

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – DUBEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2016

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	4
II.3 Německo	5
II.4 Japonsko	5
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	6
III.1 Čína	6
III.2 Indie	6
III.3 Rusko	7
III.4 Brazílie	7
IV. Grafy výhledů kurzů	8
V. Vývoj na komoditních trzích	9
V.1 Ropa a zemní plyn	9
V.2 Ostatní komodity	10
VI. Zaostřeno na...	11
Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit?	11
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016	17
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016	17
A3. Seznam zkratk použitých v GEVU	18
A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU	19

Datum uzávěrky dat

15. dubna 2016

Sběr dat CF

11. dubna 2016

Datum publikace GEVU

22. dubna 2016

Poznámky ke grafům

Předpovědi FED a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek lubos.komarek@cnb.cz Garant Shrnutí	Oxana Babecká oxana.babecka-kucharcukova@cnb.cz Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	Pavla Břizová pavla.brizova@cnb.cz Editorka IV. Grafy výhledů kurzů	Filip Novotný filip.novotny@cnb.cz II.1 Eurozóna	Soňa Benecká sona.benecka@cnb.cz II.2 Spojené státy II.4 Japonsko
Milan Klíma milan.klima@cnb.cz II.3 Německo	Iveta Polášková iveta.polaskova@cnb.cz III.2 Indie III.4 Brazílie	Jan Hošek jan2461.hosek@cnb.cz V. Vývoj na komoditních trzích Zaostřeno na...		

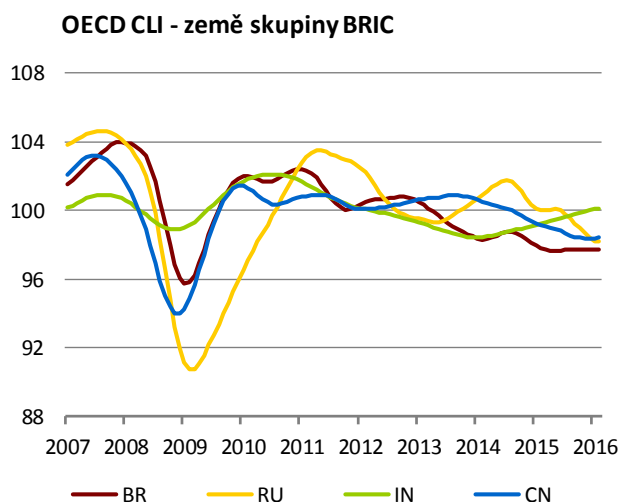
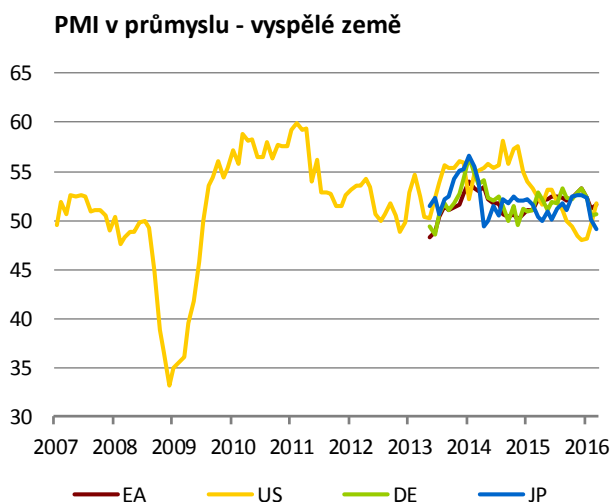
Dubnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle dále zaostřujeme naši pozornost na otázku: „Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit?“ Zde se mimo jiné zaměřujeme na vývoj fundamentálních faktorů (produkce, spotřeby a zásob), které by měly zásadně ovlivňovat jak aktuální, tak budoucí cenu dané komodity. Následně na základě jednoduchých statistik odvozujeme roli těchto fundamentálních a případně jiných faktorů ve vývoji ceny předmětné komodity.

Výhledy hospodářského růstu hlavních vyspělých světových ekonomik se v dubnu s různou intenzitou opět snížily. I přes tyto pokračující korekce si pozici nejrychleji se rozvíjejícího ekonomického celku udrží Spojené státy. Aktuální údaje dále potvrzují, že ekonomický růst eurozóny již přestává být tažen Německem, které by mělo v letošním roce vykázat růst de facto totožný jako eurozóna a v příštím roce dokonce lehce nižší. Dynamika ekonomiky eurozóny se tak sice letos přiblíží dynamice ekonomiky USA, příští rok se však od ní vlivem zrychlení americké ekonomiky opět vzdálí na rozdíl 0,8 p. b. Japonsko dále pro letošní rok čeká růst již jen lehce nad 0,5 % s nepatrně se snižujícími výhledy. Nově příchozí údaje o cenovém vývoji hlavních světových ekonomik byly oproti minulému měsíci rovněž vesměs přehodnoceny směrem dolů, v případě eurozóny a zejména Japonska by měla spotřebitelská inflace jen těsně setrvat v nezáporných hodnotách. Z námi sledovaných ekonomik by tak pouze Spojené státy mohly ke konci roku 2017 vykázat míru inflace nad „magickou“ 2% hodnotou.

Výhledy růstu HDP rozvíjejících se zemí skupiny BRIC byly s výjimkou Číny oproti minulému měsíci vesměs mírně sníženy. I přes nepatrné zvýšení výhledů ekonomické dynamiky však Čína za lídrem skupiny – Indií – zaostává o více než 1 p. b. Výhledy inflace se u obou zemí posunuly „správným“ směrem, kdy v případě Číny se lehce zvýšily na dosah 2% hodnoty a v případě Indie mírně poklesly k 5% hladině, což je v souladu s vysokou hospodářskou dynamikou indické ekonomiky. Obě tyto ekonomiky jsou ve zcela jiné situaci, než Brazílie a Rusko, které letos bude doprovázet „slumpflace“. V případě Ruska bude hodně záviset na vývoji světových cen ropy, v případě Brazílie na tom, zda se podaří politickým a ekonomickým elitám nastartovat vyšší využití potenciálu brazilské ekonomiky.

Výhledy úrokových sazeb v eurozóně setrvávají na velmi nízkých hodnotách s klesajícím výhledem v roce 2016 a de facto bez náznamu růstu do konce roku 2017. V případě Spojených států lze předpokládat, že na nadcházejícím jednání Fedu nedojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, tento krok je v ročním horizontu očekáván již jen dvakrát. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu posílit vůči všem sledovaným měnám; mírně vůči euru, indické rupii, čínskému renminbi a ruskému rublu, viditelněji pak vůči japonskému jenu a zejména brazilskému realu. Tržní výhled cen ropy se oproti minulému měsíci opět posunul vzhůru a po celé trajektorii zůstává nadále mírně rostoucí. V horizontu jednoho roku by cena ropy Brent měla dosáhnout zhruba 46 USD/b. Růst cen zemního plynu na základě dlouhodobých kontraktů, které jsou indexovány k cenám ropy se zpožděním 6 až 9 měsíců, se očekává až v posledním čtvrtletí letošního roku. Indexy cen průmyslových kovů a potravinářských komodit se nadále pohybují poblíž jejich sedmi, respektive šestiletých minim, tržní předpovědi zůstávají na celém horizontu jen slabě rostoucí.

Předstihové ukazatele pro sledované země

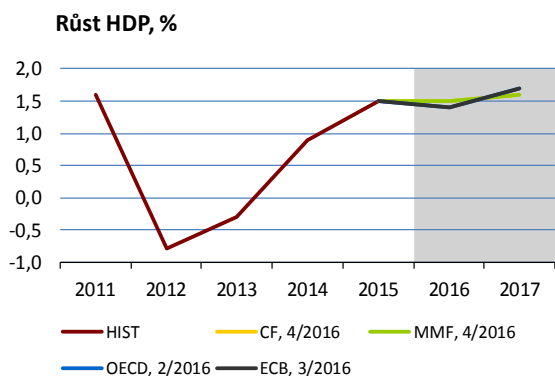


Zdroj: Bloomberg, Datastream

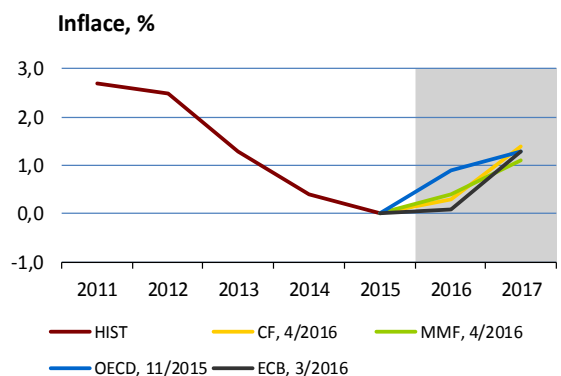
II.1 Eurozóna

Prognózy růstu HDP eurozóny na letošní rok se pohybují přibližně na úrovni skutečnosti loňského roku (1,5 %), v roce 2017 by měl hospodářský růst mírně zrychlit. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostl HDP o 1,6 % meziročně a o 0,3 % mezičtvrtletně, když k jeho meziročnímu růstu opět nejvíce přispěla spotřeba domácností a oproti minulým čtvrtletím také výrazněji investice. Naopak příspěvek čistého vývozu byl záporný. Dosavadní hospodářský vývoj v eurozóně je tak stále umírněný se spoustou nejistot. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu stagnoval na zhruba stejné hodnotě jako před měsícem, tedy mírně v expanzivním pásmu. Nicméně i přes vyšší hodnoty tohoto předstihového ukazatele v průběhu loňského roku meziroční růst průmyslové produkce v únoru výrazně zpomalil (a meziměsíčně produkce poklesla), a to i přes pozitivní nabídkový šok vlivem nízkých cen ropy. Také ostatní předstihové ukazatele spíše stagnovaly a ZEW indikátor dále poklesl. Reálné maloobchodní tržby se v únoru vyvíjely v intencích předchozích měsíců a meziročně vzrostly o 2,4 %.

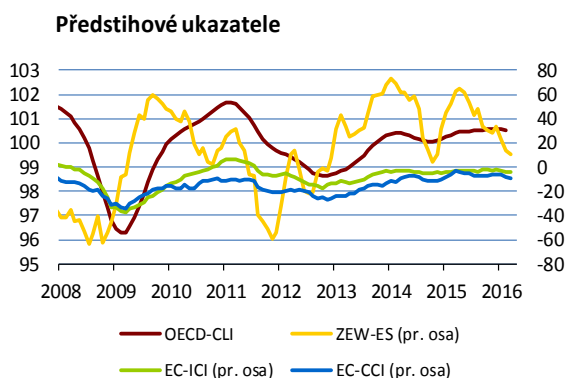
Spotřebitelské ceny po předchozím mírném poklesu v březnu stagnovaly. Hlavním faktorem stagnující inflace byl meziroční pokles cen energií. ECB v březnu přehodnotila jak výhled růstu HDP, tak inflace pro letošní i příští rok směrem dolů a přistoupila k uvolnění své měnové politiky. Celkově je očekávána inflace poblíž nuly v letošním roce a její zvýšení nad 1 % v roce 2017. Krátkodobé úrokové sazby zůstanou podle tržních výhledů na mírně záporných hodnotách až do konce roku 2017, přičemž výnos z desetiletého německého vládního dluhopisu by měl podle CF v ročním horizontu vzrůst na 0,6 %, tedy mírně níže, než bylo očekáváno před měsícem. Meziroční růst peněžního agregátu M3 činil v únoru 5 %, stejně jako v předchozím měsíci.



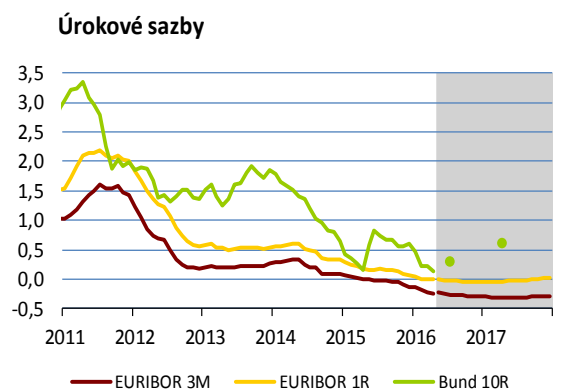
	CF	MMF	OECD	ECB
2016	1,5 →	1,5 →	1,4 →	1,4 →
2017	1,6 →	1,6 →	1,7 →	1,7 →



	CF	MMF	OECD	ECB
2016	0,3 →	0,4 →	0,9 →	0,1 →
2017	1,4 →	1,1 →	1,3 →	1,3 →



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
1/16	100,6	-3,1	-6,3	22,7
2/16	100,5	-4,1	-8,8	13,6
3/16		-4,2	-9,7	10,6

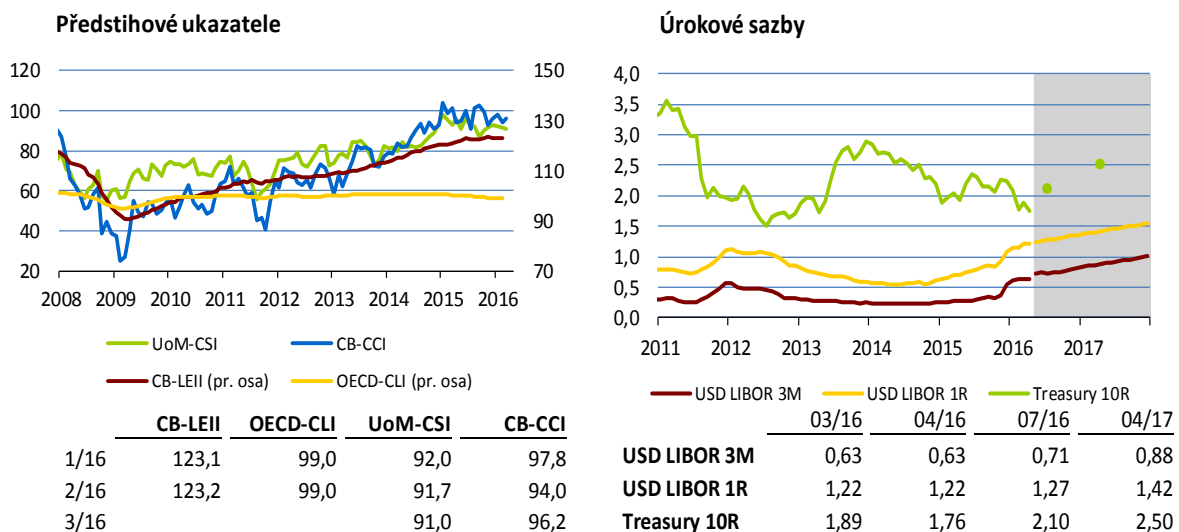
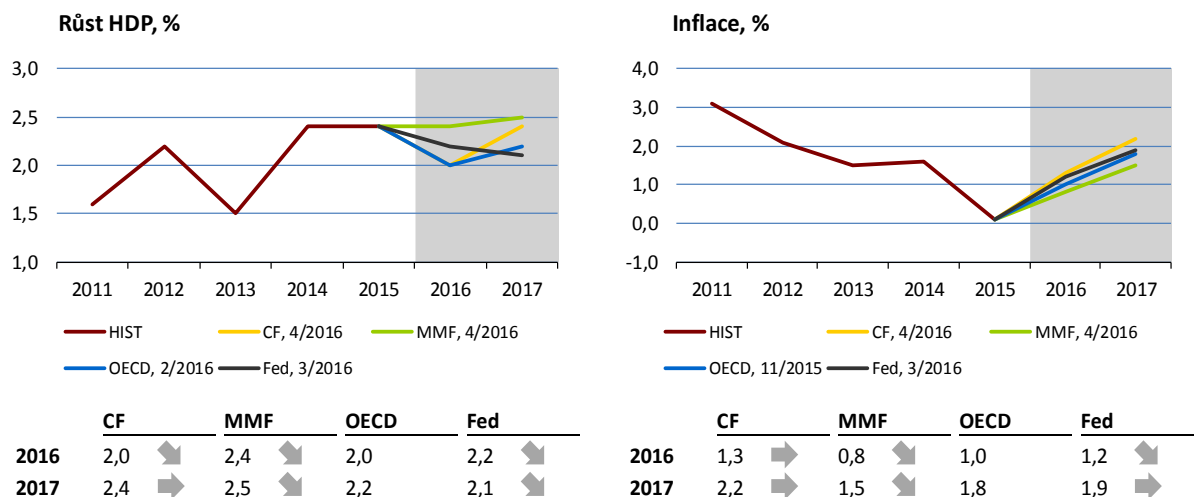


	03/16	04/16	07/16	04/17
3M EURIBOR	-0,23	-0,25	-0,26	-0,31
1Y EURIBOR	-0,01	-0,01	-0,03	-0,04
10Y Bund	0,22	0,13	0,30	0,60

II.2 Spojené státy

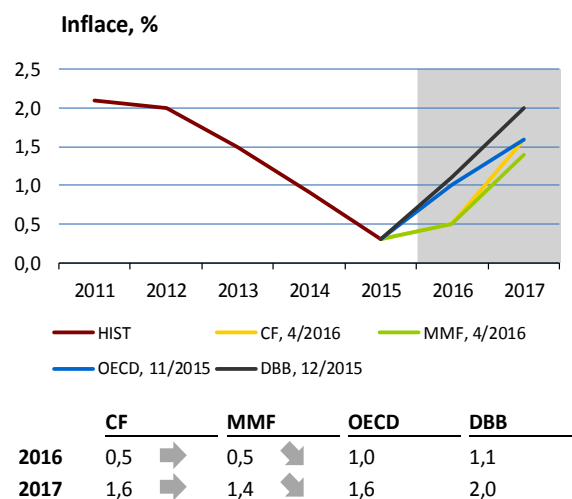
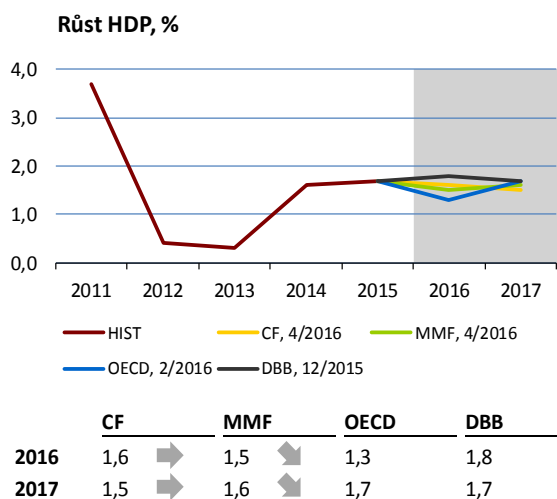
Americká ekonomika v závěru roku rostla rychleji, než naznačoval druhý odhad HDP. Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dosáhl růst HDP hodnoty 1,4 % (mezičtvrtletně, anualizovaně) a byl tažen zejména dynamikou soukromé spotřeby (2,4 % mezičtvrtletně, anualizovaně). Naopak propad firemních investic byl hlubší, než se očekávalo, zejména pak z titulu výrazně nižších korporátních zisků. Situace amerických firem, zejména ve zpracovatelském průmyslu, se pak ani v prvním čtvrtletí 2016 výrazně nezlepšila. Pokles zaznamenaly nejen objednávky, ale i investice firem a jejich zásoby. Průmyslová produkce v březnu, stejně jako v únoru, meziměsíčně poklesla (o 0,6 %), především v těžebním a automobilovém průmyslu. Naopak na trhu práce je patrné další zlepšení. V březnu vzniklo 215 tisíc nových pracovních míst v nezemědělském sektoru a o 30 tisíc byly revidovány nahoru i údaje za leden a únor. Míra nezaměstnanosti změn nedoznala (5 %) a míra participace opět nepatrně vzrostla na 63 %. Březnový propad maloobchodních prodejů byl výrazný zejména u aut a důvěra spotřebitelů mírně klesla. Pro první čtvrtletí tedy předstihové ukazatele naznačují další zpomalení americké ekonomiky.

Meziroční inflace spotřebitelských cen v únoru zpomalila na 1,0 %, zatímco jádrová inflace se udržela na vyšších hodnotách. Ceny výrobců zaznamenaly v meziročním vyjádření pokles. Přetrvávající rizika v globální ekonomice vedla dle předsedkyně Fedu Yellenové k přehodnocení tempa růstu úrokových sazeb. Očekává se, že Fed letos zvýší rozpětí základní mezibankovní sazby jen dvakrát po čtvrtině procentního bodu, místo dříve očekávaných čtyř kroků ve stejné výši. Následkem toho došlo k poklesu trajektorie implikovaných úrokových sazeb. Podle dubnového šetření je dokonce více než 91 % panelistů CF přesvědčeno, že na zasedání v dubnu sazby zvýšeny nebudou. Dubnový CF změnil pouze předpověď růstu HDP v roce 2016, a to o 0,1 p. b. směrem dolů na 2 %.



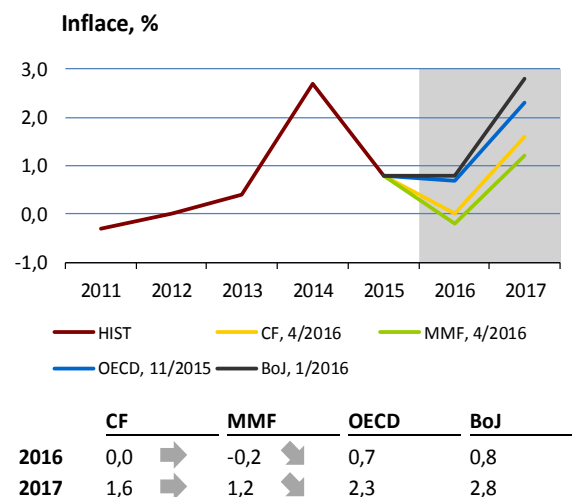
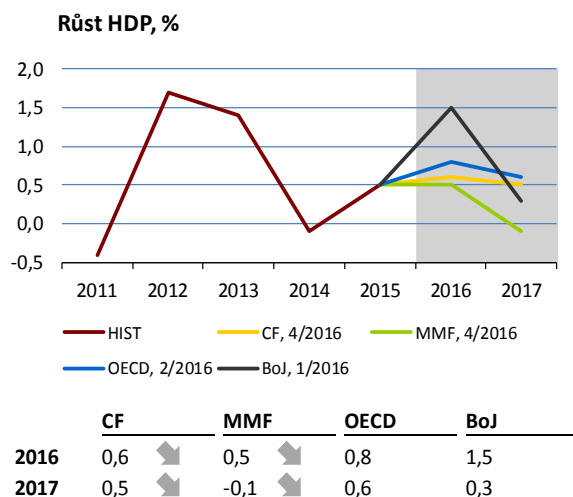
II.3 Německo

Mezičtvrtletní tempo růstu německého HDP zůstalo v loňském čtvrtém čtvrtletí na úrovni 0,3 %, ale meziroční hospodářský růst se snížil na 1,3 %. Pro první čtvrtletí letošního roku dubnový CF očekává mírnou akceleraci mezičtvrtletní i meziroční ekonomické dynamiky. Tomu nasvědčuje i vývoj předstihových ukazatelů, které se v březnu vesměs zvýšily po poklesech v lednu a únoru. Pozitivní výhled podporuje také růst průmyslové výroby v lednu a únoru. Ten významně posílil ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Pro celý letošní rok očekává CF zvýšení HDP o 1,6 %, nový výhled MMF pak o 1,5 %, což je v souladu s odhady nejvýznamnějších německých ekonomických ústavů (1,6 %) i výboru poradců německé vlády (1,5 %). Spotřebitelské ceny se v březnu vrátily k meziročnímu růstu o 0,3 % (po stagnaci v únoru) v důsledku zvýšení cen služeb, které převážilo nad dalším snižováním cen energií. Pro celý letošní rok očekává CF i MMF inflaci na úrovni 0,5 % a její akceleraci na 1,6 % v příštím roce.



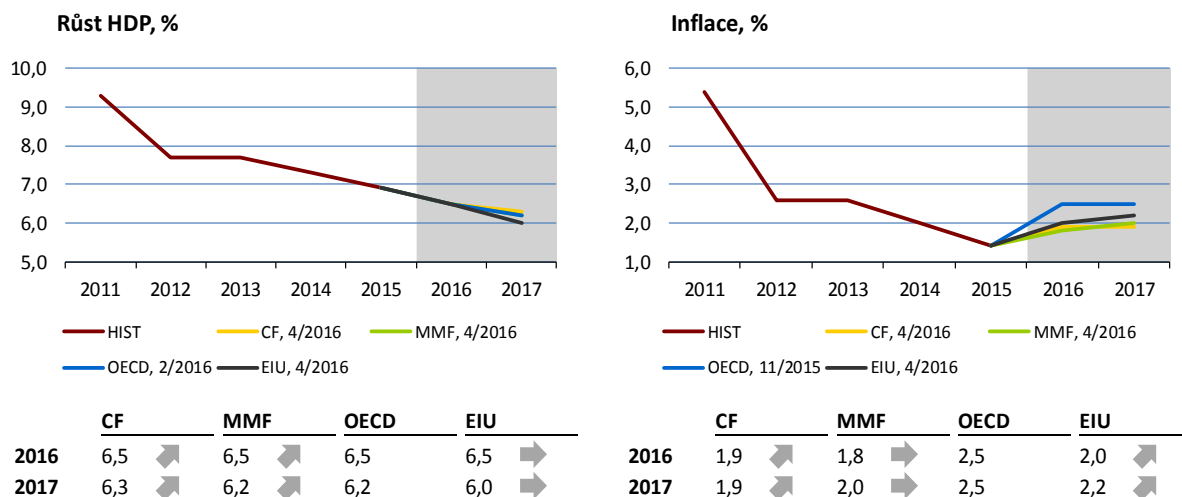
II.4 Japonsko

Výkon japonské ekonomiky i nadále zaostává za očekáváním a finanční trhy dokonce nevyklučují možnost, že v prvním čtvrtletí 2016 dosáhne meziroční růst HDP záporné hodnoty. Průmyslová produkce se v meziměsíčním srovnání v únoru snížila o 5,2 %. Předstihový ukazatel aktivity ve zpracovatelském průmyslu (PMI) se v březnu dokonce propadl do pásma kontrakce (49,1), a to zejména kvůli složce nových exportních objednávek. Exportní výkonnost Japonska se i nadále zhoršuje, když se v únoru celkový vývoz v meziročním srovnání opět snížil (o 4 %). Zdrojem obav je pak zejména posílení japonského jenu vůči dolaru, které dosáhlo 18měsíčního maxima. Inflační tlaky zůstávají utlumené, když celková meziroční inflace dosáhla v březnu 0,3 % a jádrová inflace bez cen potravin byla opět nulová. Dubnový CF i nový výhled MMF pak přinesly další snížení předpovědi ekonomického růstu v roce 2016 i 2017. Výhled inflace u CF změn nedoznal, MMF letos očekává deflaci.



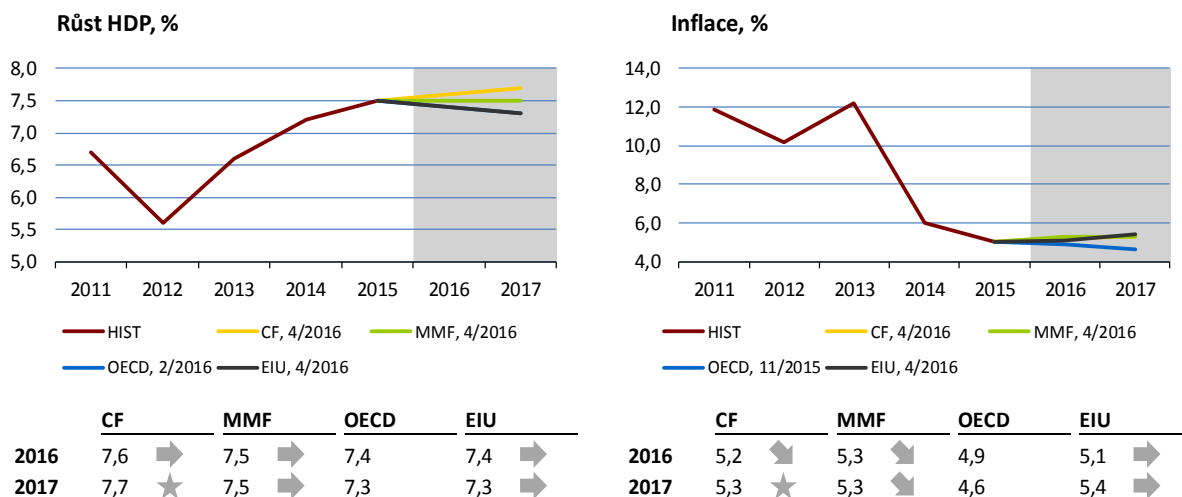
III.1 Čína

Vývoj růstu HDP za první čtvrtletí (6,7 % meziročně) ukazuje na neustálé zpomalování čínské ekonomiky, avšak aktuální krátkodobé makroekonomické indikátory vyznívají převážně optimisticky. Meziroční tempo růstu průmyslové produkce se v březnu zvýšilo na 6,8 % a rovněž PMI ukazuje na možné zlepšení makroekonomické situace. Sezónně očištěný PMI ve zpracovatelském průmyslu (CAIXIN) stoupl na hodnotu 49,7. Vývoz v nominálním vyjádření po předchozím významném meziročním propadu vykázal v březnu 11,5% meziroční růst, přičemž na růstovou trajektorii se vývoz vrátil poprvé za posledních devět měsíců. Tempo poklesu dovozu téměř dvojnásobně zpomalilo oproti předchozímu měsíci a dosáhlo 7,6 %. Výsledky v obou měsících byly nicméně výrazně ovlivněny plovoucím začátkem nového lunárního roku. Dubnový CF revidoval jak HDP, tak inflaci směrem k vyšším hodnotám a očekává letos 6,5% tempo růstu HDP a 1,9% tempo růstu spotřebitelských cen, podobně jako nový výhled MMF.



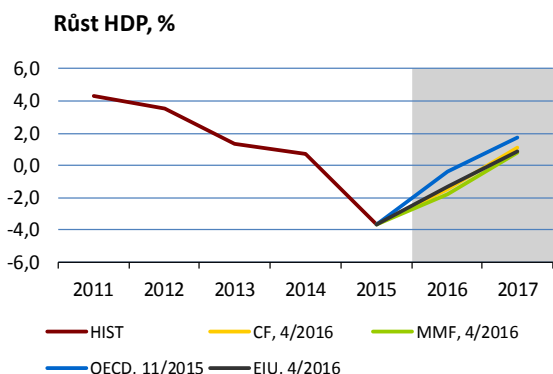
III.2 Indie

Indická průmyslová produkce zaznamenala v únoru – po třech měsících poklesu – meziroční nárůst o 2 %, a to zejména vlivem nárůstu v odvětví těžbařství a výroby elektrické energie. PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu vzrostl na 52,4 bodů, a to zejména díky nárůstu v nových exportních objednávkách a zlepšení domácí poptávky. Předpovědi růstu HDP pro v dubnu začínající fiskální rok 2016/17 se nezměnily. Pro fiskální rok 2017/18 pak CF uvádí jako svou první predikci růst HDP ve výši 7,7 %. Inflace v březnu zpomalila již podruhé v řadě, a to na 4,8 %, díky pomalejšímu nárůstu cen potravin. Indická centrální banka na svém dubnovém zasedání snížila základní úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 6,5 %. Důvody jsou očekávání posilujícího hospodářského růstu v letošním roce a také normálního průběhu monzunu, který by tak neměl působit na zvyšování inflace. Výhledy inflace upravil CF i MMF. Pro oba fiskální roky odhadují inflaci na úrovni 5,2–5,3 %.

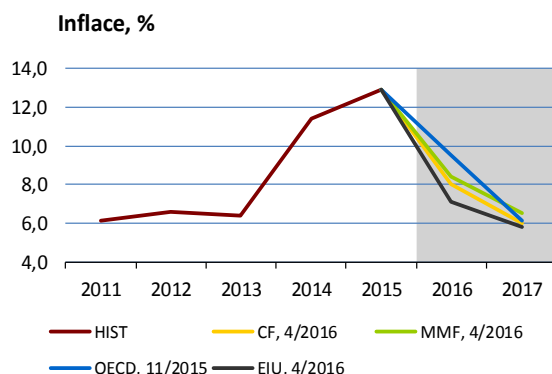


III.3 Rusko

V posledním čtvrtletí loňského roku se propad HDP Ruska prohloubil na 3,8 %, ovšem dynamika průmyslové produkce v prvních měsících 2016 ukazuje na její zlepšení oproti čtvrtému čtvrtletí 2015. Ruská produkce ropy zatím stoupá. Její těžba v březnu vzrostla o 0,3 % na 10,91 mil. barelů denně, což je nejvyšší hodnota od roku 1987, přičemž nejvíce k tomu přispěli „malí producenti“ ropy (růst 1,5 %) a joint ventures (růst 11,9 %). Naproti tomu produkce velkých ropných společností již zpomalila v průměru o 0,1 % a navíc není vzájemně koordinována. Vlivem růstu cen ropy a oslabení amerického dolaru rubl i nadále postupně posiloval a v polovině dubna se přiblížil k hranici 65 RUB/USD. Nové výhledy CF, MMF a EIU očekávají v letošním roce propad HDP o 1,3–1,8 %, přičemž CF i MMF své výhledy snížily. Výhled inflace naopak všechny tři instituce výrazně snížily a nově očekávají její letošní hodnotu v rozmezí 7,1–8,4 %.



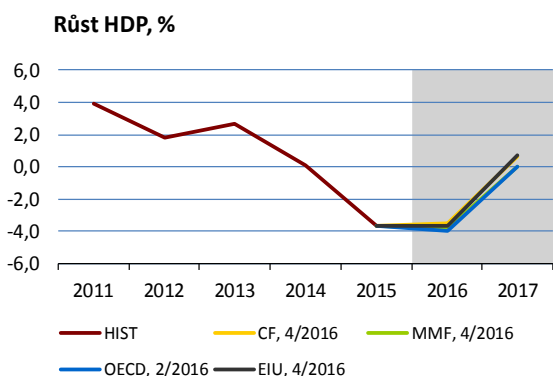
	CF	MMF	OECD	EIU
2016	-1,5	-1,8	-0,4	-1,3
2017	1,1	0,8	1,7	0,9



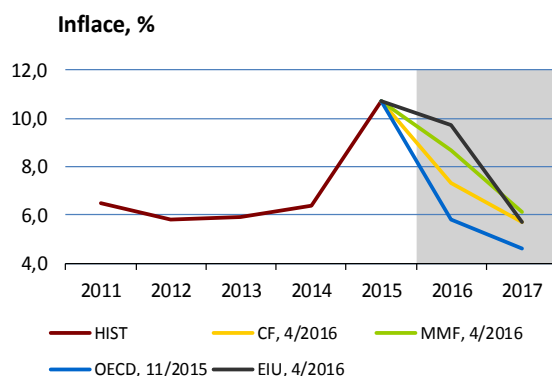
	CF	MMF	OECD	EIU
2016	8,0	8,4	9,5	7,1
2017	6,0	6,5	6,1	5,8

III.4 Brazílie

Očekávání dalšího nepříznivého vývoje příjmů domácností a nejistoty ohledně vývoje nezaměstnanosti podřívají spotřebitelskou důvěru v Brazílii. Situaci v zemi nezlepšuje ani aktuální rozhodnutí Kongresu o zahájení procesu impeachmentu proti prezidentce Dilmě Rousseffové kvůli fiskální nezodpovědnosti. Nezaměstnanost se v únoru opět zvýšila a dosáhla nejvyšší úrovně za posledních sedm let. Průmyslová výroba meziročně klesá již dva roky, její pokles se však stejně jako propad maloobchodních tržeb v únoru zmírnil. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v březnu zvýšil, ale navzdory pozitivnímu nárůstu nových obchodů ze zahraničí zůstává zpracovatelský sektor v kontrakci již třináctý měsíc v řadě. Výhledy růstu HDP pro letošní rok opět snížily CF, MMF i EIU, v příštím roce pak EIU předpověď mírně zvýšil (o 0,2 p. b.). Inflace v březnu činila 9,4 % a oproti únoru se snížila o celý 1 p. b., především díky snížení cen elektřiny a dopravy. Přesto CF i MMF zvýšily předpověď inflace pro rok 2016 na 7,3 %, resp. 8,7 %. Pro rok 2017 se očekává inflace ve výši 5,7–6,1 %.



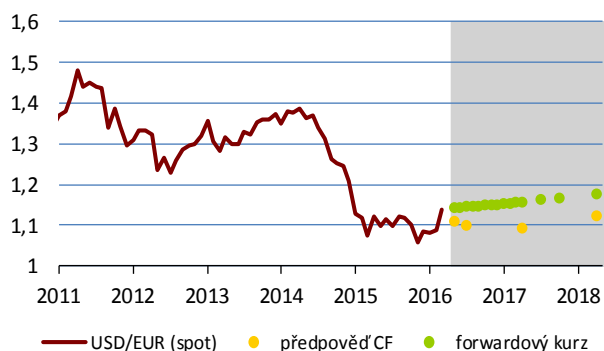
	CF	MMF	OECD	EIU
2016	-3,5	-3,8	-4,0	-3,7
2017	0,6	0,0	0,0	0,7



	CF	MMF	OECD	EIU
2016	7,3	8,7	5,8	9,7
2017	5,7	6,1	4,6	5,7

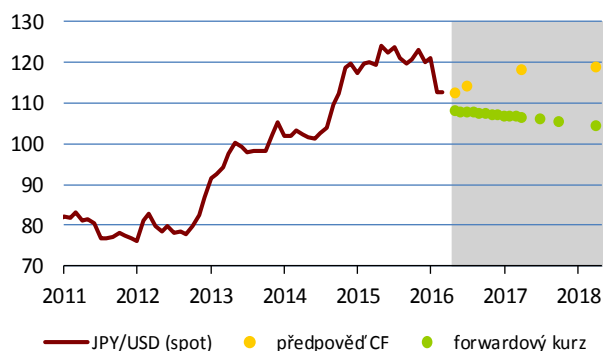
IV. Grafy výhledů kurzů

Americký dolar (USD/EUR)



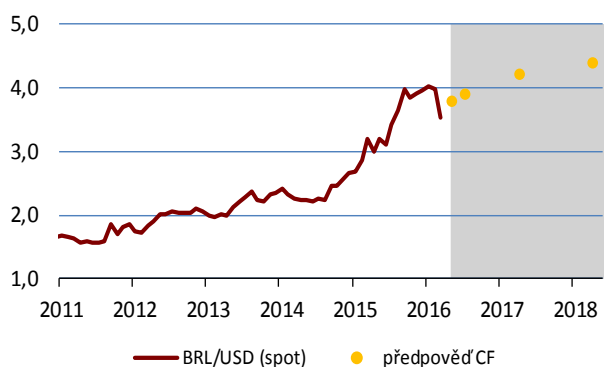
	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	1,141				
předpověď CF		1,109	1,099	1,091	1,121
forwardový kurz		1,142	1,144	1,156	1,175

Japonský jen (JPY/USD)



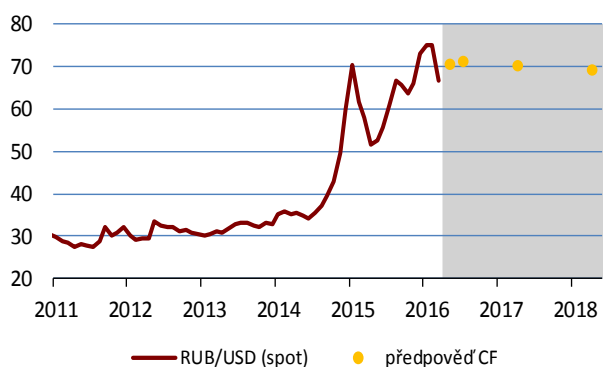
	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	107,9				
předpověď CF		112,3	114,2	118,1	118,6
forwardový kurz		107,8	107,6	106,4	104,3

Brazilský real (BRL/USD)



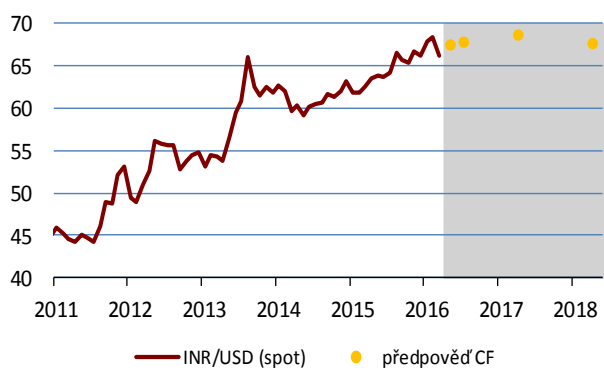
	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	3,529				
předpověď CF		3,774	3,896	4,198	4,375

Ruský rubl (RUB/USD)



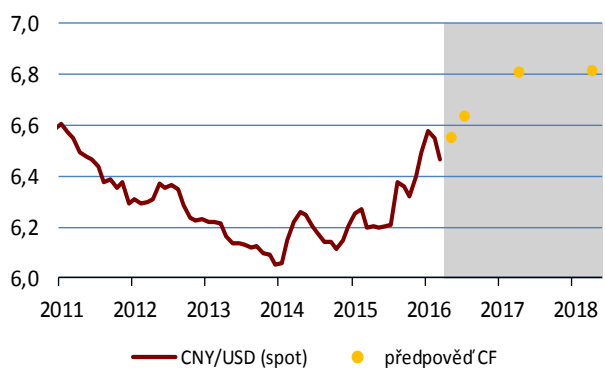
	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	66,65				
předpověď CF		70,42	71,02	70,16	69,21

Indická rupie (INR/USD)



	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	66,45				
předpověď CF		67,35	67,79	68,54	67,60

Čínský renminbi (CNY/USD)



	11/4/16	05/16	07/16	04/17	04/18
spotový kurz	6,470				
předpověď CF		6,551	6,633	6,809	6,813

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.

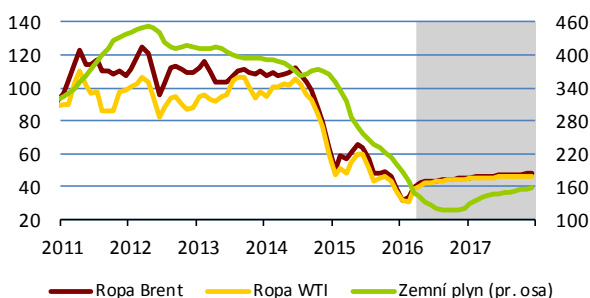
V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent začala na začátku druhé únorové dekády silně růst a během jednoho měsíce se dostala z 30 USD/b k hranici 40 USD/b, kolem které další téměř měsíc jen mírně kolísala. K růstu ceny přispíval zejména optimismus, že na dubnové schůzce velkých producentů ropy dojde k dohodě o zmrazení růstu produkce, a rovněž pokračující pokles počtu nových vrtů a klesající produkce břidlicové ropy v USA. Na začátku dubna cena ropy nejprve oslabila o cca 2 USD/b, když na trhu opět převládly obavy z dalšího růstu globálních zásob, ale poté do poloviny měsíce opět silně rostla. Na více než čtyřměsíční maximum nad 44 USD/b se cena ropy Brent dostala po zprávě, že se Rusko se Saudskou Arábií předběžně dohodly na zmrazení produkce ještě před schůzkou v Doha, kde však nakonec k žádné dohodě nedošlo. Cenu ropy podporoval i slabší dolar a zvýšená aktivita finančních investorů, kteří redukovali krátké pozice a zvyšovali dlouhé pozice na ropu.

EIA ve své dubnové předpovědi očekává pro letošní a příští rok průměrnou cenu ropy Brent (stejně jako WTI) 35, resp. 41 USD/b, přičemž cenový růst by měl zrychlit až ve druhé polovině roku 2017. Dubnový CF předpokládá v horizontu jednoho roku cenu ropy Brent značně vyšší (46,3 USD/b), a je tak prakticky v souladu s předpovědí vycházející z tržní futures křivky z 11. dubna 2016, která činí pro uvedené roky v průměru 41,7, resp. 46,9 USD/b.

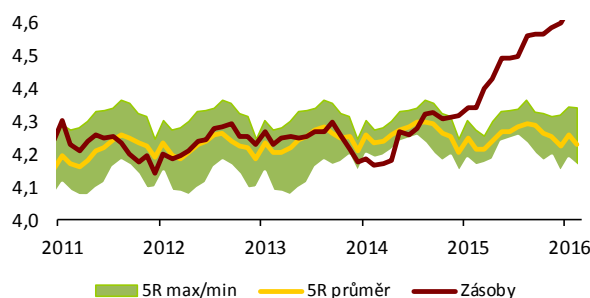
Průměrné ceny zemního plynu klesaly v březnu v USA i v Evropě v důsledku nezvykle teplého počasí a nadprůměrně vysokých zásob. Ceny dlouhodobých kontraktů pak poklesem zohledňovaly předchozí propad cen ropy, na které jsou většinou navázány se zpožděním 6 až 9 měsíců.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

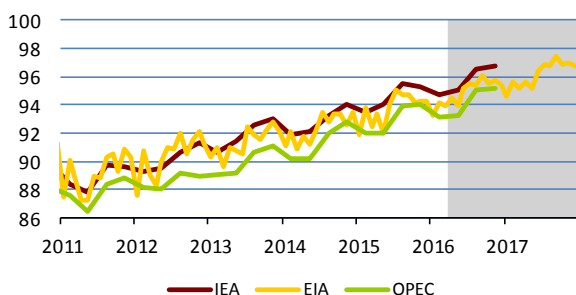


	Brent	WTI	Plyn
2015	53,64 ↗	48,80 ↗	263,24 ↗
2016	41,71 ↘	40,74 ↘	134,63 ↘

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

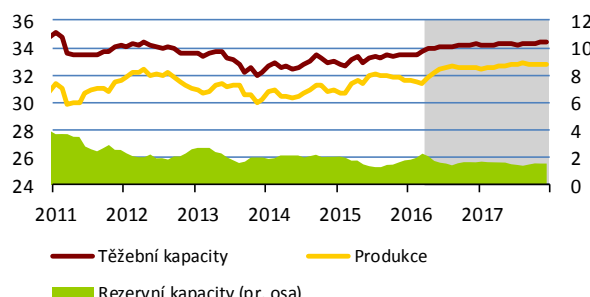


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	94,58 ↘	93,71 ↗	92,98 ↘
2016	95,75 ↘	94,86 ↘	

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	31,60 ↘	33,22 ↘	1,62 ↗
2016	32,20 ↘	33,96 ↘	1,76 ↘

Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD / 1000 m³ (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).

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

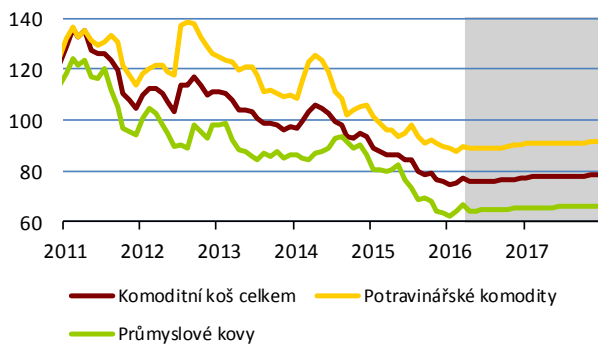
V.2 Ostatní komodity

Do vývoje cen neenergetických komodit se v březnu výrazně promítal pozitivní sentiment na trhu s ropou. Průměrný měsíční index cen tak oproti únoru vzrostl o 2,8 %. V první polovině dubna však opět mírně poklesl a obdobný vývoj zaznamenaly i jeho sub-indexy cen průmyslových kovů a potravinářských komodit.

Ceny průmyslových kovů odrážely jak rostoucí cenu ropy, tak příznivé ekonomické údaje z Číny, kde PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu vzrostl ze 48,0 na 49,7 a zlepšila se i situace na tamním trhu nemovitostí, na což reagovaly růstem zejména ceny mědi a oceli. To se odrazilo i v dalším růstu cen železné rudy. Zlepšily se i výhledy zpracovatelského průmyslu v USA, kde PMI vzrostl v březnu ze 49,5 na 51,8. K růstu cen komodit přispěl i vývoj kurzu USD, který od začátku března začal oslabovat v důsledku očekávání pomalejšího zpříšňování měnové politiky v USA, a zvyšoval tak koupěschopnost čínské měny.

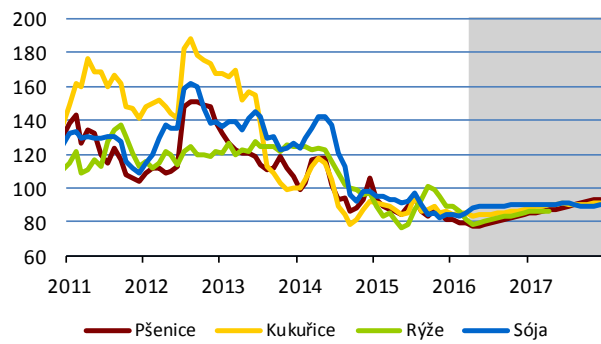
U potravinářských komodit rostly na počátku března zejména ceny cukru z důvodu posílení brazilského realu a očekávaného meziročního poklesu letošního vývozu z Thajska o 20 % v důsledku tamního sucha. Posílení brazilské měny vedlo i k růstu cen kávy. Na konci března a začátku dubna však ceny obou komodit opět klesaly. Ceny zrnin jsou nadále pod tlakem, když odhady USDA pro letošní úrodu zůstávají nadále vysoké. Jen cena sóji od začátku března silně vzrostla. Cena vepřového masa v polovině března přerušila sezonní růst, ale předpověď očekává růst cen až do června. Cena hovězího více méně stagnovala, očekává se však její silný pokles.

Indexy cen neenergetických komodit



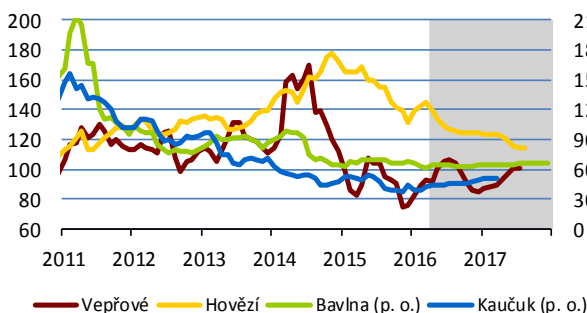
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	82,8 →	94,7 →	74,0 →
2016	76,1 ↘	89,2 ↗	64,7 ↘

Potravinářské komodity



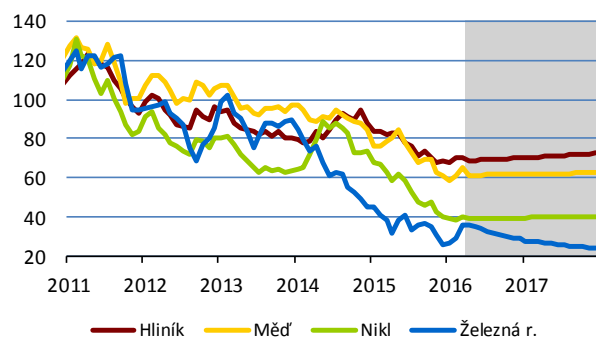
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	87,4 →	88,1 →	88,3 →	90,2 →
2016	80,4 ↘	85,2 ↘	83,2 ↘	88,2 ↗

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	91,8 →	154,3 →	67,5 →	46,7 →
2016	94,3 ↗	131,6 ↘	63,8 ↗	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2015	76,6 →	73,0 →	54,4 →	36,0 →
2016	69,5 ↘	61,7 ↘	39,2 ↘	31,6 ↘

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Všechny ceny ve formě indexů 2005 = 100 (grafy) a procentní změny (tabulky).

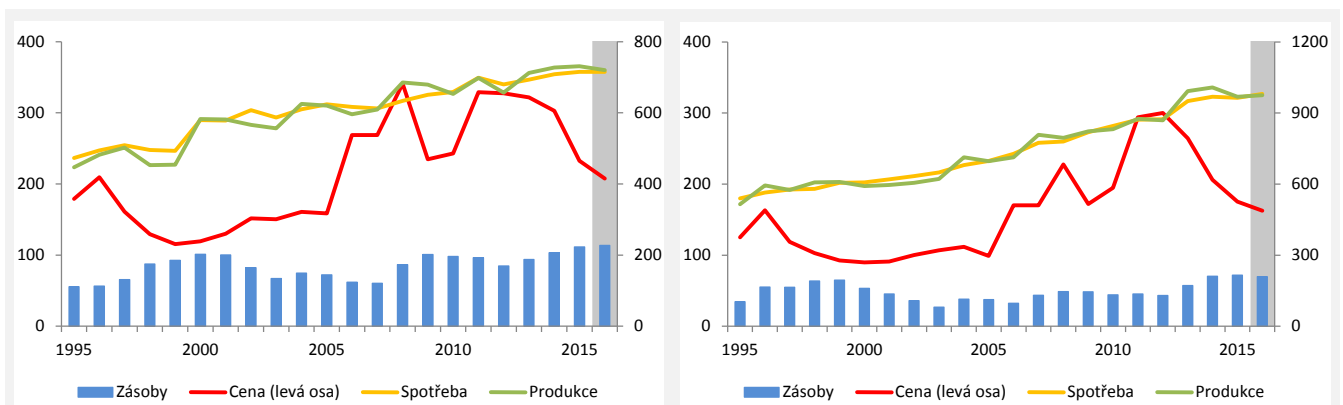
Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit?¹

V Globálním ekonomickém výhledu pravidelně sledujeme ceny nejdůležitějších průmyslových a zemědělských komodit a z tržních futures křivek odvozujeme jejich očekávaný budoucí vývoj. Vzhledem k tomu, že u většiny námi sledovaných komodit byl v několika uplynulých letech pozorovaný pokles cen doprovázen výrazným růstem jejich globálních zásob, zaměříme se v tomto článku zejména na vývoj fundamentálních faktorů (produkce, spotřeby a zásob), které by měly zásadně ovlivňovat jak aktuální, tak budoucí cenu dané komodity. Za použití jednoduchých statistik se pak pokusíme odvodit, zda tomu tak opravdu je a zda lze identifikovat i jiné faktory, které se významně promítají do cenového vývoje u jednotlivých komodit.

1 Vývoj fundamentálních faktorů u potravinářských komodit

Globální zásoby² většiny zemědělských komodit se v současnosti pohybují na mnohaletých či dokonce historických maximech. Převís nabídky nad poptávkou vedl v několika posledních letech k setrvalému poklesu cen, i když důvody se mohou u jednotlivých plodin lišit. Nejstabilnější fundamentální složkou je zejména u potravinářských komodit spotřeba, která vykazuje relativně rovnoměrný růst. Naproti tomu produkce vykazuje podél rostoucího trendu větší volatilitu, neboť kromě špatně předvídatelných exogenních faktorů (počasí) ji ovlivňují i změny ve výměrách osevních ploch, kterými zemědělci reagují s nutným zpožděním na aktuální cenu a stav zásob. Produkce, zásoby a cena tak představují v dynamickém systému endogenní proměnné, které se navzájem ovlivňují. Zvláštní pohled je třeba věnovat tzv. energetickým plodinám (kukuřici a sóje), které kromě potravinářských účelů slouží i pro výrobu biopaliv (bioetanolu a bionafty), a mohou tak reagovat i na vývoj cen ropy a produkci biopaliv. U cukru se často udává jako cenotvorný faktor i kurz brazilské měny. Grafy 1 až 6 ukazují vývoj fundamentálních faktorů v porovnání s cenovým vývojem u vybraných potravinářských komodit. I pouhým okem lze pozorovat, že období cenového růstu jsou většinou doprovázena poklesem globálních zásob a naopak. V kapitole 4 se tomuto jevu budeme věnovat podrobněji.



Graf 1 Pšenice

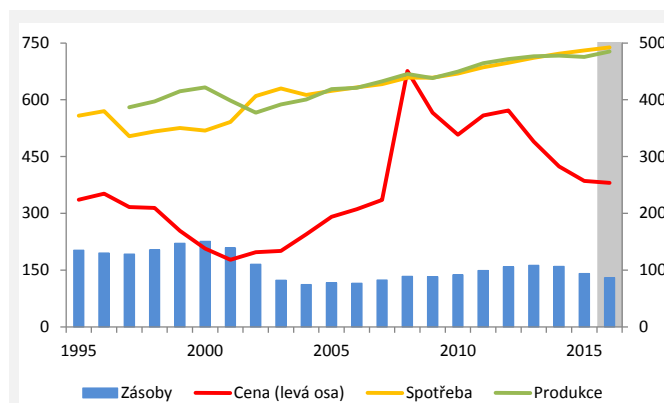
Graf 2 Kukuřice

Zdroj: Economist Intelligence Unit (EIU)

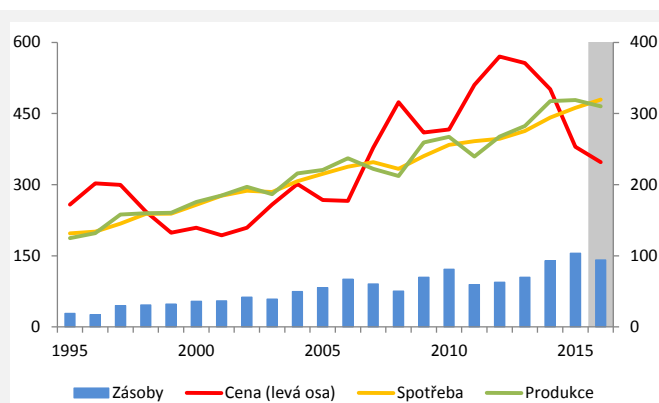
Pozn.: Cena v USD/t, spotřeba, produkce a zásoby v mil. tun. Šedě je podbarvena předpověď EIU.

¹ Autorem je Jan Hošek (jan2461.hosek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

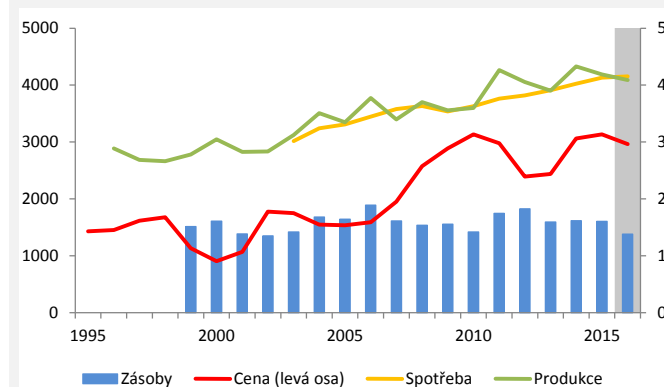
² Zejména u zemědělských komodit je statistické vyhodnocení globální nabídky, poptávky a zásob poměrně problematické, neboť období sklizně se liší jak podle odrůdy, tak na základě geografické polohy. Data jsou převzata z databáze Economist Intelligence Unit (EIU), kde jsou zpracována na základě údajů z International Grains Council (IGC), US Department of Agriculture (USDA), Food and Agriculture Organisation (FAO), International Cocoa Organisation (ICCO) nebo International Sugar Association (ISA).



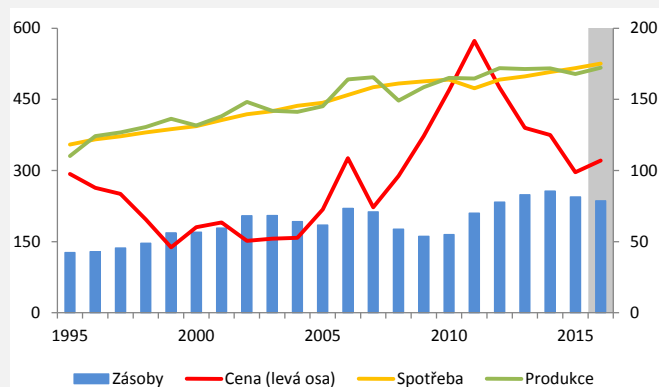
Graf 3 Rýže



Graf 4 Sojové boby



Graf 5 Kakao



Graf 6 Cukr

Zdroj: EIU

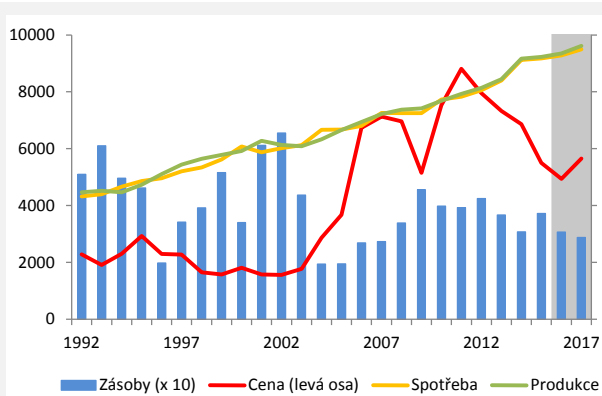
Pozn.: Cena v USD/t, spotřeba, produkce a zásoby v mil. tun. Šedě je podbarvena předpověď EIU.

2 Vývoj fundamentálních faktorů u základních kovů a dalších průmyslových komodit

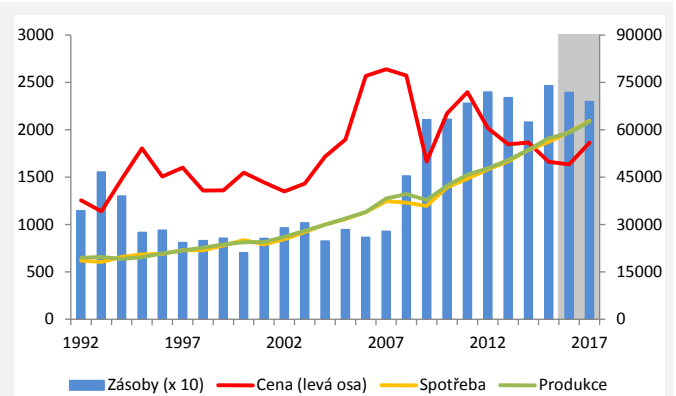
Na rozdíl od potravinářských komodit průmyslové komodity nejsou tolik ovlivňovány počasím na straně nabídky, naopak spotřeba vykazuje větší kolísání v souvislosti s hospodářskými cykly (grafy 7 až 12). Vzhledem k tomu, že zpracování základních kovů je velmi energeticky náročné, lze se domnívat, že cena bude do značné míry ovlivňována i vývojem ceny ropy a ostatních energií. Jako proxy proměnná pro globální zásoby průmyslových kovů se většinou používají zásoby na LME, jejichž statistika je dostupná s vysokou frekvencí a v reálném čase^{3,4}. Kromě průmyslových kovů budeme v této kapitole sledovat i fundamentální faktory ovlivňující zásoby bavlny a přírodního kaučuku. Logicky by do této kapitoly patřily i další významné průmyslové komodity, jako je uhlí, zemní plyn nebo železná ruda. Bohužel u těchto komodit nejsou dostupné pravidelné statistiky o vývoji jejich zásob, proto nebudou v této studii zahrnuty.

³ I v této kapitole budeme používat data EIU, která zde vycházejí z údajů London Metal Exchange (LME), World Bureau of Metal Statistics (WBMS), International Primary Aluminium Institute (IPAI), Metallgesellschaft, International Nickel Study Group (INSG), International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) a International Rubber Study Group (IRSG). Data pro ropy jsou kompilována na základě statistik International Energy Agency (IEA).

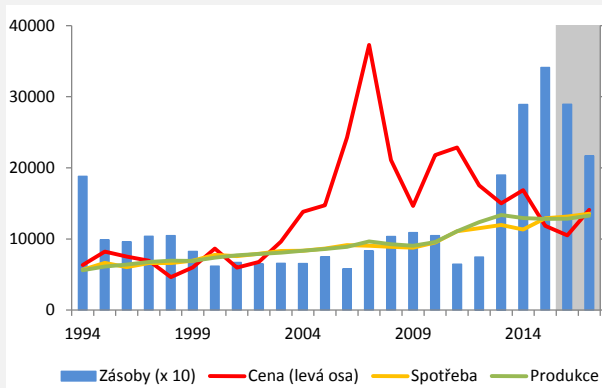
⁴ U průmyslových komodit je třeba rozlišovat mezi vytěženými zásobami (které používáme v tomto článku) a odhady vytěžitelných zásob. Ty se nacházejí v zemi a na základě geologických průzkumů se odhaduje, jaké množství jich lze při aktuální ceně a dostupných technologiích ekonomicky vytěžit. Tyto zásoby představují naprosto odlišný koncept, kterým se v této publikaci zabývat nebudeme.



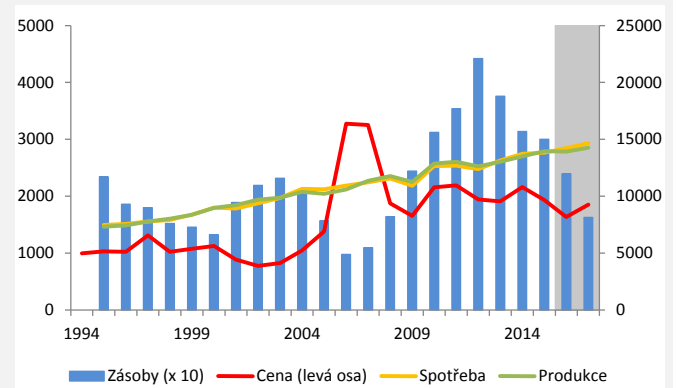
Graf 7 Měď



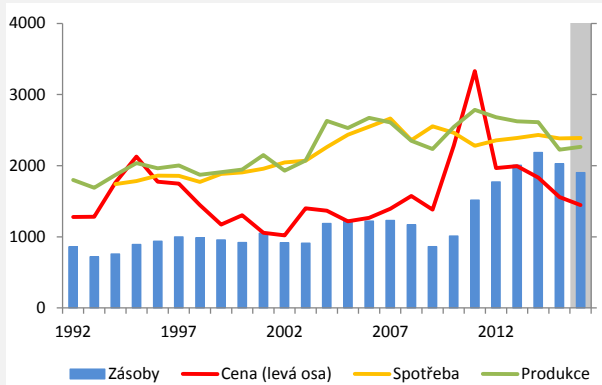
Graf 8 Hliník



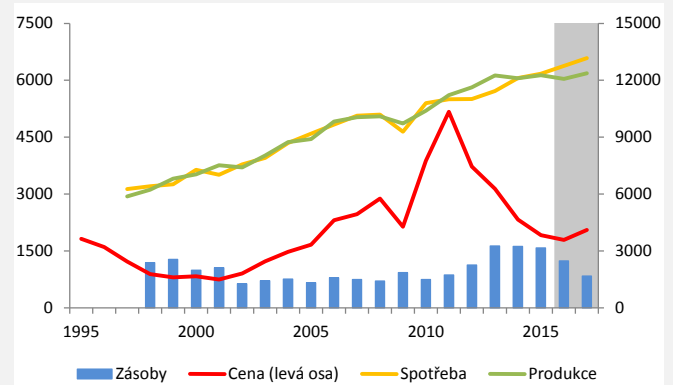
Graf 9 Nikl



Graf 10 Zinek



Graf 11 Bavlna



Graf 12 Přírodní kaučuk

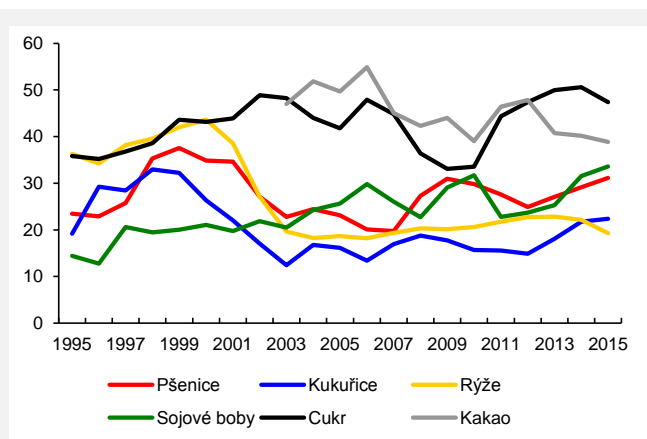
Zdroj: EIU.

Pozn.: Cena v USD/t, spotřeba, produkce a zásoby v tis. tun. Šedě je podbarvena předpověď EIU. Zásoby jsou pro zvýraznění vynásobeny 10x.

3 Vývoj relativních zásob

V předchozích kapitolách byl graficky prezentován vývoj absolutních stavů zásob. V tomto vyjádření dosahovaly zásoby u většiny uvedených komodit maximální hodnoty za sledované období v roce 2015. U bavlny a cukru vrcholily absolutní zásoby v roce 2014, u kaučuku v roce 2013 a u zinku již v roce 2012. Avšak pouze u rýže (2000), kakaa (2006) a mědi (2002) nebylo vrcholu dosaženo v posledních čtyřech letech. Absolutní zásoby však mohou mít omezenou vypovídací schopnost vzhledem ke skutečnosti, že spotřeba i produkce komodit vykazují rostoucí trend. Proto se v této kapitole podíváme, jak vypadá vývoj relativních zásob, tedy poměru absolutních zásob ke spotřebě v daném roce (grafy 13 a 14). V tomto vyjádření již u většiny komodit zásoby v posledních několika letech nejsou z historického pohledu nijak extrémní. Výjimkou jsou zásoby sóji, cukru, niklu, zinku a bavlny. Zároveň je z uvedených grafů vidět, že poměr zásob k celkové spotřebě se napříč různými komoditami poměrně výrazně liší. Obecně je nejnížší u základních kovů, což však je patrně dáno i tím, že zde počítáme pouze se zásobami na LME, které jsou

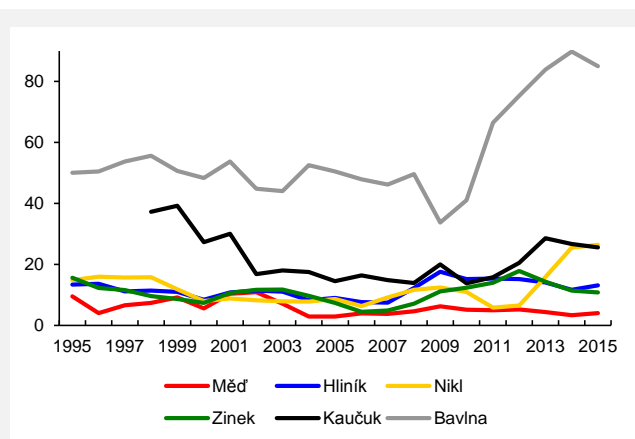
jistě nižší, než skutečné globální zásoby. Nejvyšší poměr zásob ke spotřebě pak vykazuje bavlna, cukr a kakao.



Graf 13 Vývoj relativních zásob potravinářských komodit

Zdroj: EIU, výpočet ČNB.

Pozn.: Poměr zásob k aktuální spotřebě v %.



Graf 14 Vývoj relativních zásob nepotravinářských komodit

4 Souvislost vývoje cen a zásob pohledem jednoduchých statistik

Nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou na globálním trhu vede u jednotlivých komodit bezprostředně jednak z definice ke změně globálních zásob, jednak fungováním tržních mechanismů ke změně ceny. V reakci na změnu ceny by posléze měly tržní mechanismy s určitým zpožděním ovlivňovat i poptávku a nabídku ve směru k opětovnému dosažení tržní rovnováhy. Toto zpoždění je u různých komodit různě dlouhé. U jednoletých zemědělských plodin by mělo být relativně krátké, protože zemědělci mohou rychle reagovat změnou osevních ploch, případně reagují i státní instituce nákupem přebytků do státních rezerv (nebo v případě potřeby naopak). Z rovnováhy je systém vychylován výkyvy počasí. U průmyslových komodit může trvat nastolení tržní rovnováhy delší dobu, neboť v období růstu nebo vysokých cen jsou zahajovány investice do projektů, které nabíhají s několikaletým zpožděním a poté jsou kvůli zajištění hotovosti na splácení úvěrů nuceny produkovat i při případném převisu nabídky, což můžeme u většiny průmyslových komodit pozorovat v současnosti. Jak již bylo řečeno, teoreticky by měla změna zásob, která je průvodním jevem převisu nebo nedostatku nabídky, být negativně korelována se změnou ceny dané komodity. To je vizuálně patrné z grafů 1 až 12 a tabulka 1 tutěž skutečnost dokumentuje i číselně, když naprostá většina korelačních koeficientů⁵ má předpokládané (záporné) znaménko a liší se pouze hodnotou. Ve sloupci „koeficient 1“ je sledována korelace mezi cenou dané komodity a výší jejich relativních zásob. Tuto korelaci můžeme interpretovat v případě záporného znaménka tak, že v období, kdy je stav relativních zásob nižší, převládá vyšší cena komodity a naopak. Korelační „koeficient 2“ pak udává korelaci mezi změnou ceny a změnou relativních zásob. Ta v případě záporného znaménka říká, že v období, kdy relativní zásoby klesají lze očekávat růst ceny dané komodity a naopak. Existence negativní korelace však nevyovídá nic o příčinné souvislosti mezi vývojem zásob a cen. K obojímu totiž dochází v důsledku vývoje třetích veličin, které ovlivňují jednak fundamentální faktory (nabídku, poptávku nebo obojí) a jednak mohou krátkodobě ovlivňovat i psychologii trhu a spekulativní finanční toky.

	Koeficient 1	Koeficient 2
Pšenice	-0,36	-0,36
Kukuřice	-0,39	-0,06
Rýže	-0,44	0,04
Sója	0,44	-0,41
Cukr	-0,06	-0,06
Kakao	-0,82	-0,48
Měď	-0,60	-0,22
Hliník	-0,37	-0,55
Nikl	-0,30	-0,27
Zinek	-0,31	-0,59
Kaučuk	-0,48	-0,48
Bavlna	0,35	0,45

Tabulka 1 Korelační koeficienty mezi vývojem cen a zásob

Pozn.: Koeficient 1 udává korelaci mezi cenou a elativní výší zásob, koeficient 2 pak korelaci mezi změnami těchto veličin.

5 Další faktory, ovlivňující vývoj cen komodit

V komentářích analytiků k cenovému vývoji na komoditních trzích se často objevují v roli vysvětlujících veličin kromě vývoje zásob rovněž např. údaje o růstu HDP v Číně (případně čínského průmyslu) a ceny ropy, které souvisí s náklady na energie při produkci většiny komodit. Proto se nyní pokusíme pomocí lineární regrese tyto případné závislosti odhadnout a kvantifikovat. Výpočty jsou provedeny na ročních

⁵ Korelační koeficienty jsou vypočteny na ročních datech (zdroj EIU) za celé období znázorněné na grafech 1 až 12 (bez předpovědi).

datech (zdroj EIU) za období vyznačené na grafech 1 až 12 (bez předpovědi). Budeme analyzovat dvě možné specifikace. V rovnici 1 je cena dané komodity vyjádřena jako lineární funkce ceny ropy Brent, meziročního růstu HDP v Číně a relativní úrovně zásob. Vzhledem k tomu, že odhad na úrovních datech může trpět problémem případné nestacionarity dat, odhadneme obdobný vztah následně i na změnách daných proměnných. V rovnici 2 tedy bude meziroční procentní změna ceny dané komodity záviset na procentní změně ceny ropy Brent a změnách růstu čínského HDP a relativní úrovně zásob (oboje v procentních bodech). Výsledky jsou prezentovány v následujících tabulkách. U první specifikace (tabulka 2) nemá hodnota regresních koeficientů vzhledem k rozdílným úrovním jednotlivých proměnných prakticky žádnou vypovídací schopnost a sledujeme zde tedy jen znaménko daného koeficientu a jeho statistickou významnost. U druhé specifikace již mohou být zajímavé i hodnoty koeficientů, které lze interpretovat následovně: o kolik procent se změní závislá proměnná (cena), změní-li se vysvětlující proměnná o 1 % (u ceny ropy) nebo o 1 p. b. (u růstu čínského HDP a relativních zásob).

	Ceny ropy	Růst v Číně	Relativní zásoby
Pšenice	+ ***		
Kukuřice	+ ***		
Rýže	+ ***	- *	
Sója	+ ***	- *	
Cukr	+ ***		+ *
Kakao			- **
Měď	+ ***	+ *	
Hliník	+ ***	+ ***	- ***
Nikl	+ ***	+ ***	
Zinek	+ ***	+	- *
Kaučuk	+ ***		
Bavlna	+		

Tabulka 2 Znaménka a významnost regresních koeficientů v rovnici 1

Pozn.: Hladina statistické významnosti regresních koeficientů 90 % (), 95 % (*), 99 % (**), 99,9 % (***).

	Ceny ropy	Růst v Číně	Relativní zásoby
Pšenice	0,36		
Kukuřice	0,43 *		
Rýže	0,50 *	-0,09 *	
Sója			-1,80
Cukr	0,37		
Kakao			
Měď	0,39	0,07 *	
Hliník	0,18	0,03 *	-2,94 ***
Nikl	0,30	0,13 ***	-1,87 *
Zinek		0,10 *	
Kaučuk		0,08 *	
Bavlna			

Tabulka 3 Regresní koeficienty a jejich významnost v rovnici 2

Přesto, že v praxi reakci cen komodit na ohlášené změny zásob často můžeme pozorovat, v našich regresích se tato závislost prakticky neprojevila. Vysvětlením je pravděpodobně skutečnost, že k reakci cen dochází bezprostředně po ohlášení nových stavů zásob (tedy např. na denní bázi), ale při roční frekvenci dat tato závislost již není významná. Je rovněž pravděpodobné, že obyčejná lineární regrese vliv zásob nedokáže zachytit, neboť vztah zásob a ceny může být nelineární, případně není kontinuální a začíná se projevovat až po dosažení určité kritické (prahové) hodnoty. Naopak pro vývoj cen většiny uvedených komodit je zásadní vývoj cen ropy a pro většinu průmyslových komodit i hospodářský růst v Číně.⁶ Podobné závěry platí i pro další významné komodity, jako je uhlí, železná ruda nebo zemní plyn, u kterých je však obtížné získat údaje o vývoji globálních zásob.

V období prudkého růstu cen potravinářských komodit byl tento růst zčásti přisuzován rychle rostoucí produkci biopaliv, pro která se jako výchozí surovina částečně používala i kukuřice a sója (pro výrobu bioetanolu a bionafty v USA). Tuto hypotézu můžeme otestovat, přidáme-li do výše uvedených regresních rovnic pro dané plodiny jako další vysvětlující proměnnou právě produkci příslušných biopaliv (nebo její změnu). Ani v jednom případě se tato nová proměnná v regresních rovnicích neukázala jako významná, takže souvislost vývoje cen kukuřice a sóji s růstem produkce biopaliv těmito metodami nemůžeme potvrdit.

6 Vliv stavu zásob na budoucí ceny komodit

Kromě aktuálních (spotových) cen ovlivňuje aktuální stav zásob teoreticky i ceny budoucích kontraktů, a potažmo tedy sklon futures křivky. Majitel zásob musí obecně počítat s náklady na fyzické skladování komodity a náklady na financování, spojené s vyšší reálné úrokové míry. Tyto náklady by měly teoreticky vést k tomu, že komodita s pozdějším datem dodání by měla mít vyšší cenu. Proti tomu však stojí tzv. „convenience yield“, což je (subjektivní) přínos, plynoucí z fyzického vlastnictví dané komodity oproti koupi futures kontraktu. Obecně platí, že při (relativně) vysokých zásobách nabývá futures křivka tvar „contango“, kdy spotová cena je nejnižší a ceny budoucích kontraktů se zvyšují s prodlužováním horizontu dodání (alespoň pro několik nejbližších kontraktů). Naopak pokud jsou zásoby trhem vnímány jako nízké, odpovídající sklon futures křivky je označován jako „backwardation“, což znamená, že promptní (spotová) cena je vysoká a s prodlužujícím horizontem dodání klesá. Je třeba rozlišovat mezi trvalými nebo

⁶ Zde je na místě upozornit, že růst cen ropy a růst HDP v Číně mohou být korelovány, což může částečně zkreslovat koeficienty u daných proměnných.

dlouhodobými šoky do nabídky nebo poptávky, které spíše posouvají futures křivku po celém horizontu, a mezi dočasnými, krátkodobými šoky, které většinou vedou ke změně sklonu futures křivky, viz např. Roache a Erbil (2010).

Tvar futures křivky pak ovlivňuje jednání účastníků na trhu – producentů, zpracovatelů, spotřebitelů i finančních investorů. Vysoké spotové ceny (a tedy vnímaný nedostatek komodity na trhu) motivují producenty k větší okamžité produkci, zatímco zpracovatelé či spotřebitelé preferují za tohoto stavu omezování poptávky a čerpání vlastních zásob, čímž se vnímaný nedostatek zásob dočasně ještě zhoršuje. Roste význam convenience yield oproti nákladům na skladování. V současné době však na většině komoditních trhů můžeme pozorovat opačný jev: zásoby komodit jsou vysoké a užitek z jejich fyzické držby je tak relativně malý. Spotová cena je nízká (a mnohdy nestačí krýt ani provozní náklady, takže trh vnímá tento jev jako dočasný), což stimuluje okamžitou poptávku. Přirozenou reakcí nabídky by mělo být omezení produkce, ke kterému však dochází v současnosti pouze v omezené míře⁷. Sklon futures křivky je rostoucí (contango), což umožňuje pokrývat náklady skladování a výsledkem je další růst zásob. Současný stav příliš nenahrává finančním spekulantům, neboť rolování futures kontraktů při stagnaci cen komodit je ztrátové.

7 Závěr

Zásoby u mnoha potravinářských i průmyslových komodit dosahují v současnosti v absolutním vyjádření historických maxim. V relativním vyjádření sice není situace u většiny komodit tak dramatická, přesto je jejich růst doprovázen výrazným poklesem cen. Jedním z faktorů, které stojí za tímto vývojem, je nedávný pokles cen energií, který zlevňuje jak produkci energeticky náročných průmyslových komodit, tak pěstování zemědělských plodin. Určitý podíl na tomto vývoji má i zpomalující růst HDP v Číně a dalších rozvíjejících se zemích, kvůli kterému se předchozí investice do těžby a produkce komodit ukazují jako nepřiměřeně velké. Naopak vliv rostoucí produkce biopaliv na předchozí růst cen kukuřice a sóji nelze prokázat. Nadbytečné produkční kapacity a růst zásob se projevují i na trhu futures, který má tvar „contango“. Trh tak vnímá současný stav zásob jako relativně vysoký, ale na druhé straně pouze dočasný. Tato situace umožňuje ziskové skladování komodit a další růst zásob. Setrvale rostoucí spotřeba (byť pomalejším tempem) by se postupně měla opět vyrovnat s nabídkou, jejíž růst již v důsledku dramaticky omezených investic vyčerpal svůj potenciál. Poté začne opět docházet ke snižování zásob a přibližování trhu komodit k rovnováze. Potenciálním rizikem je, že v důsledku aktuálního výpadku investic do produkčních kapacit by mohlo dojít v budoucnu k vychýlení nerovnováhy na komoditních trzích opačným směrem, pokud růst nabídky včas nezachytí tempo růstu poptávky.

Literatura

Roache a Erbil (2010): How Commodity Price Curves and Inventories React to a Short-Run Scarcity Shock, IMF Working Paper WP/10/222, September 2010

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10222.pdf>.

⁷ Důvodem je tzv. „super cyklus cen komodit“, který je spojován s rychlým růstem spotřeby komodit v Číně a dalších rozvíjejících se ekonomikách od konce 90. let. V jeho rámci v důsledku rychlého růstu cen většiny komodit byly do produkce komodit postupně investovány obrovské finanční prostředky. Se zpomalováním růstu v Číně se však nové těžební a zpracovatelské kapacity ukazují jako nadbytečné. Nicméně tyto nové projekty jsou nuceny i za současného stavu udržovat nadprodukcí, aby získaly hotovost na splácení předchozích investičních úvěrů.

A1. Změna predikcí HDP pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2016/4	+0,1	2016/1	-0,4	2016/2	-0,3	2016/3
		2016/3		2015/9		2015/11		2015/12
US	-0,1	2016/4	-0,2	2016/1	-0,5	2016/2	-0,2	2016/3
		2016/3		2015/9		2015/11		2015/12
DE	0	2016/4	+0,1	2016/1	-0,5	2016/2	0	2015/12
		2016/3		2015/9		2015/11		2015/6
JP	-0,1	2016/4	0	2016/1	-0,2	2016/2	+0,1	2016/1
		2016/3		2015/9		2015/11		2015/10
BR	-0,4	2016/4	-2,5	2016/1	-2,8	2016/2	-0,6	2016/4
		2016/3		2015/9		2015/11		2016/3
RU	-0,1	2016/4	-0,4	2016/1	-1,2	2015/11	0	2016/4
		2016/3		2015/9		2015/6		2016/3
IN	0	2016/4	0	2016/1	+0,1	2016/2	0	2016/4
		2016/3		2015/9		2015/11		2016/3
CN	+0,1	2016/4	0	2016/1	0	2016/2	0	2016/4
		2016/3		2015/9		2015/11		2016/3

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2016

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2016/4	-0,0	2015/9	-0,1	2015/11	-0,9	2016/3
		2016/3		2015/4		2015/6		2015/12
US	0	2016/4	-0,4	2015/9	-0,8	2015/11	-0,4	2016/3
		2016/3		2015/4		2015/6		2015/12
DE	0	2016/4	-0,1	2015/9	-0,7	2015/11	-0,7	2015/12
		2016/3		2015/4		2015/6		2015/6
JP	0	2016/4	-0,5	2015/9	-0,9	2015/11	-0,6	2016/1
		2016/3		2015/4		2015/6		2015/10
BR	+0,1	2016/4	+0,4	2015/9	+0,6	2015/11	+0,8	2016/4
		2016/3		2015/4		2015/6		2016/3
RU	-0,4	2016/4	-1,2	2015/9	+2,5	2015/11	-0,4	2016/4
		2016/3		2015/4		2015/6		2016/3
IN	-0,1	2016/4	-0,2	2015/9	-0,4	2015/11	0	2016/4
		2016/3		2015/4		2015/6		2016/3
CN	+0,4	2016/4	+0,3	2015/9	+0,5	2015/11	+0,1	2016/4
		2016/3		2015/4		2015/6		2016/3

A3. Seznam zkratkou použitých v GEVu

ABS	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen
b	barel	CHF	švýcarský frank
BoJ	Bank of Japan	ICE	Intercontinental Exchange
BR	Brazílie	IEA	International Energy Agency
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	IFO	Institute for Economic Research
BRL	brazílský real	IFO-BE	IFO Business Expectations
CB	centrální banka	IN	Indie
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	INR	indická rupie
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
CBOT	Chicago Board of Trade	ISM	Institute for Supply Management
CBR	centrální banka Ruska	JP	Japonsko
CF	Consensus Forecasts	JPY	japonský jen
CN	Čína	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CNY	čínský renminbi	MER	Ministerstvo ekonomického rozvoje (Ruska)
ČNB	Česká národní banka	MMBtu	milion britských termálních jednotek
DBB	Deutsche Bundesbank	MMF	Mezinárodní měnový fond
DE	Německo	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EA	eurozóna	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EBRR	Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ECB	Evropská centrální banka	PPI	ceny průmyslových výrobců
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator	PU	předstihové ukazatele
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator	QE	kvantitativní uvolňování
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	RU	Rusko
EIU	Economist Intelligence Unit	RUB	ruský rubl
EK	Evropská komise	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
EU	Evropská unie	UoM	University of Michigan
EUR	euro	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	US	Spojené státy americké
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	USD	americký dolar
FOMC	Federální komise pro volný trh	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	WEO	World Economic Outlook
GBP	britská libra	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HDP	hrubý domácí produkt	ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment

A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU

2016

	č. GEVU
Jak ovlivňuje vývoj stavu globálních zásob ceny komodit? (Jan Hošek)	2016-4
Strategie Evropa 2020 – dojde svého naplnění? (Pavla Břízová)	2016-3
Změny globálních nerovnováh ve světové ekonomice (Luboš Komárek a Vladimír Žďárský)	2016-2
Životní cyklus přímých zahraničních investic na příkladu ČR (Filip Novotný)	2016-1

2015

	č. GEVU
Role Číny ve zpomalování mezinárodního obchodu (Oxana Babecká Kucharčuková)	2015-12
Zlaté rezervy centrálních bank (Iveta Polášková)	2015-11
Stínové úrokové sazby – alternativní kvantifikace nekonvenční měnové politiky (Soňa Benecká, Luboš Komárek a Filip Novotný)	2015-10
Ekonomické reformy indického premiéra Modiho (Pavla Břízová)	2015-9
Čínské renminbi v koši SDR: reálné či ne? (Soňa Benecká)	2015-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2015-7
Sezónní cenové pohyby na komoditních trzích (Martin Motl)	2015-6
Zhodnocení efektů kvantitativního uvolňování ve Spojených státech (Filip Novotný)	2015-5
Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts (Tomáš Adam a Jan Hošek)	2015-4
Postavení amerického dolaru ve světovém finančním systému (Luboš Komárek)	2015-3
Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko (Alexis Derviz)	2015-2
Vliv cen ropy na inflaci z pohledu modelu GVAR (Soňa Benecká a Jan Hošek)	2015-1

2014

	č. GEVU
Platnost Okunova zákona v zemích OECD a dalších ekonomikách (Oxana Babecká Kucharčuková a Luboš Komárek)	2014-12
Normalizace měnové politiky v USA (Soňa Benecká)	2014-11
Změny v přílivu přímých zahraničních investic a jejich výnosnosti v ČR a v zemích Střední Evropy (Vladimír Žďárský)	2014-10
Konkurenceschopnost a růst vývozu zboží ve vybraných střeoevropských zemích (Oxana Babecká Kucharčuková)	2014-9
Vývoj a struktura zaměstnání na kratší pracovní dobu v evropském srovnání (Eva Hromádková)	2014-8
Budoucnost zemního plynu (Jan Hošek)	2014-7
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU (Filip Novotný)	2014-6
Jak daleko mají země V-4 do Rakouska: Detailní pohled na úrovni CPL (Václav Žďárek)	2014-5
Heterogenita finančních podmínek v zemích eurozóny (Tomáš Adam)	2014-4
Dopady finanční krize na vývoj cenových úrovní v zemích Visegrádské skupiny (Václav Žďárek)	2014-3

	č. GEVu
Je hrozba deflace v eurozóně reálná? (Soňa Benecká a Luboš Komárek)	2014-2
Forward guidance - jako další nástroj centrálního bankovníctví? (Milan Klíma a Luboš Komárek)	2014-1

2013

	č. GEVu
Financializace 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
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 změnila globální nerovnováha? (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