

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ŘÍJEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

OBSAH	2
I SHRnutí	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
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance	12
POUŽITÉ ZKRATKY	16
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V ROCE 2011	17

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV.
	Soňa Benecká	V.
	Jan Hošek	VI.
	Jan Hošek	Shrnutí
	Luboš Komárek	Zaostřeno na...
Editoři:	Oxana Babecká	
	Martin Motl	
Garant:	Luboš Komárek	

Říjnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pohled na aktuální i očekávaný vývoj ve vybraných zemích optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V pravidelné podrobnější analýze (kap. VII „Zaostřeno na ...“) se věnujeme podzimnímu zasedání Institutu pro mezinárodní finance (IIF), které se letos konalo 23. až 25. září ve Washingtonu a kde se tentokrát účastníci zabývali tématy, jako např. budoucnost financování bydlení, problematika finanční stability a role ratingů a ratingových agentur ve finančním systému nebo měnící se tvář Blízkého východu. Diskutovalo se rovněž o systémové stabilitě a roli globálních finančních firem nebo o fiskálním managementu ve vyspělých ekonomikách. Ekonomové IIF rovněž tradičně představili globální ekonomický a finanční výhled.

Finanční, akciové a komoditní trhy v poslední době reagují prudkými výkyvy zejména na výsledky častých jednání evropských politiků. Ti se zatím ne příliš úspěšně snaží vyřešit financování řeckého vládního dluhu a nalézt schůdné systémové řešení, které by uklidnilo investory a zabránilo tak rozšíření dluhové krize na velké země eurozóny. Úsporná opatření, která přijaly vlády napříč celou Evropou, aby snížily své zadlužení, se však negativně promítají do ekonomického růstu, což snižuje účinnost těchto úsporných kroků a v mnoha zemích zvyšuje sociální napětí. Situaci navíc komplikují i ratingové agentury, které více než přínosy úsporných opatření vnímají očekávané zpomalení ekonomického růstu problémových zemí a sníženým hodnocením vyjadřují obavy z budoucího financování vládního dluhu těchto zemí. Centrální banky ve vyspělých zemích se snaží (navzdory rostoucí inflaci) stimulovat domácí ekonomiky nízkými úrokovými sazbami a přijímají mnohdy i značně nestandardní opatření k dalšímu (kvantitativnímu) uvolnění měnových podmínek. Snížená poptávka vyspělých zemí dopadá i na exportně zaměřené rozvíjející se ekonomiky, jejichž ekonomický růst začíná slábnout. Tamní centrální banky proto patrně brzy ukončí období zvyšování úrokových sazeb, kterými dosud bojovaly proti přehřívání ekonomiky a zvýšené inflaci.

Výše uvedený vývoj vedl k dalšímu snižování výhledu ekonomického růstu, a to zejména v eurozóně a v Německu v roce 2012. Přitom narůstá i riziko případné recese zejména v zemích jižního křídla eurozóny. Nižší výhled ekonomického růstu by s sebou měl přinést i pokles inflace v příštím roce ze současných zvýšených úrovní. Vliv na nižší inflaci by měly mít i ceny komodit, pokud jejich pokles bude dlouhodobějšího rázu. I říjnové předstihové ukazatele signalizují zhoršující se hospodářský výhled eurozóny včetně Německa. Indexy PMI naopak mírně vzrostly v Číně a USA, kde se navíc zlepšila i důvěra spotřebitelů.

Sazby mezibankovního trhu v eurozóně nadále stagnovaly, jejich klesající výhled je aktuálně v souladu s předpovědí říjnového CF, že ECB ještě do konce roku sníží svou hlavní refinanční sazbu o 0,25 p.b. a ke stejnému kroku přistoupí i na počátku příštího roku. Naopak dolarové sazby Libor již od počátku srpna rostou a zvyšuje se i jejich výhled. Své dno zhruba v polovině září zaznamenaly výnosy jak německých, tak amerických desetiletých vládních dluhopisů a v říjnu mírně vzrostly nad 2% úroveň.

Na zvýšenou nejistotu a averzi investorů k riziku zareagoval americký dolar tradičně posílením, které tentokrát však bylo mimořádně silné. Kurz amerického dolaru vůči euru se tak na začátku října dostal až na osmiměsíční maximum.

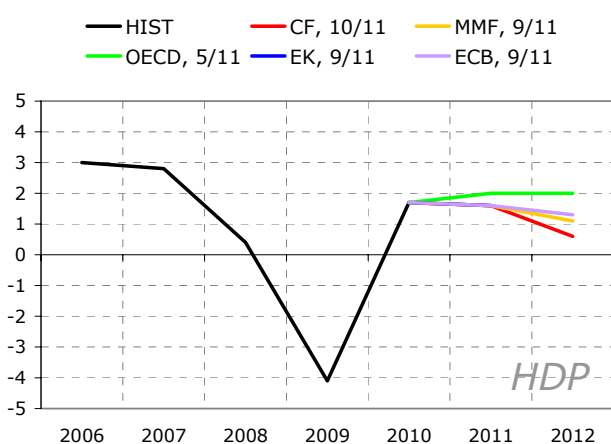
Zatímco výsledný pokles cen energetických surovin v uplynulém měsíci byl (přes silné zakolísání) jen mírný, ceny v důsledku zhoršujícího se ekonomického výhledu nadále padaly u průmyslových kovů. Ještě překvapivější je však silný plošný pokles cen potravinářských komodit, ke kterému došlo zejména v průběhu září.

II.1 HDP

Globální ekonomické zpomalení pokračuje a riziko recese narůstá. Letos nové výhledy (CF a BOFIT) naznačují oproti roku 2010 nižší růst všech ekonomik sledovaných v GEVU. Zatímco vyspělé ekonomiky trpí následky dluhových a finančních potíží, ekonomický růst v Číně brzdí především zpřísnění měnové politiky. Růst ekonomiky eurozóny v roce 2011 oslabí na 1,6 % pod vlivem méně než 1% růstu nebo dokonce stagnace v zemích jižního křídla (Řecku, Itálii, Portugalsku a Španělsku). Růst HDP v Německu v roce 2011 dosáhne 2,9 %; o 0,1 p.b. vyšší růst ekonomické aktivity zaznamenají Spojené státy. Čína dle CF a BOFIT letos poroste 9,0 – 9,1% tempem.

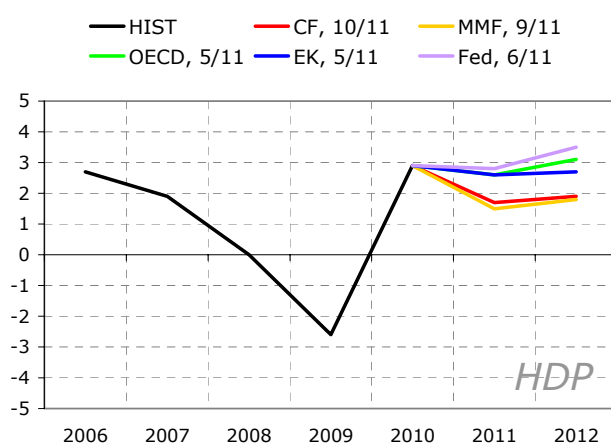
Rok 2012 by měl přinést další zpomalení růstu (0,6 % v eurozóně, 1,0 % v Německu a 8,0 – 8,5 % v Číně). Výjimkou jsou Spojené státy, kde ekonomika příští rok poroste 1,9% tempem.

EUROZÓNA



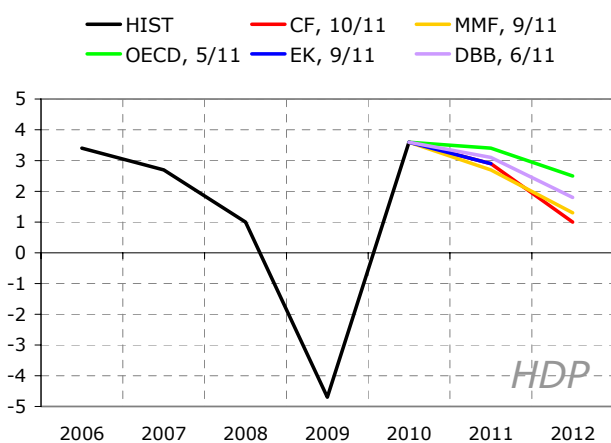
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		1,6	1,6	2,0	1,6	1,6
2012		0,6	1,1	2,0		1,3

USA



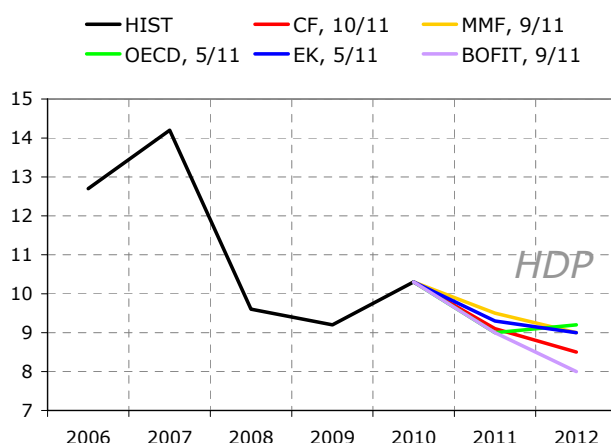
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		1,7	1,5	2,6	2,6	2,8
2012		1,9	1,8	3,1	2,7	3,5

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	3,6					
2011		2,9	2,7	3,4	2,9	3,1
2012		1,0	1,3	2,5		1,8

ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,1	9,5	9,0	9,3	9,0
2012		8,5	9,0	9,2	9,0	8,0

Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 14. října 2011]

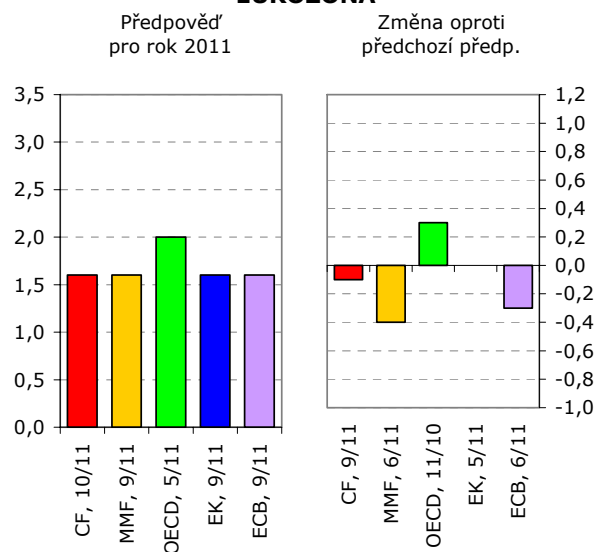
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

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

Consensus Forecasts (CF) již potřetí v řadě snížil odhad ekonomického růstu eurozóny v letošním roce a očekává o 0,1 p.b. nižší růst oproti své zářijové předpovědi (viz graf níže). Výhled pro Spojené státy je naopak o 0,1 p.b. vyšší, než minulá předpověď. Výhled CF pro Německo a Čínu pro rok 2011 byl ponechán beze změny; BOFIT svůj zářijový výhled ekonomického růstu Číny rovněž nezměnil.

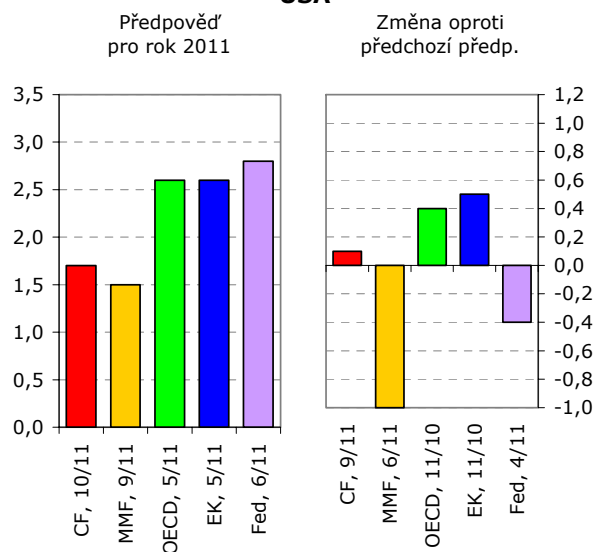
Podle CF, v roce 2012 eurozóna a Německo budou mít mírnější růst oproti výhledu minulého měsíce, eurozóna o 0,4 p.b. a Německo o 0,3 p.b. Výhled růstu ekonomiky USA dle CF na příští rok se v říjnu nezměnil. Zmírnění růstu HDP o 0,1 p.b. ve srovnání s předchozím výhledem očekává CF pro příští rok v Číně. BOFIT svůj výhled pro rok 2012 ponechal na stávající úrovni.

EUROZÓNA



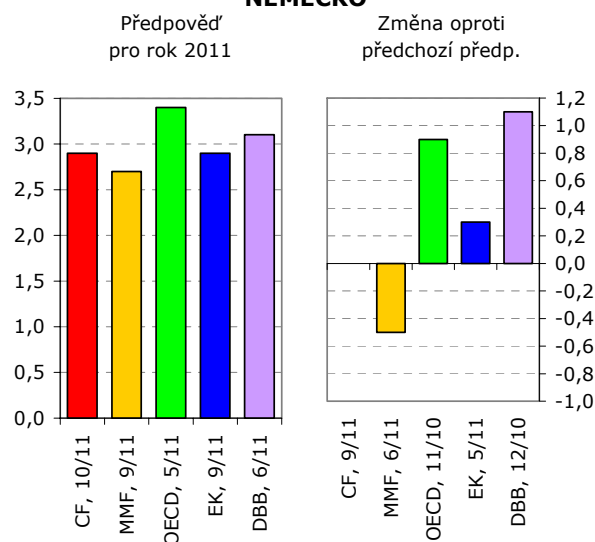
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,7	1,6	1,6	2,0	1,6	1,6
Změna		-0,1	-0,4	0,3	0,0	-0,3

USA



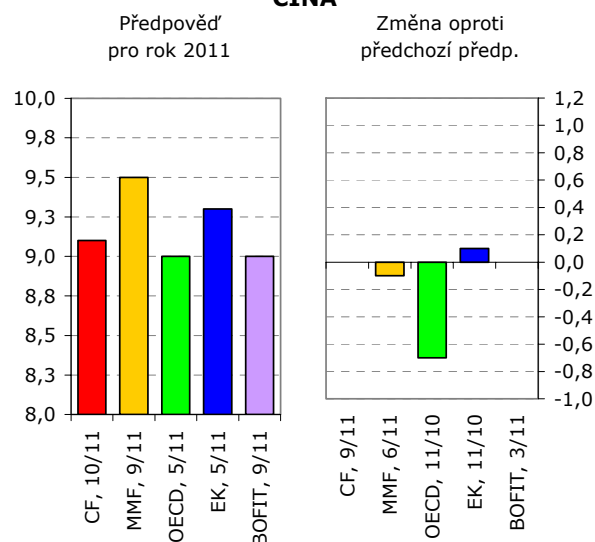
	2010	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	2,9	1,7	1,5	2,6	2,6	2,8
Změna		0,1	-1,0	0,4	0,5	-0,4

NĚMECKO



	2010	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	3,6	2,9	2,7	3,4	2,9	3,1
Změna		0,0	-0,5	0,9	0,3	1,1

ČÍNA



	2010	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	10,3	9,1	9,5	9,0	9,3	9,0
Změna		0,0	-0,1	-0,7	0,1	0,0

Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 14. října 2011] Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

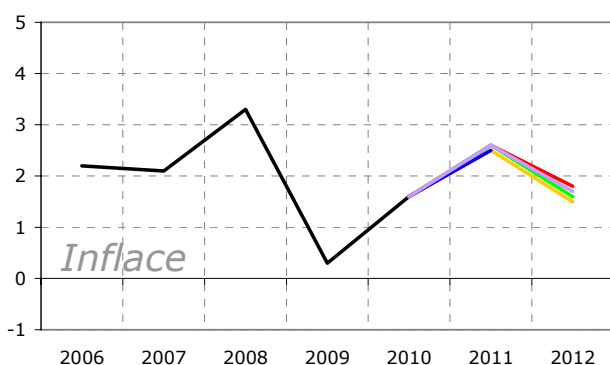
II.3 Inflace

V letošním roce inflace v eurozóně a v Německu zůstane výrazně nad 2% hladinou: 2,6% růst cen se očekává v celé měnové unii a 2,3% v Německu. Inflace ve Spojených státech stoupne na 3,1 % a v Číně, i přes zpřísnění měnové politiky, budou ceny růst 5,4% tempem.

Po výrazném růstu cen v letošním roce by měla inflace další rok zpomalit. V roce 2012 se očekává tempo růstu cen 1,9 % v Německu a 1,8 % v eurozóně. Inflace v USA zpomalí na 2,1 %, růst cen v Číně by neměl překročit 4 %.

EUROZÓNA

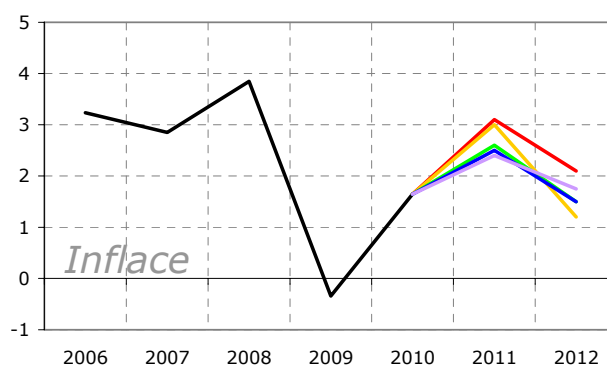
— HIST — CF, 10/11 — MMF, 9/11
— OECD, 5/11 — EK, 9/11 — ECB, 9/11



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

USA

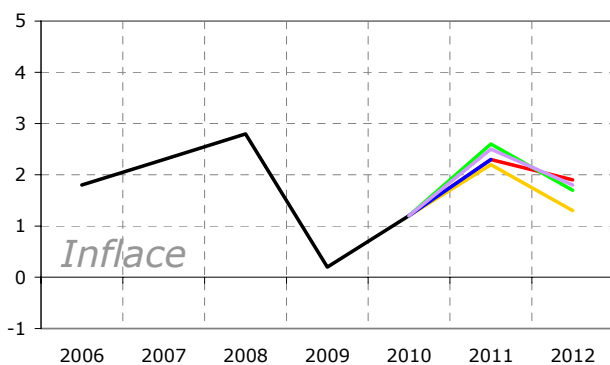
— HIST — CF, 10/11 — MMF, 9/11
— OECD, 5/11 — EK, 5/11 — Fed, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		3,1	3,0	2,6	2,5	2,4
2012		2,1	1,2	1,5	1,5	1,8

NĚMECKO

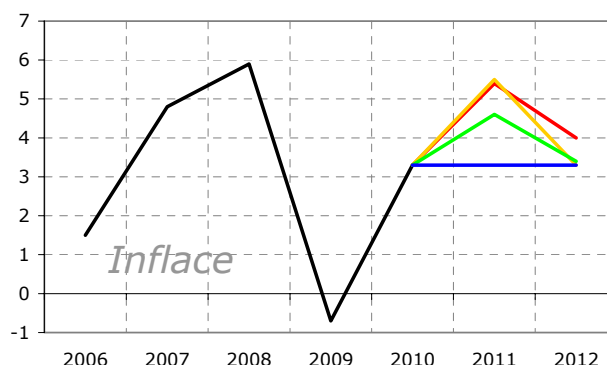
— HIST — CF, 10/11 — MMF, 9/11
— OECD, 5/11 — EK, 9/11 — DBB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2010	1,2					
2011		2,3	2,2	2,6	2,3	2,5
2012		1,9	1,3	1,7	1,8	1,8

ČÍNA

— HIST — CF, 10/11 — MMF, 9/11
— OECD, 5/11 — EK, 11/10



	HIST	CF	MMF	OECD	EK
2010	3,3				
2011		5,4	5,5	4,6	3,3
2012		4,0	3,3	3,4	3,3

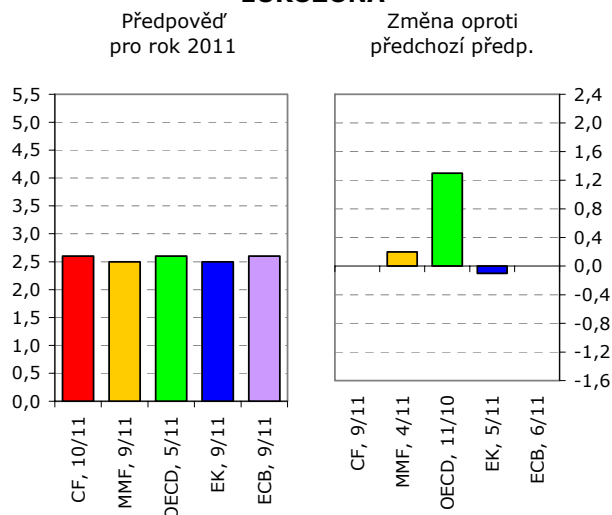
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 14. října 2011]

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

II.4 Předpověď inflace a její změna proti předchozí předpovědi

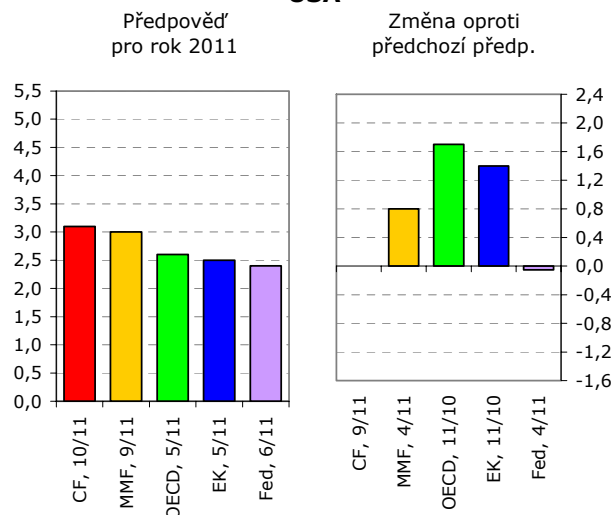
Říjnové vydání CF nezměnilo výhled inflace ve vyspělých ekonomikách sledovaných v GEVu ani pro letošní (viz graf), ani pro příští rok. Tempo růstu cen v Číně v roce 2011 a 2012 revidoval říjnový CF o 0,1 p.b. směrem k vyšším hodnotám.

EUROZÓNA



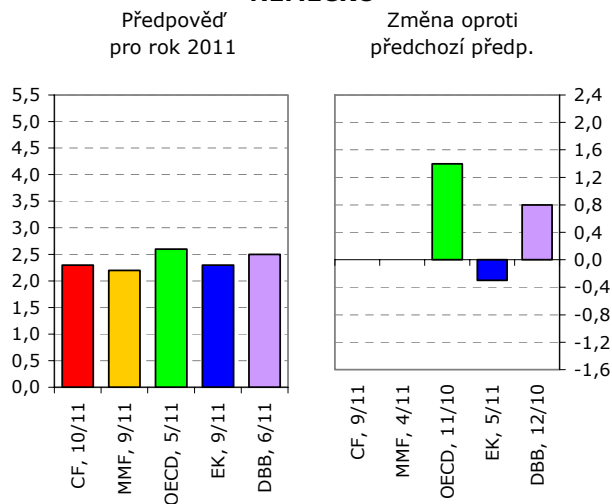
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,6	2,6	2,5	2,6	2,5	2,6
Změna		0,0	0,2	1,3	-0,1	0,0

USA



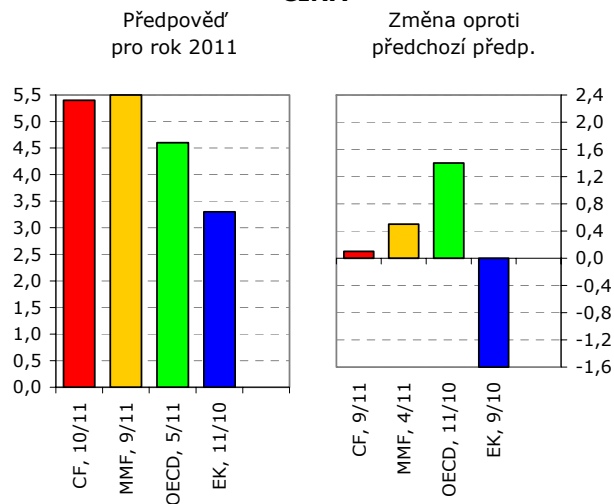
	2010	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,6	3,1	3,0	2,6	2,5	2,4
Změna		0,0	0,8	1,7	1,4	-0,1

NĚMECKO



	2010	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	1,2	2,3	2,2	2,6	2,3	2,5
Změna		0,0	0,0	1,4	-0,3	0,8

ČÍNA



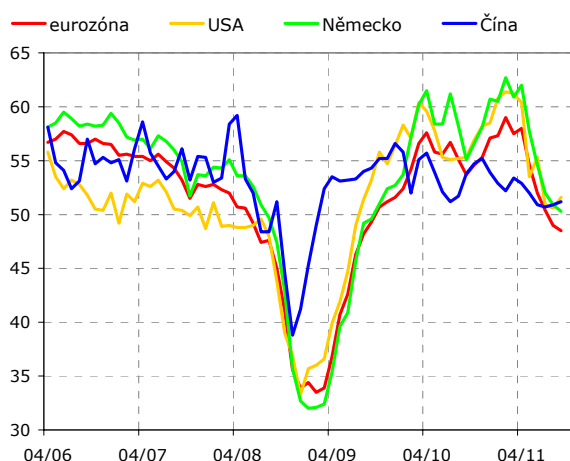
	2010	CF	MMF	OECD	EK
Předpověď	3,3	5,4	5,5	4,6	3,3
Změna		0,1	0,5	1,4	-1,6

Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 14. října 2011]

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

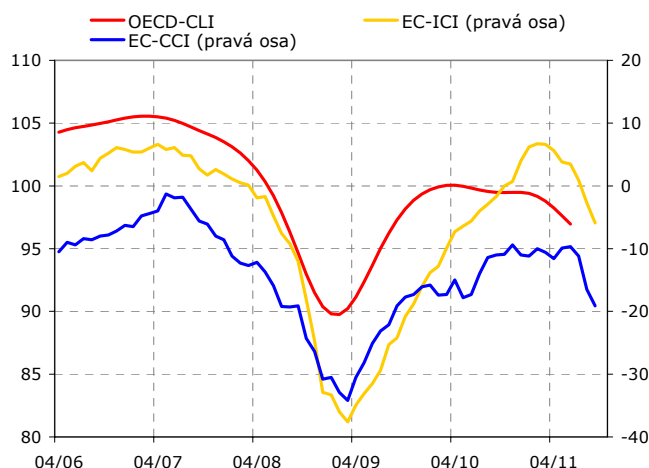
Na základě vývoje předstihových ukazatelů se v říjnu hospodářský výhled eurozóny včetně Německa dále zhoršil, očekávání ekonomického vývoje se naopak mírně zlepšilo pro USA a Čínu. Obdobný odhad platí i pro budoucí průmyslovou výrobu; hodnoty indexů PMI (Index nákupních manažerů) se zvýšily v USA a v Číně, v eurozóně a v Německu se naopak dále zhoršily. V USA se vedle vyšší predikce průmyslové výroby zlepšily také velmi důležité ukazatele spotřebitelské důvěry. V eurozóně se spolu s PMI v průmyslu (snížil se na 48,5 bodu a zůstává již druhý měsíc pod hranicí 50 bodů) zhoršily i všechny ostatní sledované předstihové ukazatele – ukazatele důvěry podnikatelů i spotřebitelů. V Německu se obdobně vedle průmyslového PMI snížily i všechny ostatní ukazatele, což potvrzuje celkové zhoršení očekávaného ekonomického vývoje.

PMI V PRŮMYSLU



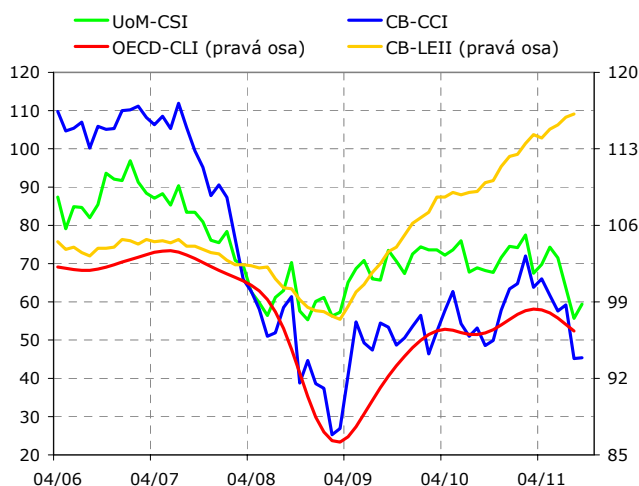
	EA	US	DE	CN
7/11	50,4	50,9	52,0	50,7
8/11	49,0	50,6	50,9	50,9
9/11	48,5	51,6	50,3	51,2

EUROZÓNA



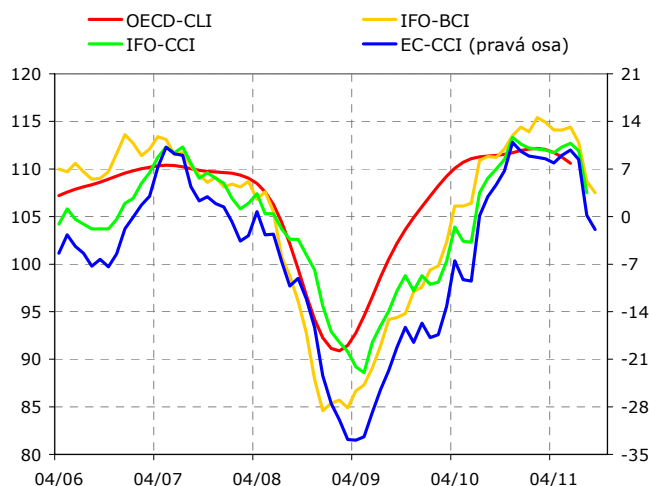
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
7/11	105,0	0,9	-11,2
8/11	99,0	-2,7	-16,5
9/11	98,5	-5,9	-19,1

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
7/11	96,9	115,9	63,7	59,2
8/11	96,3	116,2	55,7	45,2
9/11	96,3	116,2	59,4	45,4

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
7/11	112,8	112,8	111,9	8,4
8/11	108,7	108,7	107,5	0,2
9/11	107,5	107,5	107,5	-1,9

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: 14. října 2011]

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

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Ani na svém říjnovém zasedání nesáhla ECB ke změně úrokových sazeb. Její refinanční sazba tak nadále setrvává na hodnotě 1,5 %. Na sílící dluhovou krizi zareagovala ECB nabídkou dodatečné dlouhodobé likvidity pomocí refinančních operací se splatností 12 a 13 měsíců. ECB je rovněž rozhodnuta odkoupit úvěry (kryté dluhopisy), a to v objemu až 40 mld. EUR. Případné budoucí snížení refinanční sazby (v reakci na zhoršující se vyhlídky ekonomické aktivity) zmíněno nebylo.

Třměsíční úroková sazba Euribor v průběhu září a první poloviny října nadále stagnovala těsně nad hlavní refinanční sazbou ECB. Očekávaný pokles se však oproti předpovědi z minulého měsíce zmírnil a kopíruje očekávané hodnoty sazby ECB, která by měla být dle CF10 snížena o 0,25 p.b. do konce letošního roku a dále v 1.Q příštího roku. Opětovný nárůst se očekává až od roku 2013. Obdobný vývoj se předpokládá (na vyšších úrovních) i u roční sazby Euribor.

Desetiletý německý vládní dluhopis dosáhl zatím historického minima 22. září, když jeho výnos poklesl pod 1,7 %. Od té doby došlo sice k mírné korekci, ale CF10 přesto opět výrazně snížil jeho výhled. Výnos se tak očekává v horizontu 3 měsíců zhruba na současné úrovni 2,0 % a v ročním horizontu by měl vzrůst jen na 2,5 %.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

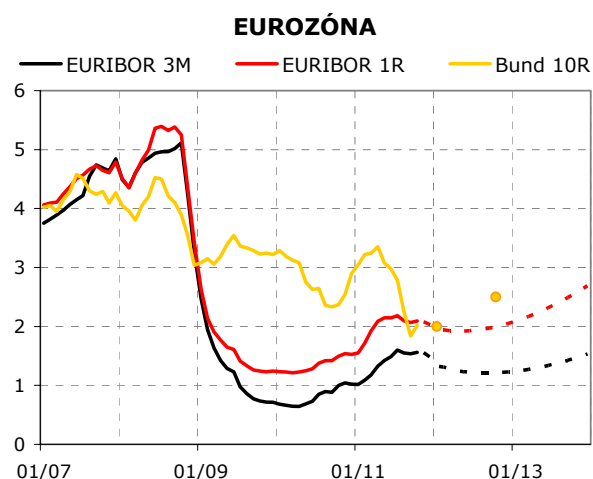
K srpnovému závazku držet sazby nízko minimálně do poloviny roku 2013 přidal Fed v září rozhodnutí o změně časové struktury svého portfolia v reakci na „výrazná rizika nižšího růstu ekonomiky“. Tzv. operace Twist představuje nákup dluhopisů se splatností 6-30 let za 400 mld. USD a prodej dluhopisů se splatností do 3 let ve stejném objemu. Operace by měla mít stejný dopad, jako další snížení měnověpolitické sazby o 0,5 p.b.

Přes tato opatření dolarové sazby Libor od počátku srpna rostou a směrem vzhůru byl oproti minulé předpovědi přehodnocen i jejich výhled. Tempo růstu by mělo dále akcelarovat zejména od roku 2013.

Výnos desetiletého vládního dluhopisu se vyvíjel obdobně jako u německého Bundu. I zde CF10 výrazně snížil předpověď.

Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 12. října 2011]

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

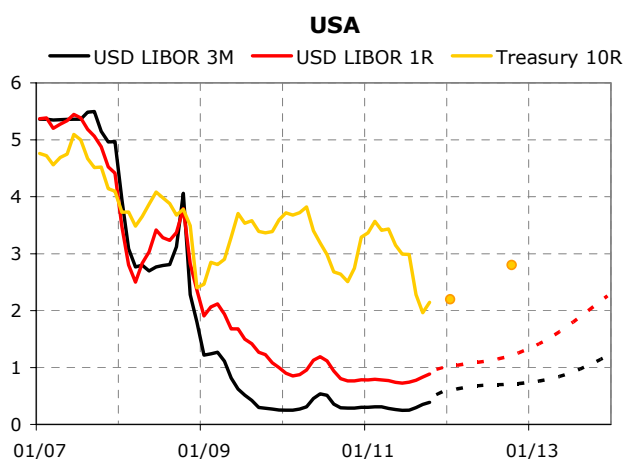


	09/11	10/11	06/12	12/12	06/13	12/13
EURIBOR 3M	1,54	1,56	1,23	1,23	1,34	1,53
EURIBOR 1R	2,07	2,09	1,93	2,05	2,32	2,69
	09/11	10/11	01/12	10/12		
Bund 10R	1,84	2,02	2,00	2,50		

Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled.

[Uzávěrka dat: 12. října 2011]

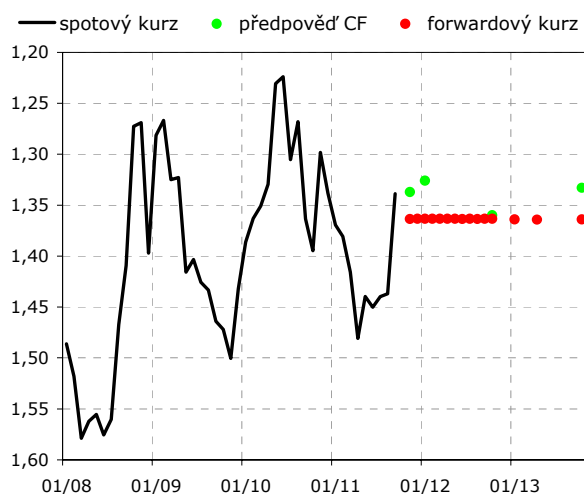
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.



	09/11	10/11	06/12	12/12	06/13	12/13
USD LIBOR 3M	0,35	0,39	0,69	0,73	0,88	1,20
USD LIBOR 1R	0,83	0,89	1,11	1,30	1,71	2,26
	09/11	10/11	01/12	10/12		
Treasury 10R	1,96	2,15	2,20	2,80		

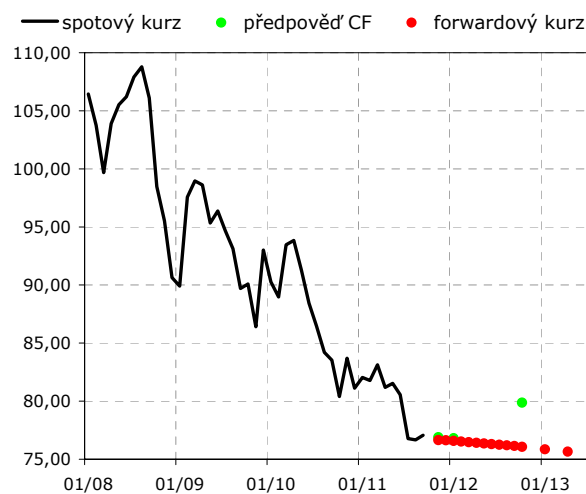
Kurz dolaru vůči euru už od začátku září posiloval až na 8 měsíční maximum. Na jeho vývoji se podílela vyšší averze k riziku a přetrvávající dluhová krize v eurozóně. Dolar také podpořilo rozhodnutí americké centrální banky uskutečnit nákupy dluhopisů s delší splatností, které byly financovány z prodejů kratších obligací bez nutnosti navyšování peněžní zásoby. Aktuální vývoj se také promítl do výhledu kurzu, který by měl být stabilní v horizontu jednoho roku na úrovni 1,33 USD/EUR. Na obnovení zájmu investorů o dolar mělo také vliv zavedení stropu kurzu CHF/EUR. Od té doby se kurz franku pohybuje těsně pod touto hranicí, i když intervence byly nutné jen pár dní po zavedení stropu. Strop se zdá být tedy kredibilní a také nový CF očekává kurz stabilní pod úrovní 1,2 CHF/EUR v horizontu jednoho roku. Další kolo kvantitativního uvolňování jako důsledek zhoršeného výhledu růstu britské ekonomiky přinesl výrazné oslabení libry vůči dolaru a podle nového CF tento trend vydrží do konce roku. Výhled pro japonský jen výrazných změn nedoznal.

USD/EUR



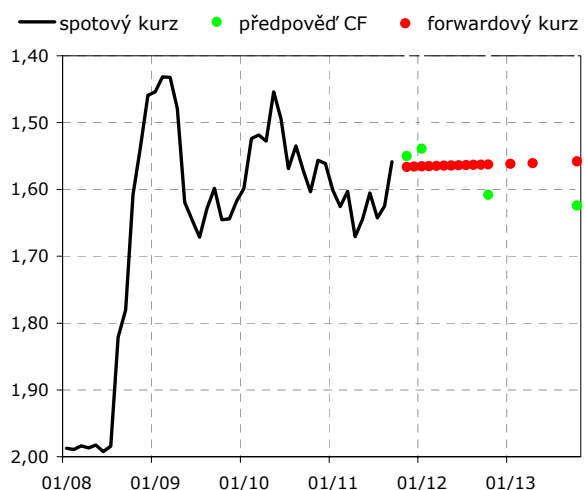
	10/10/11	11/11	01/12	10/12	10/13
spotový kurz	1,364				
předpověď CF		1,337	1,326	1,360	1,333
forwardový kurz		1,364	1,363	1,363	1,364

JPY/USD



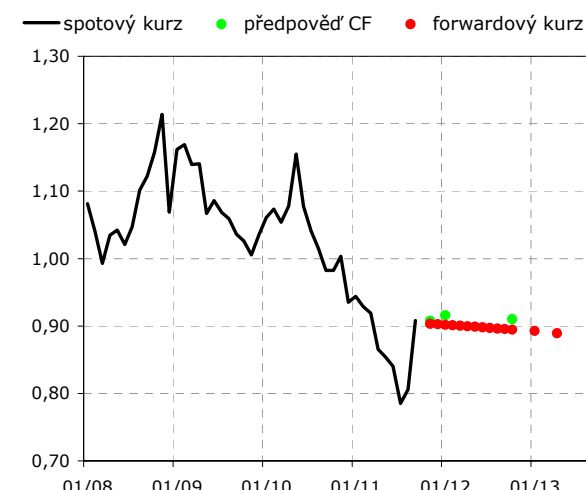
	10/10/11	11/11	01/12	10/12	10/13
spotový kurz	76,68				
předpověď CF		76,89	76,80	79,86	83,53
forwardový kurz		76,65	76,56	76,07	75,11

USD/GBP



	10/10/11	11/11	01/12	10/12	10/13
spotový kurz	1,567				
předpověď CF		1,550	1,539	1,608	1,624
forwardový kurz		1,566	1,565	1,563	1,558

CHF/USD



	10/10/11	11/11	01/12	10/12	10/13
spotový kurz	0,904				
předpověď CF		0,908	0,916	0,910	0,977
forwardový kurz		0,903	0,902	0,895	0,884

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: 15. října 2011]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

Zhruba od dubna 2011 se cena ropy Brent pohybuje kolem mírně klesajícího trendu. Přitom se pravidelně střídají období relativní stability či pozvolného růstu s prudkými propady. V první polovině září cena ropy Brent kolísala v horizontálním pásmu 110-115 USD/b. Poté došlo ve zbytku měsíce k dalšímu poměrně silnému poklesu a 4. října se cena poprvé od letošního února opět dostala pod hranici 100 USD/b. Stejně jako v předchozích třech případech však následovala rychlá korekce vzhůru a ve druhé říjnové dekádě se cena ropy Brent již opět pohybovala nad 110 USD/b. Předpověď na základě futures kontraktů zůstává klesající, oproti hodnotám z minulého měsíce však došlo po celém horizontu k jejímu posunu směrem dolů o cca 4 USD/b. Trh tudíž nepředpokládá problémy s budoucí nabídkou a očekává spíše její růst díky postupnému návratu dodávek libyjské ropy.

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

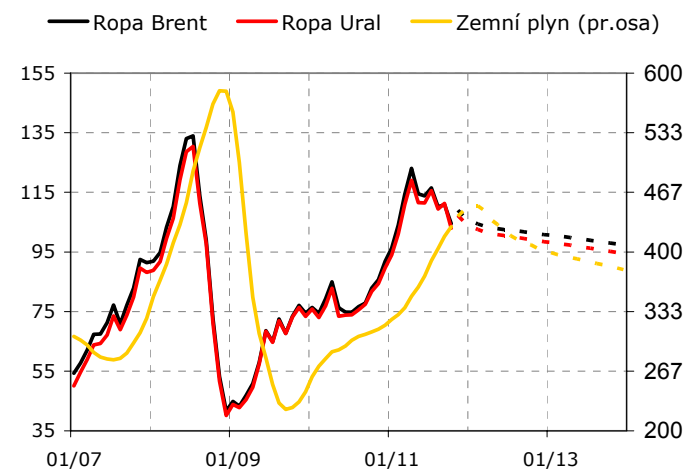
[Uzávěrka dat: 12. října 2011]. Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VI.2 Ostatní komodity

Zatímco u cen energetických komodit byl výsledný pokles v uplynulém měsíci jen mírný (včetně cen uhlí), cenový propad napříč ostatními komoditami byl v průběhu září značný. Ceny pšenice, kukuřice, rýže, sóji a cukru poklesly o cca 20 %, cena kávy dokonce o čtvrtinu. Proti proudu šly jen ceny masa, které se tak nadále pohybují poblíž historických maxim (zejména hovězí). U nepotravinářských zemědělských komodit poklesla cena kaučuku (-17 %), cena bavlny od poloviny července stagnuje (když prudce propadla již ve 2.Q). Rovněž ceny průmyslových kovů se v září značně snižovaly. Cena hliníku sice „jen“ o 10 % (zůstává rostoucí výhled), ale cena mědi o 25 % (a ve výhledu je stagnace). Výrazně klesaly i ceny olova, niklu, platiny a zinku, naopak jen málo se změnilo ceny oceli a železné rudy.

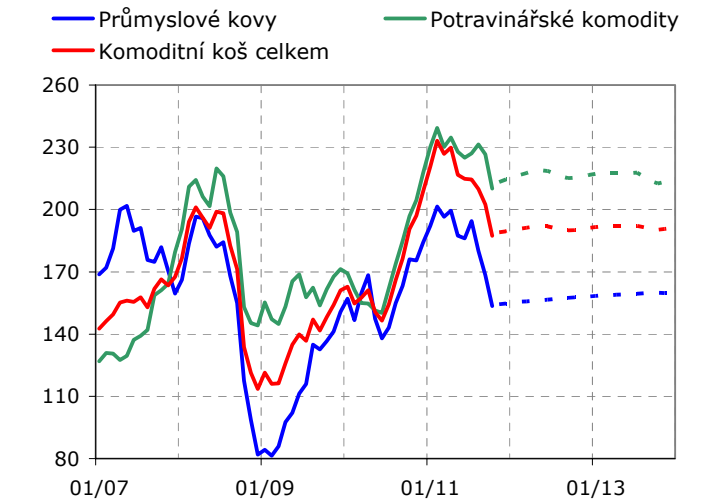
Průměrný měsíční index cen neenergetických surovin byl tak v první polovině října o 20 % níže než v době svého únorového maxima. Subindex potravinářských komodit vykázal menší pokles (12 %), naopak složka průmyslových surovin propadla o 28 % (z toho průmyslové kovy o 24 %).

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



	10/11	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	104,5	102,5	100,8	99,2	97,3
Ropa Ural	103,0	100,5	98,4	96,6	94,5
Zemní plyn	428,0	425,0	401,3	390,4	380,2

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	10/11	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	153,5	156,6	158,2	159,3	159,6
Potravinářské komodity	210,1	218,6	216,6	217,6	214,2
Komoditní koš celkem	187,3	191,9	191,1	192,0	191,2

Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled. [Uzávěrka dat: 12. října 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

OHLÉDNUTÍ ZA VÝROČNÍM ZASEDÁNÍM INSTITUTU PRO MEZINÁRODNÍ FINANCE¹

Pravidelné výroční zasedání členů Institutu pro mezinárodní finance (IIF)² se letos konalo 23. až 25. září ve Spojených státech, Washingtonu, D.C., tj. tradičně shodně s časem výročního zasedání Mezinárodního měnového fondu a Světové banky. První den jednání započal blokem zaměřeným na budoucnost financování bydlení, následovaný bloky k problematice finanční stability a roli ratingů a ratingových agentur ve finančním systému. Druhý den zasedání byl tradičně nejprve věnován prezentaci ekonomů IIF k globálnímu ekonomickému a finančnímu výhledu ve vyspělých a rozvíjejících se ekonomikách. Poté byla na programu speciální sekce k měnící se tváři Blízkého východu následovaná diskusním fórem zejména centrálních bankéřů k současnému turbulentnímu makroekonomickému výhledu. Večerní program byl koncipován jako vzdání holdu odcházejícímu prezidentovi ECB Jean-Claude Trichetovi, mimo jiné i z úst bývalého předsedy FEDu Paula Volckera. Závěrečný den jednání tvořilo diskusní fórum k systémové stabilitě a roli globálních finančních firem a diskusní fórum k fiskálnímu managementu ve vyspělých ekonomikách.

1. Budoucnost financování bydlení

Motivací pro zařazení tohoto úvodního bloku byla ústy Hung Q. Trana (IIF) skutečnost o významné roli amerického hypotečního trhu a jeho podstatné roli ve finanční krizi započaté v roce 2007. Diskuse byla primárně věnována situaci ve Spojených státech (Shaun Donovan – Ministr americké vlády pro bydlení a rozvoj měst; Peter Wallison – Arthur F. Burns a John Walsh – Úřad kontroly měny), která byla následně dána do kontextu s podle všech indicií fungujícím hypotečním trhem v Německu (Mattias Metz – Bausparkasse Schwabisch Hall AG).

Donovan se zaměřil na vývoj hypotečního trhu po pádu Lehman Brothers, jenž spočíval ve stabilizaci společností Fanni Mae a Freddie Mac³, včetně Federal Housing Administration. V této souvislosti zdůraznil, že cílem jeho úřadu je pomoci ve stabilizaci cen nemovitostí, resp. eliminaci jejich výrazných výkyvů. K nim mají přispět čtyři důležité body, tj.: (i) udržet stávající vlastníky hypoték v držbě jejich nemovitostí a omezit množství zabavených nemovitostí z titulu nezaplacení hypotečního dluhu, (ii) zvýšit likvidnost nemovitostí a nemovitostního trhu, (iii) snížit množství nemovitostí u kterých je výše hypotéky vyšší než její aktuální tržní cena a (iv) snížit potíže se získáváním úvěrů na financování bydlení, k čemuž by přispělo snížení míry nezaměstnanosti. Závěrem Donovan deklaroval cíl Obamovy administrativy (tzv. White Paper) mimo jiné ve snížení neúměrně vysokého procenta garantovaných hypoték a potlačení rolí Fanni Mae a Freddie Mac na americkém hypotečním trhu a vytvoření funkčního regulatorního rámce pro všechny subjekty pohybující se na hypotečním trhu (včetně konsolidace existujících současných regulatorních institucí).

¹ Autorem je Luboš Komárek (Lubos.Komarek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² IIF (iif.com) je mezinárodní sdružení zejména velkých finančních institucí, které vzniklo v roce 1983 v reakci na mezinárodní dluhovou krizi. Mezi jeho členy patří většina hlavních komerčních a investičních bank, pojišťoven a investičních firem.

³ The Federal National Mortgage Association, běžně nazývána jako Fannie Mae, byla založena v roce 1938 během Velké deprese jako část programu „New Deal“ presidenta Roosevelta. V 70. letech minulého století pak vzniká Federal Home Loan Mortgage Corporation, známé jako Freddie Mac za účelem vytvoření konkurence s Fannie Mae a vytvoření robustního a efektivního sekundárního trhu s hypotékami.

Vystoupení Walsche bylo zaměřeno na vysvětlení aktivit bank, jakožto poskytovatelů hypoték dohlížených jeho Úřadem, pro regeneraci amerického hypotečního trhu. Walsch zejména připomněl snahu Úřadu ve spolupráci s bankami zpětně projednat a hledat řešení u případů zabavení nemovitosti z důvodu nesplácení hypotéky. Z daného procesu by měly v konečném důsledku profitovat jak banky, tak staronoví vlastníci.

Wallison v kontrastu s výše uvedenými vystoupeními razantně zdůraznil, že je nutné provést opravdu podstatné změny ve fungování amerického hypotečního trhu. Ty spatřuje v obecné rovině v podstatném snížení role americké vlády na hypotečním trhu a přenechání tohoto prostoru trhu. S odvoláním na Donovanem zmiňovanou Bílou zprávu byly navrženy tři přístupy k reformě amerického hypotečního trhu, a to: (i) plně privátní systém, (ii) privátní systém s rolí vlády podobnou úloze „poslední instance“ (backstop) pro případ finančních krizí, (iii) vládou garantovaný systém podobný tomu stávajícímu, jenž využívá subjekty podobné Fanni Mae a Freddie Mac (a které vygenerovaly enormní ztrátu, tj. potažmo náklady pro daňové poplatníky). Wallison připomněl, že republikánští zákonodárci by byli pro radikálnější přechod od stávajícího systému k systému více privátnímu při souběžném omezování činnosti Fanni Mae a Freddie Mac.

Závěrečné vystoupení patřilo Metzovi, který ukázal funkčnost a časem prověřenou životaschopnost německého hypotečního trhu, který vykazuje jak stabilní vývoj cen, tak velmi nízkou míru nesplácení hypoték. Německý systém je založen na třech pilířích, a to na uváženém právním a regulatorním rámci, obezřetnostní kultuře financování a stabilní bázi úspor (Bauspar) kryté výnosy z obligací. Důvody úspěchu německého modelu jsou dle Metze tři: (i) povinná platba v hotovosti při sjednání hypotéky, (ii) nemožnost odpoutání se od své hypotéky (i špatní dlužníci jsou stále zodpovědní za svoji hypotéku), (iii) budování dlouhodobého vztahu mezi klientem a bankou.

2. Role ratingu a ratingových agentur ve finančním systému

Dalším zajímavým a dle reakcí i poměrně živým tématem byl blok věnovaný ratingovým agenturám. Ty byly reprezentovány Richardem Cantorem (Moody's) a Paulem Coughlinem (Standard & Poors). V roli přirozených oponentů vystupoval Peter Kerstens (Delegace Evropské unie v USA) a zejména Soledad Núñez Ramosová (Ministerstvo ekonomiky a financí Španělského království).

Cantor se zabýval zodpovězení dvou základních otázek, a to jaká je pravá role ratingu a jaká je správná role ratingových agentur ve finančním systému. Odpovědí na první otázku bylo, že (i) rating má být tržními subjekty vnímán jako jakákoli jiná nezávislá informace, (ii) žádná instituce by neměla mít monopol na „kreditní názor“, (iii) rating přináší shrnutí jedné z mnoha fungujících nezávislých institucí, (iv) investor by měl mít možnost konzultovat výsledky ratingu s agenturou a být podporován jejím výzkumem a dosavadními výsledky v oboru, tj. rating má přispívat k tržnímu dialogu, nikoli jej ukončovat. Následně prezentoval roli ratingu optikou nedokonalých informací (vztah principál - agent), při kterém vzniká informační asymetrie vedoucí k problémům označovaným jako nežádoucí výběr a morální hazard. Regulatorní autority pracovaly s ratingem v mechanistickém (nikoli prudenčním) pojetí, neboť regulátor vystupuje v roli principála a finanční instituce kupující cenné papíry v roli agenta. Jako složitější vnímal Cantor druhou otázku, zejména z pohledu jejich vlivu na finanční trhy. První tábor volá po menším vlivu současných velkých ratingových agentur⁴, který by mohl být eliminován pomocí tří doporučení, a to: (i) snížením role ratingů v regulatorním rámci, (ii) omezení v publikování ratingů, (iii) vytvořením vládní agentury vytvářející alternativní pohled na kreditní riziko. Druhý, zřejmě méně silný tábor volá po větším

⁴ Standard & Poors, Moody's Investor Service a Fitch Ratings
Česká národní banka / Globální ekonomický výhled – Říjen 2011

vlivu ratingových agentur, čímž vyzdvihuje jejich nezávislý pohled na hodnocenou entitu.

Navazující vystoupení Coughlina nejprve dodalo, že rating vyjadřuje relativní názory o úvěrové bonitě subjektu, resp. bonitě jeho dluhu. Rating nelze zároveň chápat jako absolutní měřítko pravděpodobnosti úpadku. Poté byla diskutována klíčová kritéria Standard & Poors při vytváření ratingu, tj. srovnatelnost, transparentnost, harmonizace a simplifikace. Tato kritéria následně demonstroval na vytváření svrchovaného ratingu, resp. svrchované úvěrové bonity, která se skládá z pěti klíčových oblastí, a to politického, ekonomického, externího, fiskálního a monetárního skóre.⁵ V další části prezentace byl ukázána pohyb a distribuce svrchovaného ratingu. Zde vyniká asijsko-pacifický region, kde je největší počet zlepšení ratingu, resp. zlepšení výhledu. U evropské retrospektivy v udělování ratingu bylo připomenuto, že Standard & Poors v případě Řecka v roce 2004 snížila rating ze stupně A+ na stupeň A, nicméně tržní prémie mezi Řeckem a Německem byla v daný čas přesto velmi nízká. Dále se Coughlin snažil odpovědět na otázku, zda zveřejnění ratingu vede k destabilizaci na trzích. Fakta to nepotvrzují, což dokládá srovnáním vývoje ratingu Standard & Poors s implicitním ratingem (CDS Market Indicator) a CDS spreadem u Řecka, Irska, Itálie, Portugalska, ale i Velké Británie, pro kterou dané indikátory prozatím nesignalizují změnu ratingu. Nová kritéria byla přijata Standard & Poors rovněž při hodnocení bank, přičemž lze transparentně rozklíčovat, zda za případnou změnou ratingu stojí změněná obchodní (business), kapitálová a zisková, riziková nebo likviditní pozice. Závěrem byl pronesen názor, že ratingové agentury nezpůsobily přehnanou reakcí trhů v době krize a plnily si svoji úlohu dobře.

Odlišný pohled byl prezentován Ramosovou, která nejprve souhlasně s Cantorem a Coughlinem vyzdvihla důležitou úlohu ratingových agentur v současném globalizovaném světě. Ratingové agentury ztratily část své reputace (vlivem nedostatečného odhalení problémů monitorovaných subjektů a aktiv), kterou se snaží získat zpět. Ramosova postavila kritiku fungování ratingových agentur na argumentu procykličnosti. Ta se projevuje jednak vlivem nadměrného zohledňování názorů trhu oproti skutečnostem podloženými fundamentálními faktory, ale rovněž nevhodným načasováním zveřejňování ratingů. V této souvislosti navrhla Ramosova pravidlo, že ratingové agentury by měly přijímat rozhodnutí ve čtvrtek a ratingy zveřejňovat v pátek po uzavření trhů (C.O.B.). Dané pravidlo by mělo jak znemožnit „strategické hry“ s ambicí ovlivnění trhů, tak umožnit do doby opětovného otevření trhů zveřejnění názoru monitorovaného subjektu. Závěrem svého vystoupení demonstrovala nevhodnost zveřejňovaných ratingů na reáliích španělské ekonomiky.

3. Globální ekonomický výhled dle IIF

Světová ekonomika dle ekonomů IIF čelí těmto čtyřem současným výzvám, plynoucím z efektů: (i) tzv. arabského jara (vyšší ceny ropy⁶ a slabší růst v zemích MENA⁷), (ii) japonského zemětřesení znamenajícího znatelný dopad do vývoje globálního průmyslu, (iii) fiskálního utahování ve vyspělých ekonomikách a (iv) monetárního utahování v rozvíjejících se ekonomikách. Výhled globální ekonomické aktivity byl následně představen hlavním ekonomem IIF Phillipem Suttlem, viz tabulka.

⁵ V tomto kontextu Coughlin ilustroval, že k nedávnému snížení ratingu USA přispělo právě snížené politické skóre.

⁶ Z predikce IIF vyplývá očekávání opětovného sblížení rozdílu mezi cenou ropy WTI a Brent až za horizontem roku 2013. Ten se vytvořil na počátku letošního roku vlivem výraznějšího poklesu ceny ropy WTI. Blíže se danému tématu budeme věnovat v listopadovém čísle Globálního ekonomického výhledu.

⁷ MENA (Middle East and North Africa) – akronym označující země Blízkého východu a severní Afriky.

Tabulka: Výhled globální ekonomické aktivity a inflace ve světě

Země	Reálný HDP (mzr. v %)			Inflace (mzr. v %)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Vyspělé ekonomiky	1,4	1,8	2,1	2,2	1,3	1,7
USA	1,6	1,8	2,4	3,0	1,0	2,0
Eurozóna	1,7	1,3	1,7	2,0	2,0	2,0
Japonsko	-0,3	2,8	1,9	-0,3	-0,1	0,0
Rozvíjející se ekonomiky	6,3	6,0	--	6,3	5,7	--
Latinská Amerika	4,2	3,7	--	8,3	8,5	--
Evropa	4,5	3,7	--	6,4	6,2	--
Asie	8,0	7,9	--	5,4	4,2	--
Afrika a Blízký východ	4,6	4,1	--	6,2	6,2	--
Svět celkem	3,4	3,6	--	3,9	3,2	--

V další části se Suttle věnoval pozornost otázce, proč měnová politika nefunguje tak, jak by měla. Za hlavní důvod bylo označeno zhoršené fungování transmisního mechanismu, zejména, tzv. kreditního (úvěrového) kanálu. To je patrné jak ze strany přetrvávající velmi slabé poptávky po úvěrech, tak jejich nízké nabídky. Důvodem tohoto stavu může být dle Suttlea přehnaná orientace komerčních bank na obchodování s novými instrumenty centrálních bank v rámci programů kvantitativního uvolňování, místo orientace na „klasický“ kreditní byznys..

Dále bylo prezentováno šest hlavních skutečností, kterým v současnosti čelí komerční banky: (i) Krize eura znamenající pro banky, zejména ty systémově významné, těžkou volbu, tj. zda ochraňovat sebe samé nebo finanční systém, kde hrají nezanedbatelnou roli. Probíhající snahy o reformu regulatorního rámce byly označeny za další výzvu, které komerční banky čelí. (ii) Nesnadný život bank ve světě s úrokovými sazbami blízkými nule, jenž mimo jiné demonstruje slabá ziskovost japonských bank a zvýšená volatilita cen aktiv, jako právě možný důsledek velmi nízkých úrokových sazeb. (iii) Politici se snaží odvést pozornost od svých vlastních selhání, záchranné návrhy se často mění a zůstávají v nedopracované podobě. (iv) Rozsah finančního protekcionismu, zejména rozšířeného v Evropě, přičemž jisté naděje jsou vkládány do konceptu Basel III.⁸ (v) Investoři do akcií vnímají v současnosti banky jako málo vynášející a vysoce rizikové, což způsobí velmi nákladné financování pro banky cestou úpisu akcií. (vi) Dvourychlostní svět odrážející se v dilematu strategií komerčních bank, zda se spíše orientovat na rozvíjejících se teritoria s vidinou participace na jejich vyšším hospodářském růstu, nebo být primárně zaměřen na stagnující lokální trhy.

Prezentace globálního ekonomického výhledu IIF byla Suttlem zakončena heslem: „*The Global economy will be airborne momentarily*“, což lze pod vlivem britské, resp. americké angličtiny rozdílně interpretovat⁹ a je na individuálním posouzení každého, kterou považuje za pravděpodobnější. Zbývající prezentace bloku byly věnovány rozboru ekonomické situace v jednotlivých světadílech a faktu, že současná krize je tzv. „krizí bilancí“¹⁰. Na zasedání IIF však zaznívaly varovné hlasy, že současná situace vyspělých ekonomiky je možná horší než v období pádu Lehman Brothers.

⁸ První čtyři skutečnosti jsou hlavně platné pro vyspělé ekonomiky.

⁹ V britské angličtině spojení „airborne momentarily“ lze přeložit „na chvíli“, kdežto v americké angličtině „za minutu“.

¹⁰ Bilance finančních institucí jsou kontaminovány méně či více toxickými aktivy.

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

	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