoucího vlivu finančních institucí na komoditní trhy a z toho vyplývajících rizik např. v podobě manipulace s cenami komodit.

1. Trhy komoditních futures

Zatímco v minulosti se s většinou komodit, zejména s obilím, obchodovalo pouze na spotovém trhu a ve fyzické podobě, postupně je nahradily především obchody s deriváty, jejichž podkladové aktivum tvoří právě fyzické komodity. Nejpoužívanější nástroj, prostřednictvím kterého se dnes komodity obchodují, se nazývá – futures.

Futures představují termínované kontrakty, které mají standardizovanou podobu a obchodují se na jednom centrálním místě – burze termínovaných kontraktů². Termínovaný komoditní kontrakt (futures) je smlouva o budoucím dodání nebo přijetí dodávky specifické kvality a množství komodity k určitému datu. Každý komoditní kontrakt má příslušné datum expirace (dodání) a dále obsahuje určité specifické náležitosti jako místo doručení, proteinový obsah, vlhkost obsahu, hmotnost, čistotu apod. Tyto specifikace existují u každé jednotlivé komodity. Uzavřený termínovaný obchod tak znamená závazek jedné strany (prodejce) na doručení zboží specifického množství a kvality druhé straně (kupci) k určitému datu.

Pod pojmem komodity se rozumí především suroviny. Oproti klasickým přírodním surovinám se do skupiny komodit řadí také futures na měny, dluhopisy, akciové indexy a úrokové sazby – „umělé“ komodity³. Přírodní komodity lze rozdělit do 5 hlavních sektorů (viz Příloha 1). V minulosti byly obchody s komoditními futures využívány výhradně k zajištění před cenovými výkyvy – zemědělec například uzavřel před sklizní kontrakt, jímž si chtěl zajistit, že v době sklizně zboží prodá za aktuální cenu na trhu. Naproti tomu kupující si takto zajistí předem předpokládané náklady spojené s cenou svého nákupu. V posledních letech však roste také podíl obchodů, které mají spíše

¹ Autorem příspěvku je Martin Motl (Martin.Motl@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou autora a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Největší společností na světě zajišťující obchodování s termínovanými kontrakty je CME Group sídlící v Chicagu, která vznikla během let 2007-2012 sloučením burz Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, New York Mercantile Exchange and Commodity Exchange a Kansas City Board of Trade.

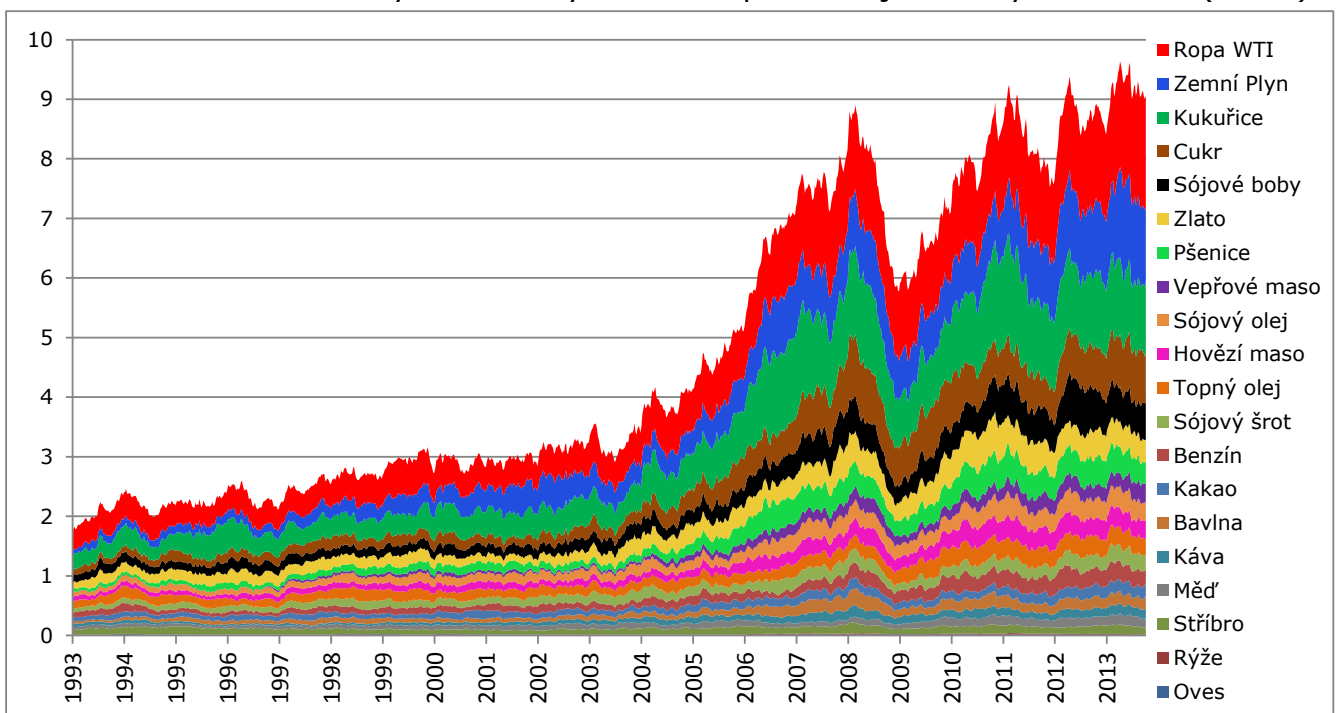
³ Pro účely rozlišení spekulativních motivů vstupu na komoditní trhy futures od klasických zajišťovacích motivů se proto analýza zaměřuje pouze na tzv. přírodní komodity.

spekulativní charakter, k čemuž přispívá příchod zejména velkých finančních institucí⁴ a dalších investorů na komoditní trhy.

2. Růst významu komodit jako investičního nástroje

Ještě v 90. letech obecně převažoval ze strany správců peněz negativní názor týkající se komodit. Komodity byly považovány za vysoce rizikové a příliš spekulativní, zejména ve srovnání s tak sofistikovanými investicemi jako jsou nemovitosti, akcie a dluhopisy. Během posledního desetiletí se však tento negativní pohled na komoditní trhy z pohledu správců peněz a investorů začal výrazně měnit. Tento jev lze pozorovat na obrázku VI-1, který znázorňuje vývoj počtu čistých otevřených obchodovaných pozic (tzv. open interest⁵) u jednotlivých komodit.

Obrázek VI-1: Počet čistých otevřených futures pozic dle jednotlivých komodit (v mil.)



Pozn.: Pořadí jednotlivých komodit odpovídá výši počtu otevřených pozic na začátku října 2013. V případě počtu otevřených futures pozic u kukuřice, pšenice a sóji došlo z důvodu změny metodiky výpočtu k přepočtu těchto dat od roku 1993 do konce roku 1997. Do srpna roku 2006 použita řada bezolovnatého benzínu (na pobřeží New Yorku), která byla následně nahrazena řadou benzínu RBOB.

Zdroj: U.S. Commodity Futures Trading Commission – CFTC, výpočet ČNB).

Od roku 1993 do roku 2003 se z pohledu zájmu účastníků na trhu s komoditami prakticky nic nedělo a bylo možné pozorovat pozvolný mírný nárůst počtu otevřených futures pozic přibližně o 85 % během 10 let. Počet čistých otevřených pozic ve vybraných trzích narostl od roku 1998 pouze o 20 %. Avšak v období od roku 2003 do

⁴ Některé finanční instituce také používají futures kontrakty ke svému zajištění, jedná se např. o penzijní fondy, pojišťovny a velké korporace držící různá investiční portfolia, které se mohou pojistit proti znehodnocení cenných papírů a obligací ve svém držení prodejem různých finančních či akciových indexových futures kontraktů. V těchto případech se ale jedná zejména o futures na „umělé“ komodity, jimiž se tento článek nezabývá.

⁵ Open interest vyjadřuje celkové množství všech právě otevřených dlouhých i krátkých pozic na trhu. Pro každého prodejce existuje kupec, neboli poměr všech krátkých a dlouhých pozic na trhu je tak vždy vyrovnan.

února roku 2008 lze pozorovat napříč všemi hlavními druhy komodit výrazný nárůst počtu otevřených pozic v průměru o 170 %, a to během necelých 5 let. Nástup ekonomické recese spojený s pádem banky Lehman Brothers v září roku 2008 a prudký nárůst averze k riziku na finančních trzích následně způsobil prudkou korekci počtu čistých otevřených termínových komoditních kontraktů, která již započala začátkem roku. Rostoucí trend počtu otevřených pozic trvá dodnes, i když již výrazně pomalejším tempem. Prudký nárůst v období let 2003 – 2008 tak mohl být způsoben pouze výrazným přesunem peněžních prostředků určitých skupin na trhu do komoditních futures kontraktů (viz tabulka VI-1). Přičemž množství pšenice, cukru, bavlny, kávy atd. se exponenciálně nezvýšilo. Nejvyšší počet otevřených pozic ze všech obchodovaných komodit byl zaznamenán v případě futures na ropu WTI, obchodovanou v New Yorku.

Tabulka VI-1: Změny počtu držených otevřených pozic u jednotlivých komodit v jednotlivých obdobích (v %)

	leden 1998 - prosinec 2002	leden 2003 - únor 2008
Vepřové maso	-7	451
Pšenice	-11	384
Cukr	13	354
Bavlna	-10	260
Kukuřice	35	233
Káva	142	180
Sójové boby	50	179
Rýže	38	166
Oves	-50	150
Hovězí maso	11	146
Zemní Plyn	98	136
Ropa WTI	40	133
Zlato	9	130
Benzín	12	121
Sójový olej	42	108
Kakao	-4	90
Stříbro	-17	81
Sójový šrot	23	63
Topný olej	8	40
Měď	16	32

Zdroj: U.S. Commodity Futures Trading Commission – CFTC, výpočet ČNB).

Prudký nárůst počtu čistých otevřených pozic (nejedná se o počet zobchodovaných kontraktů) tak naznačuje možný obrat v uvažování správců peněz a dalších investorů směrem od klasických investičních nástrojů používanými manažery fondů ke správě peněz právě ke komoditním kontraktům. Nad rámec určitých specifických vlastností druhů finančních aktiv a nástrojů, které však platí již dlouhodobě, může tento trend vysokého zájmu portfolio manažerů o trhy s komoditními futures souviset také s prudkým rozvojem finančních trhů směrem k široké nabídce instrumentů (derivátů) a fondů navázaných na vývoj cen komodit. Dalším impulsem mohla být také velmi uvolněná globální měnová politika v daném období, tj. zejména amerického Fedu po roce 2000. Dlouhodobě nízké (v určitých obdobích dokonce záporné) reálné úrokové sazby v daném období následně zvyšovaly motivaci portfolio manažerů k přesunu investičního zájmu (kapitálu) od finančních instrumentů s pevným úrokovým výnosem směrem k nákupu komoditních kontraktů, které nabízely potenciální vyšší zhodnocení⁶.

⁶ Viz Hošek, Komárek a Motl 2010.

3. Struktura účastníků na komoditních trzích

V posledních 20 letech se složení subjektů vstupujících na komoditní trhy velmi změnilo. Kromě tradičních velkých komerčních subjektů využívajících komoditní trhy pro zajištění svých obchodů došlo zejména k přílivu nového druhu obchodníků – spekulantů; jejichž primárním cílem účasti na komoditních trzích je dosahování zisku. Dále jsou to obchodníci komoditních indexů (včetně penzijních a nadačních fondů), kteří vstupují do dlouhodobých pasivních obchodů a potom také swapoví dealeri, kteří se snaží zajistit proti změnám cen vyplývajících z jejich obchodních aktivit na mimo burzovních trzích (tzv. over the counter – OTC⁷). Na trzích komoditních futures existují obecně 2 základní skupiny účastníků.

Do první skupiny se řadí subjekty, jejichž primárním cílem na trzích s komoditními futures je zajištění proti nepředvídatelnému cenovému pohybu příslušné komodity v budoucnu. Obecně se jim také říká „zajišťovatelé“ (hedgers). Zajišťovatelé jsou subjekty či jednotlivci, jejichž činnost je nějakým způsobem spojena s příslušnou fyzickou komoditou. Jedná se např. o firmu zpracovávající ropu, kdy při růstu ceny ropy např. v důsledku hrozícího válečného konfliktu na Blízkém východě musí tato firma platit těžařům a zprostředkovatelům ropy vyšší cenu. Aby se firma zajistila proti těmto nepředvídatelným vlivům, může dopředu nakoupit příslušné množství futures kontraktů ropy pokrývající takový objem, který se chystá nakoupit. V případě, že cena ropy na spotovém trhu opravdu vzroste, firma ji bude sice muset nakoupit za vyšší cenu, ale potenciální ztrátu, která jí tímto pohybem vznikne, vyváží zisk z předem nakoupených futures kontraktů s budoucím termínem dodání, jejichž cena vzrostla také. Primárním cílem zajišťovatelů tedy není na trzích komoditních futures dosahování zisku, ale pojištění se oproti nepříznivému pohybu ceny v budoucnu.

Druhou skupinu účastníků na komoditních trzích jsou subjekty, jejichž primárním cílem obchodování s futures kontrakty je dosahování zisku – spekulanti. Do této skupiny se řadí jak velké finanční instituce (banky, fondy), tak i další větší či menší investoři. Radí se sem také parketoví burzovní obchodníci (tzv. locals) obchodující na své privátní účty. Zájmem těchto investorů na rozdíl od skupiny zajišťovatelů není nakládání s komoditami, tj. nákup nebo prodej fyzické komodity. Tyto subjekty se pouze účastní obchodních transakcí za účelem získání profitu vyplývajícího z pohybu cen jednotlivých futures kontraktů před dnem jejich expirace a fyzickém dodání.

Rozdělení a vliv jednotlivých skupin účastníků na trzích komoditních futures je možné vysledovat ve statistikách U.S. Commodity Futures Trading Commission - CFTC. Od roku 1962 vláda Spojených států vydává zprávu nazvanou Commitments of Traders Report - COT, na základě které je možné rozlišit účast aktivních hráčů na trhu pro jednotlivé komodity. Tato zpráva poskytuje informace o aktuálním tržním nakupování a prodávání rozdílných skupin účastníků na komoditních trzích. Původní zpráva rozlišovala účastníky na komoditních trzích futures pouze na komerční (producenti/zpracovatelé) a nekomerční subjekty (řízené peníze a drobní investoři). Avšak s rozvojem finančních trhů a nástupem nových subjektů na trhy komoditních futures zavedla CFTC z důvodu zvýšení transparentnosti od 13. června 2006 změnu metodiky tradičního rozdělení účastníků na nové členění obsahující 5 kategorií (viz Box 1).

⁷ Mimo-burzovní trh slouží k usnadnění obchodů mezi dvěma stranami (např. tvůrcem trhu, dealery), které se realizují prostřednictvím elektronického systému, telefonu, nebo faxu, aniž by podléhaly regulaci či byly zpoplatněny burzovními poplatky.

Box 1: Charakteristiky jednotlivých účastníků na trhu komoditních futures

Komerční subjekty (producenti/velkoobchodníci/zpracovatelé/spotřebitelé) – zahrnuje účastníky trhu, kteří se primárně zabývají produkcí, zpracováním a obecně nakládáním s komoditami ve fyzické podobě a používají komoditní trhy futures pro řízení nebo zajištění rizika spojeného s jejich aktivitami.

Swapoví dealeři – jsou subjekty, které využívají swapy na komodity v rámci řízení nebo zajištění rizika spojeného se swapovými transakcemi, kdy nakupují komoditní futures kontrakty jako proti-pozice obchodů uskutečněných na mimo-burzovních trzích - OTC. V původním členění subjektů vystupujících na trzích komoditních futures dle CFTC byla tato kategorie obchodníků zahrnuta do komerčních subjektů. Avšak vzhledem k tomu, že protistranou swapových dealerů mohou být teoreticky jak finanční instituce, tak i tradiční komerční subjekty, swapoví dealeři nyní tvoří samostatnou skupinu. Avšak vzhledem k povaze swapových obchodů, které slouží zejména k dlouhodobějšímu zajištění určité ceny po určité období, lze tyto obchody považovat také za aktivity komerčních subjektů, které tímto způsobem řídí rizika vyplývající z jejich obchodních aktivit v rámci fyzických komodit.

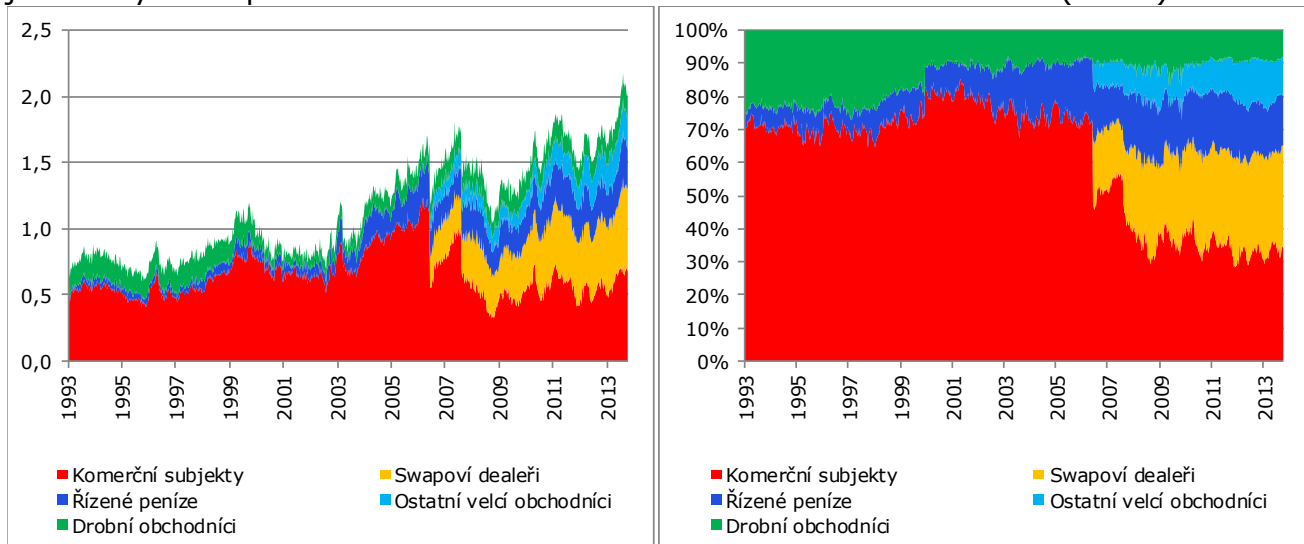
Řízené peníze – zahrnuje subjekty, které jsou oficiálně registrovány jako investiční komoditní poradci (Commodity Trading Advisor - CTA), subjekty investující v komoditách (Commodity Pool Operator - CPO), nebo neregistrovaný fond z pohledu CFTC. Neregistrovaný fond tak může mít znaky obou subjektů CTA/CPO, nebo pochází z oblasti mimo USA. Tato kategorie řízených peněz zahrnuje také hedgeové fondy a další institucionální investory, jako např. penzijní a nadační fondy.

Ostatní velcí obchodníci – tato kategorie zahrnuje účastníky, jejichž zařazení neodpovídá třem výše uvedeným kritériím (tzn. ostatní velké reportovatelné pozice). Jedná se tedy především o subjekty, jejichž pozice investované do komodit jsou tak velké, že také podléhají monitoringu CFTC.

Drobní obchodníci – jedná se o nereportovatelné pozice, tato skupina tak zahrnuje zejména drobné investory obchodující s malými pozicemi primárně za účelem dosažení zisku.

Hypotézu o možném rostoucím vlivu velkých finančních institucí a dalších velkých investorů na komoditní trhy tak potvrzuje obrázek VI-2, který popisuje strukturu držení dlouhých a krátkých futures pozic dle jednotlivých účastníků trhu na ropu WTI, která ze všech obchodovaných přírodních komodit vykazuje nejvyšší počet čistých otevřených pozic.

Obrázek VI-2: Struktura držení dlouhých a krátkých futures pozic na ropu WTI dle jednotlivých skupin účastníků na trhu v období leden 1993 – září 2013 (v mil.)



Pozn.: Od 13. června 2006 je dostupné podrobnější členění skupiny i na obchodní zprostředkovatele (swap dealery) a dále na ostatní velké obchodníky.

Zdroj: U.S. Commodity Futures Trading Commission – CFTC, výpočet ČNB).

Přibližně kolem roku 2003 lze pozorovat výrazný nárůst držení pozic právě těmito subjekty (tj. řízené peníze a ostatní velcí obchodníci), kteří spravují a investují velké

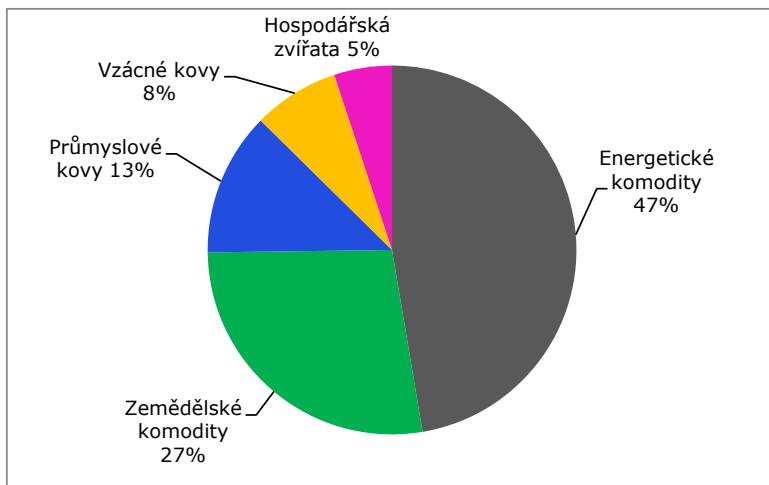
objemy peněžních prostředků. Lze také pozorovat výrazný pokles futures pozic drobných obchodníků po roce 2000, jejichž podíl se od té doby drží stabilně na historicky nízkých hodnotách. Z historického pohledu měly nejvyšší podíl držенých futures pozic na trhu s ropou WTI tradičně komerční subjekty, tj. velcí producenti a zpracovatelé komodit. Do roku 2006 objemy držенých pozic producenty a zpracovateli zahrnují i obchody tzv. swap dealerů, čímž mohou být tato data mírně zkreslena. Proto za účelem zvýšení transparentnosti začala od června roku 2006 CFTC vyčleňovat ze statistik producentů a zpracovatelů i pozice swap dealerů, kteří zprostředkovávají obchody pro různé skupiny účastníků na trhu. U těchto zprostředkovatelů obchodů nelze zjistit, pro kterou konkrétní skupinu dané obchody realizovaly. Po tomto zohlednění jsou podíly držенých pozic zpracovateli a finančními institucemi včetně dalších velkých obchodníků přibližně na stejné úrovni. Jelikož se však jedná o dlouhodobé pozice s přesahem na mimo-burzovní trh, tak lze předpokládat, že pozice producentů a zpracovatelů mají na celkovém objemu realizovaných obchodů swap dealery nejvyšší podíl. Avšak i v případě zahrnutí 100 % obchodů prováděných swapovými dealery do této skupiny komerčních subjektů, lze pozorovat po roce 2000 dlouhodobý klesající trend podílu otevřených pozic této skupiny na trhu s ropou WTI, právě ve prospěch řízených peněz a ostatních velkých obchodníků.

4. Investiční komoditní fondy a jejich chování na komoditních trzích

Jak popisuje předchozí část, podíl finančních institucí a dalších velkých obchodníků na obchodování s futures na komoditních trzích po roce 2000 výrazně vzrostl, což se projevilo růstem otevřených pozic těchto subjektů. To je dáno tím, že mnoho komoditních fondů je založeno na očekávání, že ceny komodit budou dlouhodobě pouze růst, proto jsou převážně v dlouhých pozicích napříč spektrem všech hlavních komoditních futures kontraktů.

Za první takovýto komoditní index lze považovat Commodity Research Bureau Index, který vznikl v roce 1958. Avšak vzhledem ke své konstrukci nebyl využitelný jako investiční index. První investovatelné komoditní indexy začaly vznikat až na začátku 90. let. Dle jejich kvalitativního rozdělení se následně třídí dle různých generací (viz Hošek 2012). Tato analýza zahrnuje pouze tzv. pasivní indexy první generace, operující s futures zejména na nejbližším konci pomyslné futures křivky, a které mají nejvyšší likviditu. Mezi první takovéto fondy se řadí Standard & Poors Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI), který vznikl v roce 1991, a který je zároveň i největší, držící komoditní portfolio přibližně v hodnotě 55 mld. USD. Dále se do této skupiny pasivních investovatelných komoditních indexů první generace řadí Thomson Reuters/CRB Index, Rogers International Commodity Index (RICI) a Dow Jones-UBS Commodity Index. Tento rozmach komoditních fondů odráží rostoucí zájem investorů, hledajících zisk u komodit jako investičního aktiva. Indexové komoditní fondy kopírují výkon určitého komoditního indexu. Komoditní index představuje vážený průměr vybraných cen komodit, který reprezentuje určitý sektor nebo podmnožinu komodit. Podrobné složení komoditních košů daných indexů včetně jejich aktuálních vah znázorňuje příloha 1. Např. složení komoditního koše S&P GSCI je založeno na vážení světového množství produkce jednotlivé komodity. Dané složení říká, že množství každé komodity obsažené v indexu určuje průměrné množství světové produkce za posledních 5 let, přitom k aktualizaci vah dochází každý rok. Obecně použití této metody k určení složení indexu znamená v případě S&P GSCI výrazné zastoupení energetických komodit (jejich aktuální váha je přibližně 70 %). Průměrné složení komoditního koše dle výše uvedených 4 největších komoditních fondů popisuje obrázek VI-3.

Obrázek VI-3 Aktuální průměrná váhová struktura S&P GSCI, Thomson Reuters/CRB Index, RICI a Dow Jones-UBS Commodity Index dle komoditního sektoru



Zdroj: Goldman Sachs, Thomson Reuters, S&P Dow Jones Indices, Rogers Raw Materials, výpočet ČNB).

Jelikož každá komodita se dříve nebo později dostane ke svému spotřebiteli a každý futures kontrakt je časově omezen datem expirace (a následně fyzickým dodáním), musí proto v těchto komoditních koších docházet k pravidelnému rolování pozic. V praxi to vypadá tak, že v době před expirací prodávají aktuálně splatný futures kontrakt a nakupují následující kontrakt s delší splatností. Proces tohoto systematického rolování dlouhých pozic je popsán na příkladu S&P GSCI (viz Box 2) a je také známý jako „Goldman Roll“.

Box 2: S&P GSCI Komoditní index – proces rolování futures kontraktů⁸

K přerolování na další kontraktní měsíce komoditních futures v portfoliu výnosového indexu dochází vždy jedenkrát za měsíc **5. až 9. obchodní den** (tzv. rolovací období). Zjednodušeně si lze tento proces představit jako přerolování jednoho koše futures kontraktů s nejbližším datem expirace (blízký koš) do koše futures kontraktů se vzdálenějšími expiračními měsíci (v pořadí druhý blízký koš). S&P GSCI je vypočítáváno jako kdyby se tato přerolování udála na konci každého dne během rolovací periody na denní vypořádací ceně.

Portfolio je měněno z prvního na druhý blízký koš v míře 20% denně v pětidenním rolovacím období. To znamená, že až do konce pátého obchodního dne v měsíci je celé portfolio S&P GSCI složeno z prvního blízkého koše komoditních futures kontraktů. Na konci pátého obchodního dne je portfolio upraveno tak, že 20 % kontraktů držených v druhém blízkém koši (tj. koš futures kontraktů, které mají vzdálenější termín do splatnosti) a 80 % zbývajících v prvním koši.

Rolovací proces pokračuje 6., 7. a 8. obchodní den s relativní váhou prvního a druhého blízkého koše dle pravidla 60 % / 40 %; 40 % / 60 %; 20 % / 80 %. Toto procentuální rozložení odpovídá počtu kontraktů, ne jejich hodnotě. Na konci 9. obchodního dne, tj. posledního dne, kdy je vyměněn první blízký koš, je rolování kompletní a celé portfolio je ve druhém blízkém koši. V tento moment se dříve druhý blízký koš stává prvním blízkým košem a v pořadí nový druhý blízký koš se začne formovat v rámci rolování následující měsíc.

Kromě klasických investičních fondů také během posledních 10 let výrazně vzrostl počet tzv. fondů obchodovaných na burze (Exchange Traded Funds – ETF). Jedná se o specializované finanční instituce spravující portfolia akcií nebo komodit obsažených v jednotlivých indexech v určitých poměrech. Akcie tohoto fondu, jehož portfolio může obsahovat také dlouhé pozice na určité komodity skrze finanční deriváty, následně kopírují vývoj cen komodit, obsažených v portfoliu⁹. Nejvíce těchto fondů vzniklo právě

⁸ Viz Goldman Sachs (2013).

⁹ Tyto fondy se orientují jak na jednu určitou komoditu, např. United States Oil Fund (založen 10.4.2006), ve kterém 100 % portfolia tvoří deriváty na ropu WTI, nebo orientované do více komoditních sektorů, viz např. Pimco Commodity Real Return Strategy Fund, který byl založen 28.6.2002, kde tvoří 37 % zemědělské komodity, 33 % energetické komodity a 30 % kovy.

v letech 2003 – 2007. Velký rozmach těchto fondů během relativně krátké doby potvrzuje také jejich velkou popularitu mezi investory. Velkou výhodou těchto instrumentů na rozdíl od fondů je zejména velikost poplatků, kdy se v případě ETF neuplatňují poplatky za spravování portfolia. Nespornou výhodou ETF je také celodenní kotování na burze, zatímco kurz podílových fondů se vypočítává zpravidla jednou denně. Díky těmto výhodám patří ETF mezi nejvíce obchodované akcie. Za prudkým rozvojem ETF tak pravděpodobně stojí velká poptávka ze strany investorů, kdy tyto fondy více zpřístupnily investování do komodit pro drobnější investory skrze snížení jejich nákladů na investici a také finanční páku. Zvýšená participace investorů v těchto fondech tak následně zvyšuje poptávku po komoditních futures, které tyto fondy musí dlouhodobě nakupovat, aby ceny akcií těchto fondů byly schopné kopírovat cenový vývoj daného podkladového aktiva (komodity).

Závěr

Na začátku tohoto století a především po roce 2003 nastala výrazná změna v chování určitých skupin účastníků na trzích komoditních futures, což se projevilo výrazným růstem počtu otevřených pozic napříč celým spektrem komodit. To odráželo prudce rostoucí investiční aktivitu zejména finančních institucí a tradičních i nově vznikajících investovatelných fondů, které vytvářejí tzv. komoditní koše. Hypotézu rostoucí míry financionalizace komodit vlivem rychlého rozvoje indexového komoditního investování v posledních 10 letech podporuje také studie Tang a Xiong (2011). Pravidelný proces rolování komoditních košů těchto fondů ve větším měřítku začal právě kolem roku 2003. Tento trend růstu otevřených pozic i nadále pokračuje, i když pomalejším tempem než v minulosti. Nárůst počtu otevřených pozic se také lišil dle jednotlivých komodit. To také do určité míry odráží váhový systém jednotlivých komoditních fondů, což také částečně vysvětluje, proč nedošlo k nárůstu u všech komodit rovnoměrně. Nejvyšší váhu v komoditním koši čtyřech největších komoditních fondů má ropa WTI, jejíž zastoupení činí v průměru téměř 20 %. Tradiční nejvyšší podíl velkých komerčních subjektů, které vstupují do termínovaných komoditních obchodů primárně za účelem zajištění, se tak začal po roce 2000 postupně snižovat, avšak stále hraje na trzích komoditních futures dominantní roli. Naopak bylo možné pozorovat rostoucí počet uzavíraných obchodů bankami, fondy a dalšími velkými obchodníky. Významnou roli v růstu zájmu správců peněz o trhy s komoditami mohla sehrát právě dlouhodobě uvolněná měnová politika ve vyspělých zemích. Velmi nízké výnosy klasických finančních instrumentů a očekávaný negativní vztah mezi reálnými úrokovými sazbami a cenami komodit vedl k přesunu investičního kapitálu od finančních instrumentů s nízkým pevným úrokovým výnosem směrem ke komoditním kontraktům nabízejícím potenciálně vyšší výnos. To mohlo způsobit odklon pozornosti správců peněz a investorů od dříve jimi hojně využívaných konzervativních finančních instrumentů jako akcie a dluhopisy směrem k rizikovějším (avšak potenciálně výnosnějším) komoditním trhům.

I přes nezpochybnitelný rostoucí vliv a počet uzavíraných obchodů finančními institucemi a dalšími investory na trzích komoditních futures, zůstává primárním hybatelem cen nabídka a poptávka ze stran producentů a zpracovatelů komodit, tj. komerčních subjektů. Tento závěr je také v souladu s Fattouh, Kilian a Mahadeva (2012) nebo Juvenal a Petrella (2011), kdy prudké výkyvy v ceně ropy od roku 2003 byly pravděpodobně způsobeny zejména ekonomickým fundamentálním vývojem odrážejícím globální poptávku než financionalizací trhu s ropnými futures. Podíl drobných obchodníků na trhu s ropou WTI, který se naopak po roce 2000 výrazně snížil a zůstává stabilní na velmi nízkých úrovních, hraje zanedbatelnou roli.

Literatura

FATTOUH, B.; KILIAN, L.; MAHADEVA, L. 2012. The Role of Speculation in Oil Markets: What Have We Learned So Far? CEPR Discussion Papers 8916, C.E.P.R.

HOŠEK, J. 2012. An overview of the world's most frequently used commodity indices. Global Economic Outlook. Czech National Bank.

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary_policy/geo/geo_2012/gev_2012_05_en.pdf

HOŠEK, J.; KOMÁREK, L.; MOTL, M. 2010. Monetary Policy and Oil Prices. Warwick Economic Research Papers. Department of Economics. The University of Warwick. No. 947.

http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/workingpapers/2010/twerp_947.pdf

JUVENAL, L.; PETRELLA, I. 2011. Speculation in the oil market. Working Papers 2011-027. Federal Reserve Bank of St. Louis.

<http://research.stlouisfed.org/wp/2011/2011-027.pdf>

TANG, K.; XIONG, W. 2011. Index Investment and Financialization of Commodities. Working paper. Princeton University.

<http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/commodity.pdf>

Internetové zdroje

Goldman Sachs (2013): S&P GSCI Commodity Index Roll Period

<http://www.goldmansachs.com/what-we-do/securities/products-and-business-groups/products/gsci/roll-period.html>

S&P Indices (2013): S&P GSCI Commodity Index Weights

<http://www.spindices.com/documents/index-news-and-announcements/20121105-gsci-weights-2013.pdf>

Dow Jones-UBS Commodity Index (2013): Weights

http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/fact_info/Dow_Jones-UBS_Commodity_Index_Fact_Sheet.pdf

Rogers International Commodity Index (2013): Weights

<http://www.rogersrawmaterials.com/weight.asp>

Thomson Reuters/CRB Index (2013): Weights

http://thomsonreuters.com/products/financial-risk/01_261/rulebook-crb-2013-08-22.pdf

Příloha 1 Rozdělení komodit do sektorů v rámci vybraných investičních komoditních fondů včetně jejich vah v daném komoditním koši (v %)

Komoditní sektor	Název burzy	S&P Goldman Sachs Commodity Index	Thomson Reuters/CRB Index	Rogers International Commodity Index	Dow Jones-UBS Commodity Index	Průměrná celková váha
Energetické komodity		69,70	39,00	44,00	36,68	47,35
Ropa WTI	NYMEX	24,71	23,00	21,00	10,95	19,92
Ropa Brent	ICE EU	22,34		14,00	6,08	14,14
Zemní plyn	NYMEX	2,02	6,00	3,00	12,31	5,83
Plynový olej	ICE EU	8,56		1,20		4,88
Benzín	NYMEX	5,90	5,00	3,00	3,56	4,37
Topný olej	NYMEX	6,17	5,00	1,80	3,78	4,19
Zemědělské komodity		15,18	34,00	31,90	28,69	27,44
Kukuřice	CBOT	4,69	6,00	4,75	4,94	5,10
Sója	CBOT	2,62	6,00	3,50	5,52	4,41
Cotton	ICE US	1,07	5,00	4,20	2,21	3,12
Pšenice	CBOT	3,22	1,00	4,75	3,37	3,09
Cukr	ICE US	1,85	5,00	1,00	4,06	2,98
Káva	ICE US	0,82	5,00	2,00	2,01	2,46
Sójový olej	CBOT			2,00	2,45	2,23
Cocoa	ICE US	0,23	5,00	1,00		2,08
Sójový šrot	CBOT			0,75	2,81	1,78
Červená pšenice	KCBOT	0,68		1,00	1,32	1,00
Pšenice	NYSE Liffe			1,00		1,00
Cukr	NYSE Liffe			1,00		1,00
Dřevo	CME			1,00		1,00
Řepka	NYSE Liffe			1,00		1,00
Kaučuk	TOCOM			1,00		1,00
Pomerančový džus	NYBOT		1,00	0,60		0,80
Rýže	CBOT			0,75		0,75
Oves	CBOT			0,50		0,50
Mléko 3. třída	CME			0,10		0,10
Hospodářská zvířata		4,72	7,00	3,00	5,61	5,08
Hovězí maso	CME	2,62	6,00	2,00	3,54	3,54
Vepřové maso	CME	1,58	1,00	1,00	2,07	1,41
Mladý skot	CME	0,52				0,52
Průmyslové kovy		6,90	13,00	14,00	16,46	12,59
Meď	COMEX		6,00	4,00	7,15	5,72
Hliník	LME	2,13	6,00	4,00	4,74	4,22
Měď	LME	3,28				3,28
Zinek	LME	0,51		2,00	2,59	1,70
Olovo	LME	0,40		2,00		1,20
Nikl	LME	0,58	1,00	1,00	1,98	1,14
Cín	LME			1,00		1,00
Vzácné kovy		3,49	7,00	7,10	12,55	7,54
Zlato	COMEX	3,00	6,00	3,00	9,49	5,37
Platina	NYMEX			1,80		1,80
Stříbro	COMEX	0,49	1,00	2,00	3,06	1,64
Paladium	NYMEX			0,30		0,30
Celková váha		100	100	100	100	100

Pozn.: NYMEX – New York Mercantile Exchange, ICE EU – Intercontinental Exchange London, ICE US – Intercontinental Exchange New York, CBOT – Chicago Board of Trade, KCBOT – Kansas City Board of Trade, NYSE Liffe – New York Stock Exchange & London International Financial Futures and Options Exchange, CME – Chicago Mercantile Exchange, TOCOM – Tokyo Commodity Exchange, NYBOT – New York Board of Trade, COMEX – Commodity Exchange, LME – London Metal Exchange.

Zdroj: Goldman Sachs, Thomson Reuters, S&P Dow Jones Indices, Rogers Raw Materials, výpočet ČNB).

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0,0	2013/12 2013/11	0,2	2013/10 2013/7	0,2	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/9
US	0,0	2013/12 2013/11	-0,1	2013/10 2013/7	-0,2	2013/11 2013/5	-0,3	2013/9 2013/6
DE	0,0	2013/12 2013/11	0,2	2013/10 2013/7	0,1	2013/11 2013/5	0,3	2013/12 2013/6
JP	-0,1	2013/12 2013/11	0,0	2013/10 2013/7	0,2	2013/11 2013/5	0,0	2013/11 2013/7
BR	0,0	2013/12 2013/11	0,0	2013/10 2013/7	-0,4	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/11
RU	-0,2	2013/12 2013/11	-1,0	2013/10 2013/7	-0,8	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/11
IN	0,0	2013/12 2013/11	-1,8	2013/10 2013/7	-1,9	2013/11 2013/5	-0,1	2013/12 2013/11
CN	0,1	2013/12 2013/11	-0,2	2013/10 2013/7	-0,1	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/11

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2013

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	0,0	2013/12 2013/11	-0,2	2013/10 2013/4	-0,1	2013/11 2013/5	-0,1	2013/12 2013/9
US	0,0	2013/12 2013/11	-0,4	2013/10 2013/4	-0,1	2013/11 2013/5	0,1	2013/9 2013/6
DE	-0,1	2013/12 2013/11	0,0	2013/10 2013/4	0,1	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/6
JP	0,1	2013/12 2013/11	-0,1	2013/10 2013/4	0,3	2013/11 2013/5	0,0	2013/11 2013/7
BR	0,0	2013/12 2013/11	0,2	2013/10 2013/4	-0,3	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/11
RU	0,1	2013/12 2013/11	-0,2	2013/10 2013/4	0,0	2013/11 2013/5	0,0	2013/12 2013/11
IN	0,2	2013/12 2013/11	0,1	2013/10 2013/4	2,7	2013/11 2013/5	0,2	2013/12 2013/11
CN	0,1	2013/12 2013/11	-0,3	2013/10 2013/4	0,0	2013/11 2013/5	0,1	2013/12 2013/11

A3. Použité zkratky

BoJ	Japonská centrální banka	DBB	Deutsche Bundesbank
BR	Brazílie	DE	Německo
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína	EA	eurozóna
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	ECB	Evropská centrální banka
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
CBOT	Chicago Board of Trade	EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
CF	Consensus Forecasts	EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
CN	Čína	EK	Evropská komise
ČNB	Česká národní banka	ES	Španělsko

EU	Evropská unie	JPY	japonský jen
EUR	euro	LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	MMF	Mezinárodní měnový fond
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	N/A	údaj není k dispozici
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
GBP	britská libra	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
GR	Řecko	PMI	Index nákupních manažerů
HDP	hrubý domácí produkt	PT	Portugalsko
CHF	švýcarský frank	PU	Předstihové ukazatele
ICE	Intercontinental Exchange	RU	Rusko
IE	Irsko	UoM	University of Michigan
IFO	Institute for Economic Research	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
IFO-BE	IFO Business Expectations	US	Spojené státy americké (USA)
IN	Indie	USD	americký dolar
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)	WEO	World Economic Outlook
IT	Itálie	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment
JP	Japonsko		

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

2013

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

2012

	č. GEVU
Trendy v globálním vývoji bilance služeb v letech 2005 – 2011 (Ladislav Prokop)	2012-12
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance 2012 (Luboš Komárek)	2012-11

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

2011

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