

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LISTOPAD

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

OBSAH	2
I SHRUTÍ	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI	12
POUŽITÉ ZKRATKY	18
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V ROCE 2011	19

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Jan Hošek	IV.
	Soňa Benecká	V.
	Jan Hošek	VI.
	Filip Novotný	Shrnutí
	Jan Hošek, Filip Novotný	Zaostřeno na...

Editoři: Oxana Babecká
Martin Motl

Garant: Luboš Komárek

Listopadové 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 nárůstu rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI. Na začátku letošního roku totiž došlo k výraznému růstu ceny ropy Brent nad cenu ropy WTI. Jde o určitý obrat, neboť dlouhodobě byla cena ropy WTI přibližně o 1,4 USD/b. vyšší ve srovnání s cenou ropy Brent. Tento obrat je dán specifickou logistickou situací v Cushingu ve státě Oklahoma, který je místem dodání ropy WTI. Pro tento závěr svědčí odlišný vývoj ceny ropy na pobřeží Mexického zálivu (Light Louisiana Sweet), která je k dispozici pro případnou arbitráž, nebo ceny benzínu v USA. Ceny těchto komodit zůstaly úzce svázané s vývojem ceny ropy Brent. Cena ropy WTI tak přestala plnit funkci benchmarku světové ceny ropy.

V průběhu letošního roku dochází ke zpomalování hospodářského růstu ve vyspělých ekonomikách, což zvyšuje obavy z příchodu nové ekonomické recese na obou stranách Atlantiku. Soukromá spotřeba, utlumená obavami domácností o budoucí vývoj, a fiskální restriktce, které jsou spojené s řešením neúnosného nárůstu vládního dluhu v některých zemích eurozóny a Spojených státech, představují největší rizika pro zpomalující hospodářský růst. Na evropském kontinentu přetrvává nejistota ohledně způsobu řešení vládní dluhové krize, kterou rozpoutala situace v Řecku a zároveň hrozí její přelití do systémově významnějších zemí eurozóny. Neschopnost představitelů EU dohodnout se na jasném řešení dluhové krize se promítá také do zvýšené volatility na finančních trzích, nárůstu rizikových premií a vyčkávání s dlouhodobějšími investičními záměry. To se přirozeně odráží v oslabování pozice eura vůči americkému dolaru. Navzdory zrychlujícímu růstu spotřebitelských cen se centrální banky ve vyspělých zemích snaží uvolněnými měnovými podmínkami stimulovat hospodářský růst.

Výše uvedený vývoj vede k dalšímu snížení výhledu ekonomického růstu v eurozóně a v Německu pro rok 2012, zatímco výhled růstu HDP ve Spojených státech byl dle CF přehodnocen mírně směrem nahoru. Výhled pro Čínu se nezměnil. V souladu s očekávaným hospodářským poklesem by měl růst spotřebitelských cen v eurozóně a USA v příštím roce poklesnout na 1,5-2,1 %. V nižších inflačních tlacích by se měly projevit také klesající ceny komodit. V Číně by měla inflace poklesnout pod 4% cílovou hranici v reakci na tamní restriktivní měnovou politiku. Oproti předchozímu měsíci se v souladu s přehodnocením výhledu hospodářského růstu většina sledovaných předstihových ukazatelů opět snížila.

Na listopadovém zasedání snížila ECB svou hlavní refinanční sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 %. K dalšímu snížení o čtvrt procentního bodu by mělo dle oslovených analytiků CF dojít v prvním čtvrtletí 2012. Do křivky implikovaných budoucích sazeb Euribor 3M se snížení refinanční sazby ECB promítнуlo téměř v plném rozsahu a mírnějším poklesem prakticky po celém horizontu předpovědi reagovala i křivka očekávaných jednoletých sazeb. Dolarové sazby Libor pokračovaly naopak v říjnu a první polovině listopadu v růstu.

Z hlediska vývoje měnového kurzu přinesl listopad novou vlnu negativních zpráv z eurozóny. Nový výhled CF očekává kurz USD/EUR v následujících dvou letech v pásmu 1,33 až 1,35.

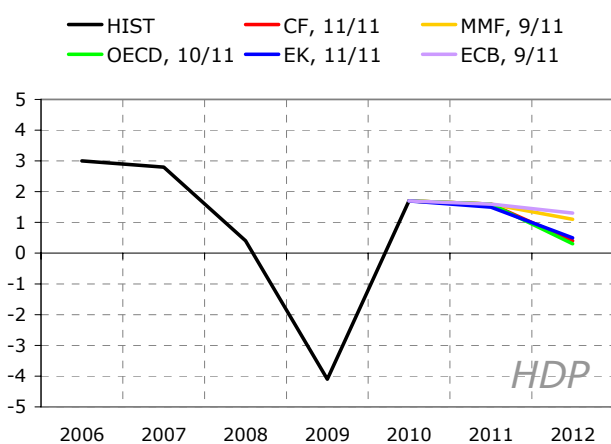
Předpověď ceny ropy Brent na základě futures kontraktů zůstává i nadále klesající. Také index cen neenergetických komodit v uplynulém měsíci pokračoval v poklesu, i když pomalejším tempem.

II.1 HDP

Nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje narůstá pod vlivem zpomalení globálního růstu a v důsledku znepokojivých událostí z eurozóny spojených s dluhovou krizí. Po současném oslabení domácí a vnější poptávky se očekává další zpomalení růstu ekonomické aktivity regionu ke konci letošního roku. Dle nových výhledů CF, EK a OECD v roce 2011 HDP eurozóny poroste 1,5-1,6% tempem, z toho 2,9-3,4% růst vykáže Německo. Ekonomický růst Spojených států současně brzdí slabá poptávka a negativní vliv fiskální politiky, a proto navzdory zlepšení makroekonomických údajů v 3. čtvrtletí se růst ekonomiky USA v letošním roce odhaduje pouze na 1,6-1,8 %. Růst HDP v Číně v roce 2011 překročí 9 %.

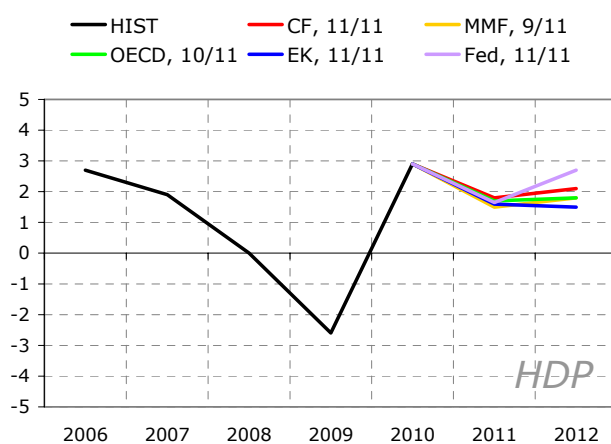
V roce 2012 růst ekonomické aktivity eurozóny může poklesnout na 0,3-0,5 %. Německo a Spojené státy budou růst 0,8-2,5% tempem. Meziroční tempo růstu HDP Číny se očekává na úrovni přibližně 8,5 %.

EUROZÓNA



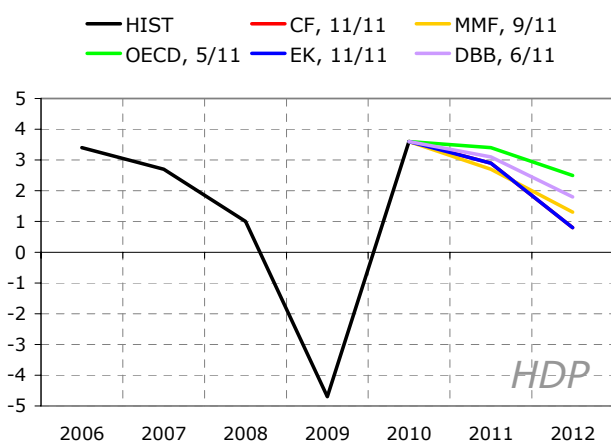
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		1,6	1,6	1,6	1,5	1,6
2012		0,4	1,1	0,3	0,5	1,3

USA



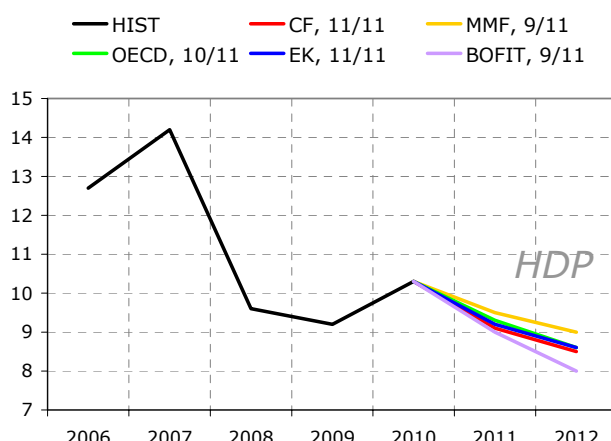
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		1,8	1,5	1,7	1,6	1,7
2012		2,1	1,8	1,8	1,5	2,7

NĚMECKO



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

ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,1	9,5	9,3	9,2	9,0
2012		8,5	9,0	8,6	8,6	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: 18. listopadu 2011]

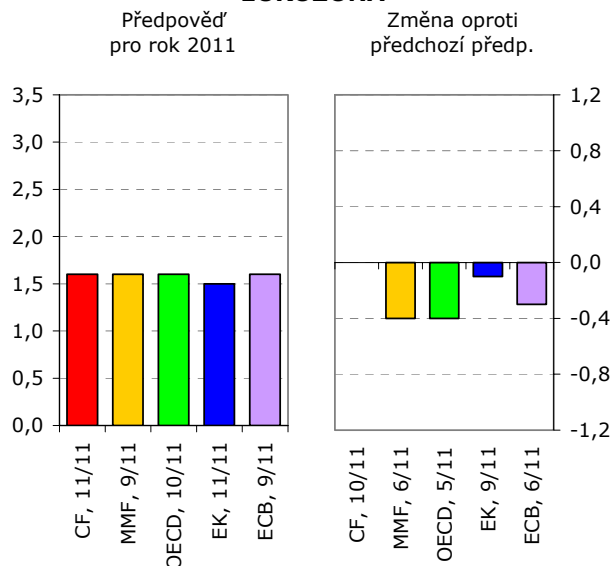
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

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

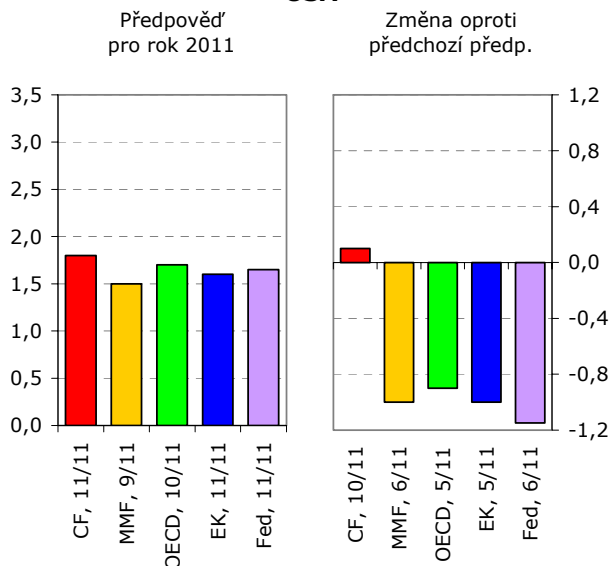
Listopadový CF mírně zvýšil odhad růstu HDP Spojených států v letošním roce a výhledy pro ostatní sledované země ponechal beze změny. EK, OECD a Fed očekávají ve srovnání s předchozí předpovědí pomalejší růst ekonomické aktivity. Výjimkou je prognóza EK pro Německo, která zůstává na stávající úrovni.

Výhledy růstu HDP na příští rok se snížily u většiny institucí. Oproti tomu vylepšil svůj výhled pro USA nový CF. Výhledy OECD pro Německo a výhledy CF pro Čínu se pro rok 2012 nezměnily.

EUROZÓNA



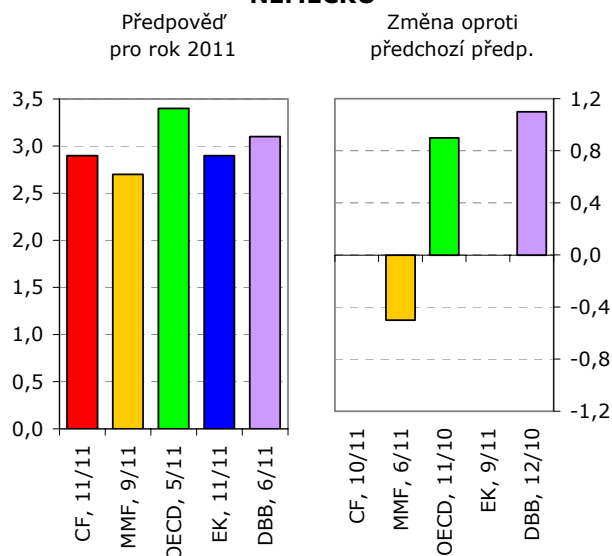
USA



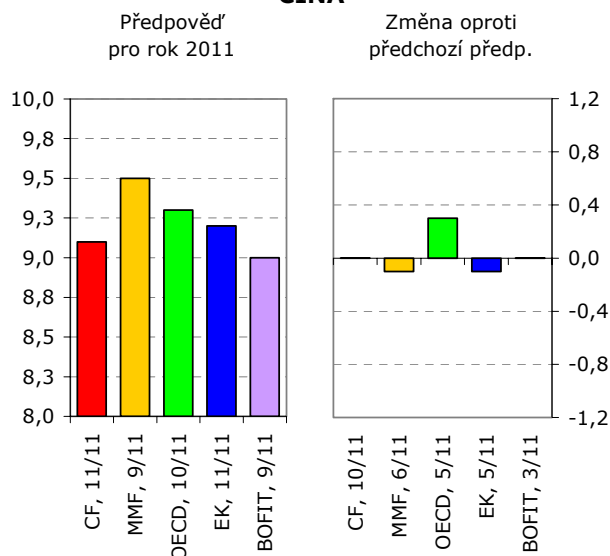
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6
Změna		0,0	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3

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

NĚMECKO



ČÍNA



	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	0,0	1,1

	2010	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	10,3	9,1	9,5	9,3	9,2	9,0
Změna		0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,0

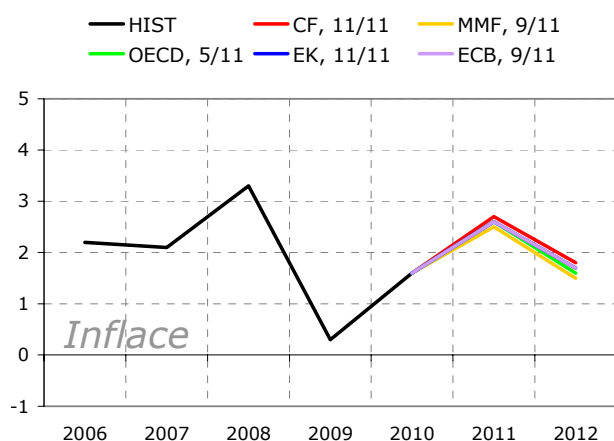
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 18. listopadu 2011]

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

II.3 Inlace

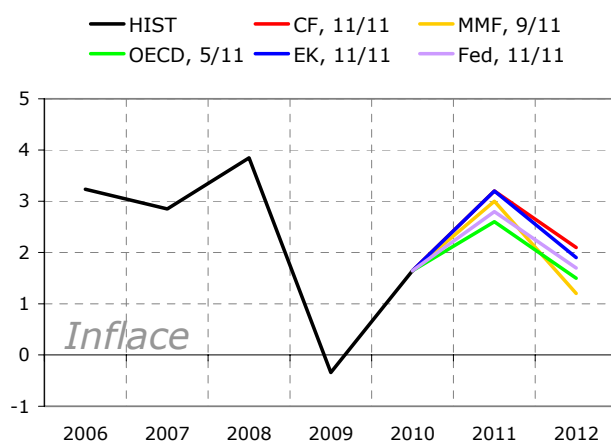
Dle nových výhledů CF, EK, Fedu a OECD dosáhne letos inflace ve sledovaných vyspělých zemích 2,3 až 3,2 %. Spotřebitelské ceny v Číně porostou 4,6% (OECD) až 5,4% (CF) tempem. Zpomalení ekonomického růstu v příštím roce a dále klesající ceny komodit budou tlumit inflační tlaky v roce 2012. Meziroční tempo růstu cen v eurozóně a USA se proto v příštím roce sníží na 1,5-2,1 %. Inflace v Číně poklesne pod 4% hranici pod vlivem restriktivní měnové politiky.

EUROZÓNA



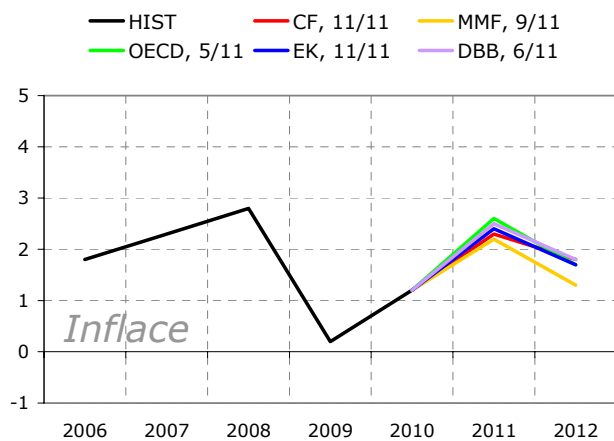
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,6					
2011		2,7	2,5	2,6	2,6	2,6
2012		1,8	1,5	1,6	1,7	1,7

USA



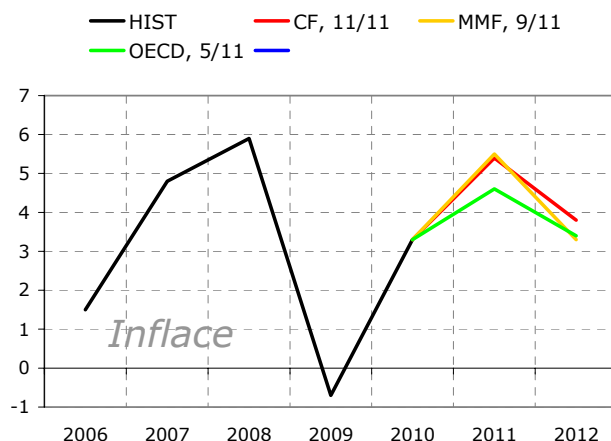
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	1,6					
2011		3,2	3,0	2,6	3,2	2,8
2012		2,1	1,2	1,5	1,9	1,7

NĚMECKO



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

ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD
2010	3,3			
2011		5,4	5,5	4,6
2012		3,8	3,3	3,4

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: 18. listopadu 2011]

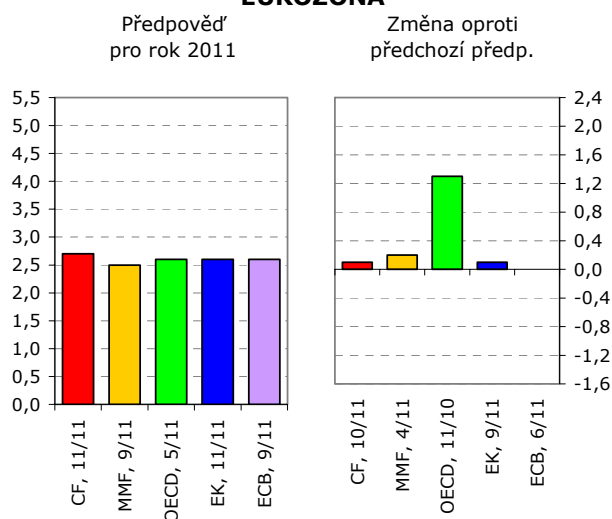
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.4 Předpověď inflace a její změna proti předchozí předpovědi

Vyšší inflaci oproti minulým prognózám očekávají pro rok 2011 všechny instituce s výjimkou prognóz nového CF pro Německo a Čínu, které se neliší od říjnové předpovědi. K největším revizím výhledů (z důvodu nízké frekvence předpovědí) směrem vzhůru pro rok 2011 došlo u OECD (od 1,3 p.b. do 1,7 p.b.).

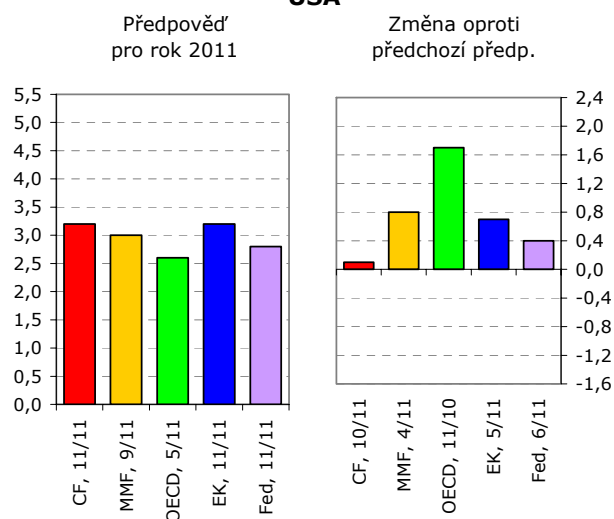
OECD rovněž zvýšila výhled inflace ve všech sledovaných zemích pro rok 2012. EK revidovala směrem k vyšším hodnotám růst cen ve Spojených státech, ale očekává nižší inflaci v eurozóně a v Německu. Nový CF ponechal své výhledy beze změny (Německo, Čína) nebo došlo ve srovnání oproti předchozímu měsíci k jejich mírnému růstu (eurozóna, USA). Fed mírně korigoval směrem dolů výhled inflace v USA na příští rok.

EUROZÓNA



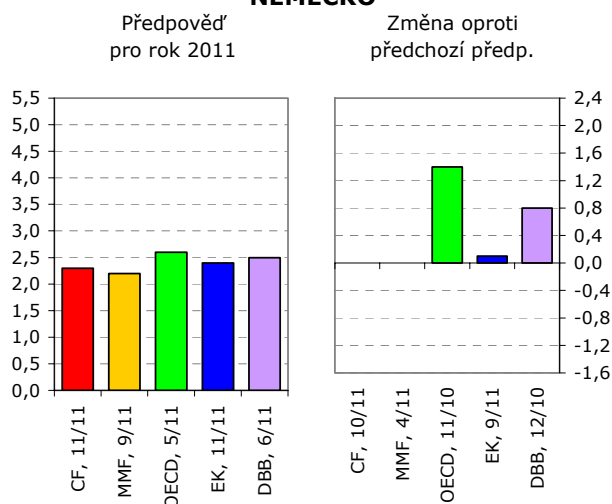
	2010	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,6	2,7	2,5	2,6	2,6	2,6
Změna		0,1	0,2	1,3	0,1	0,0

USA



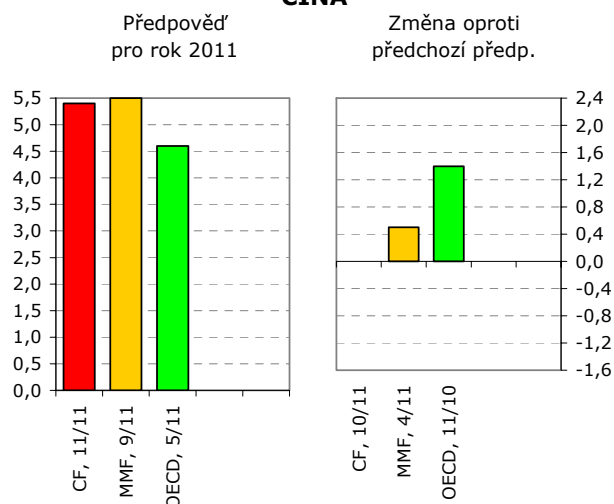
	2010	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,6	3,2	3,0	2,6	3,2	2,8
Změna		0,1	0,8	1,7	0,7	0,4

NĚMECKO



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

ČÍNA



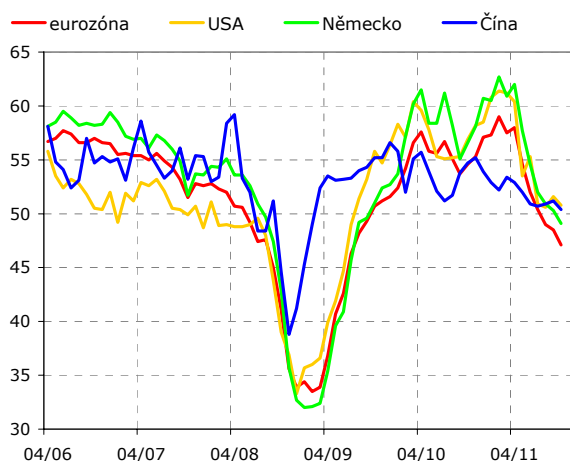
	2010	CF	MMF	OECD
Předpověď	3,3	5,4	5,5	4,6
Změna		0,0	0,5	1,4

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: 18. listopadu a 2011]

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

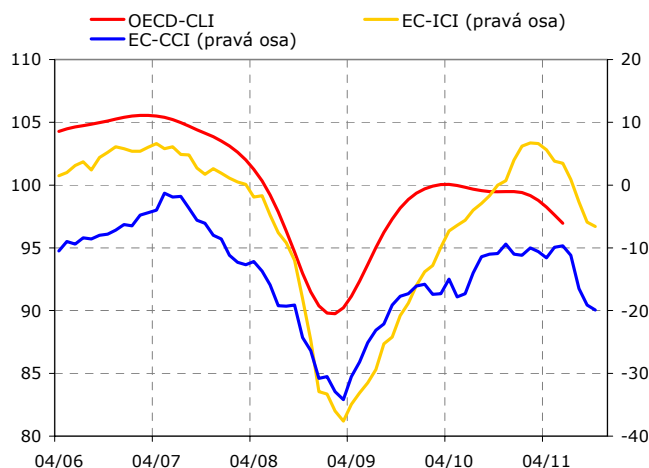
Většina sledovaných předstihových ukazatelů za USA, eurozónu, Německo a Čínu se oproti předchozímu měsíci snížila; na konci letošního a na počátku příštího roku lze očekávat zpomalení ekonomického růstu, v USA a eurozóně případně přechod do recese. Výhled pro Spojené státy je poněkud příznivější než pro eurozónu včetně Německa i přes relativně silný německý hospodářský růst ve 3. čtvrtletí a pokračující pokles nezaměstnanosti. Také v USA stejně jako ve všech sledovaných zemích se PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu snížil, ale na rozdíl od těchto zemí v USA zůstal nad 50% procentní hranicí oddělující budoucí růst od poklesu a index spotřebitelské nálady Michiganské university se zvýšil (globální se snížil).

PMI V PRŮMYSLU



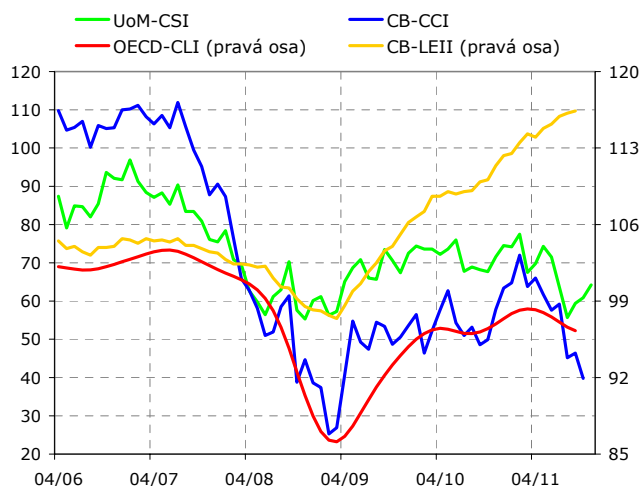
	EA	US	DE	CN
8/11	49,0	50,6	50,9	50,9
9/11	48,5	51,6	50,3	51,2
10/11	47,1	50,8	49,1	50,4

EUROZÓNA



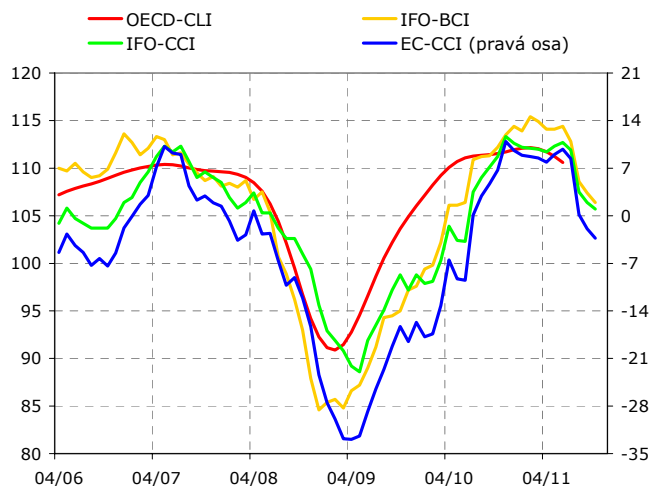
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
8/11		-2,7	-16,5
9/11		-5,9	-19,1
10/11		-6,6	-19,9

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
8/11	96,6	116,2	55,7	45,2
9/11	96,3	116,4	59,4	46,4
10/11			60,9	39,8

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
8/11		108,6	107,5	0,2
9/11		107,4	106,4	-1,9
10/11		106,4	105,7	-3,3

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

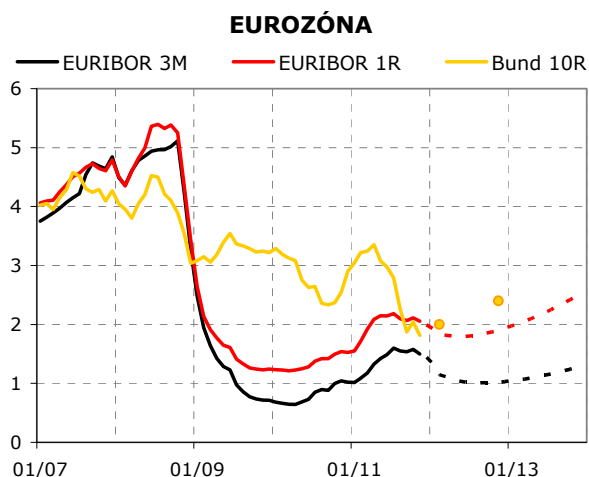
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Na listopadovém zasedání snížila ECB svou hlavní refinanční sazbu o 0,25 p.b. na 1,25 %. Rozhodnutí odůvodnila tím, že již pozoruje postupné naplňování rizik (hlavně v některých segmentech finančního trhu), působících proti ekonomickému růstu a snižujících inflační tlaky ve střednědobém horizontu. Dle předpovědi CF11 by k dalšímu snížení o čtvrt p.b. mělo dojít v 1. čtvrtletí 2012.

Tříměsíční úroková sazba Euribor zohlednila snížení hlavní refinanční sazby ECB jen zhruba z poloviny, o zbytek se zvýšila riziková prémie mezibankovního trhu, která byla v polovině listopadu nejvýše od poloviny března 2009. Naopak do křivky implikovaných budoucích sazeb Euribor 3M se snížení refinanční sazby ECB promítlo téměř v plném rozsahu a mírnějším poklesem prakticky po celém horizontu předpovědi reagovala i křivka očekávaných jednoletých sazeb.

Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu na přelomu října a listopadu skokově poklesl o cca 0,3 p.b. na 1,8 %. CF11 oproti minulému měsíci přehodnotil směrem dolů jen nepatrně výhled v ročním horizontu. Pro srovnání průměrný výnos z desetiletých dluhopisů zemí EMU nadále rostl. V polovině listopadu dosahoval již hodnoty 4,1 %.



	10/11	11/11	06/12	12/12	06/13	12/13
EURIBOR 3M	1,58	1,50	1,02	1,03	1,13	1,30
EURIBOR 1R	2,11	2,05	1,80	1,94	2,20	2,55
	10/11	11/11	02/12	11/12		
Bund 10R	2,04	1,81	2,00	2,40		

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

[Uzávěrka dat: 14. listopadu 2011]

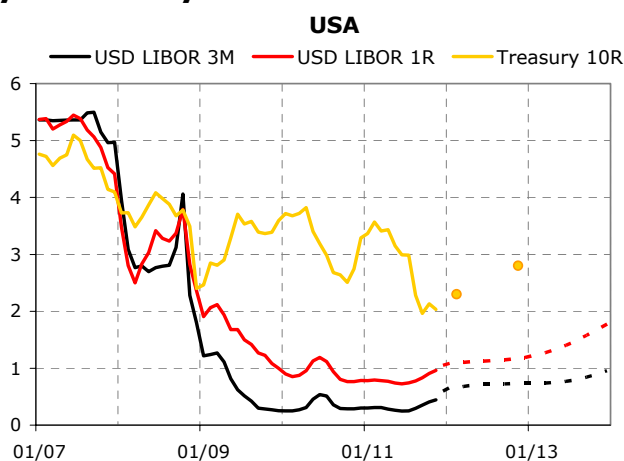
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Přes mírné zlepšení ekonomického růstu ve 3. čtvrtletí vnímá Fed nadále zejména slabost trhu práce a bydlení. Inflační tlaky polevily a dlouhodobá inflační očekávání jsou stabilní. Existují však významná rizika ekonomického výhledu, spojená zejména s vývojem na globálních finančních trzích. Proto na svém zasedání na počátku listopadu FOMC rozhodl, že bude nadále pokračovat v prodlužování průměrné splatnosti portfolia držných dluhopisů a reinvestovat příjmy ze splacených dluhopisů.

Dolarové sazby Libor pokračovaly i v říjnu a první polovině listopadu v růstu. Ten by však měl od roku 2012 značně zvolnit a další větší růst se odsouvá až na polovinu roku 2013, kdy by Fed mohl začít již zpříšňovat svou politiku.

U výnosu desetiletého vládního dluhopisu došlo i v USA na přelomu října a listopadu ke skokovému poklesu o cca 0,3 p.b.



	10/11	11/11	06/12	12/12	06/13	12/13
USD LIBOR 3M	0,41	0,45	0,72	0,74	0,77	0,95
USD LIBOR 1R	0,91	0,96	1,13	1,19	1,40	1,78
	10/11	11/11	02/12	11/12		
Treasury 10R	2,13	2,04	2,30	2,80		

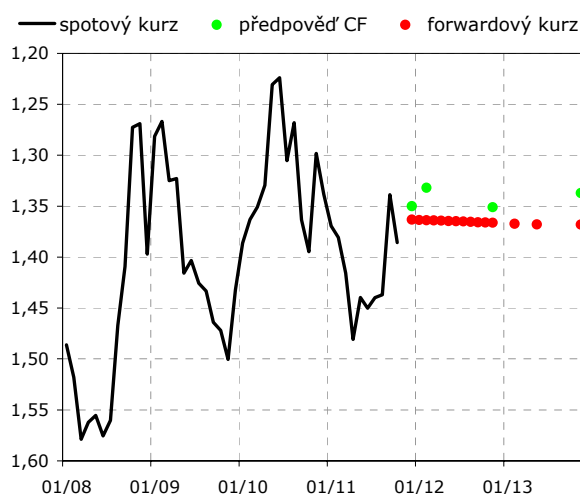
Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled.

[Uzávěrka dat: 14. listopadu 2011]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

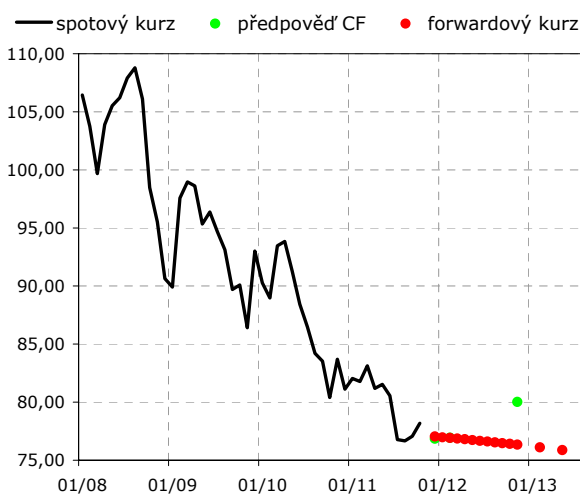
V říjnu euro vůči dolaru posilovalo, jak rostla důvěra investorů v řešení dluhové krize (včetně uzavření dohody o odepsání 50 % řeckého dluhu soukromými věřiteli), ale listopad přinesl novou vlnu negativních zpráv z eurozóny a obavy opět vzrostly. Proto také nový výhled CF očekává stabilitu kurzu v pásmu 1,33 až 1,35 USD/EUR v následujících dvou letech. Pokračující kvantitativní uvolňování a horší výhled britské ekonomiky se projevil i na výhledu kurzu britské libry, který zůstane stabilní okolo hodnoty 1,6 USD/GBP. Zavedení stropu na kurz CHF/EUR obnovilo zájem investorů o japonský jen jako bezpečný měnový přístav, na což centrální banka reagovala opakovanými nesterilizovanými intervencemi na devizovém trhu. Lze pochybovat o dlouhodobém efektu podobných intervencí a také nový CF očekává oslabení jenu až ve druhém čtvrtletí 2012. Švýcarský frank vůči dolaru dle CF oslabí dokonce až za rok, do té doby se bude pohybovat blízko oficiálního stropu, který však dle oficiálních vyjádření může být ještě slabší.

USD/EUR



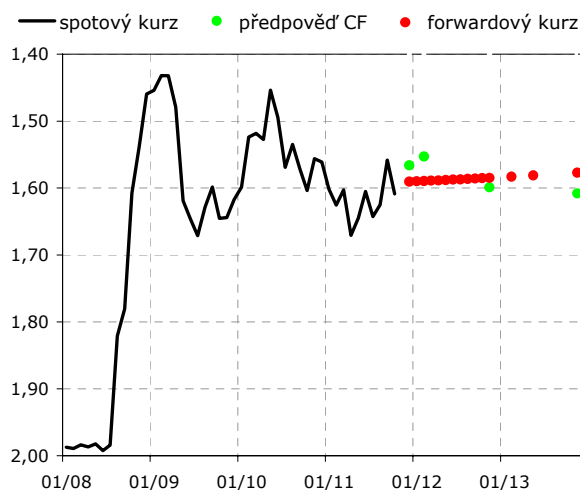
	14/11/11	12/11	02/12	11/12	11/13
spotový kurz	1,363				
předpověď CF		1,350	1,332	1,351	1,337
forwardový kurz		1,363	1,364	1,366	1,368

JPY/USD



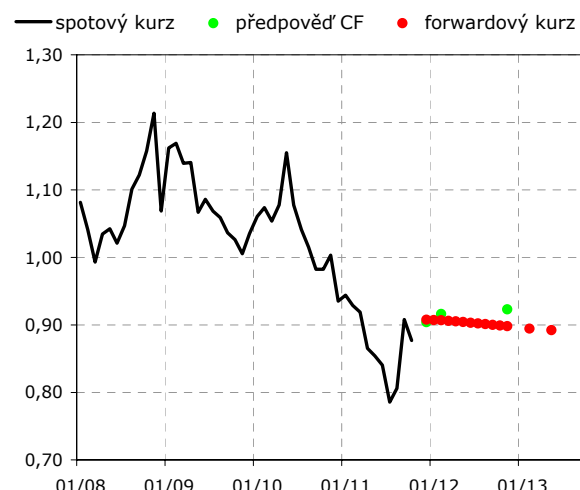
	14/11/11	12/11	02/12	11/12	11/13
spotový kurz	77,07				
předpověď CF		76,84	76,93	80,02	83,89
forwardový kurz		77,03	76,91	76,33	75,40

USD/GBP



	14/11/11	12/11	02/12	11/12	11/13
spotový kurz	1,591				
předpověď CF		1,566	1,553	1,599	1,608
forwardový kurz		1,591	1,590	1,585	1,577

CHF/USD



	14/11/11	12/11	02/12	11/12	11/13
spotový kurz	0,908				
předpověď CF		0,904	0,916	0,923	0,988
forwardový kurz		0,908	0,907	0,898	0,885

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: 18. listopadu 2011]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

V polovině října ukončily předchozí růst ceny ropy Brent zprávy o nízkém dovozu ropy do Číny. Ve zbytku měsíce se cena ustálila kolem hodnoty 110 USD/b, když mírnými růsty a poklesy reagovala na snahy evropských politiků vyřešit řeckou dluhovou krizi. V prvním listopadovém týdnu cena rychle vzrostla až na 115 USD/b když se zdálo, že změny v řecké a italské vládě uklidní finanční trhy. Od té doby však optimismus pomalu vyprchává a cena ropy Brent opět klesá. Předpověď na základě futures kontraktů zůstává i nadále klesající. Ke dni průzkumu CF11 však byl její začátek o cca 5 USD/b výše, než v případě minulé předpovědi a mírně se zvýšil sklon aktuální futures křivky. To znamená, že obchodníci nepředpokládají problémy s budoucími dodávkami a očekávají spíše růst nabídky díky postupnému návratu libyjské ropy na trh.

Cena ropy WTI se i nadále vyvíjela odlišně od ceny ropy Brent, když od začátku listopadu silně rostla v důsledku klesajících zásob v USA a příznivějších údajů z tamější ekonomiky.

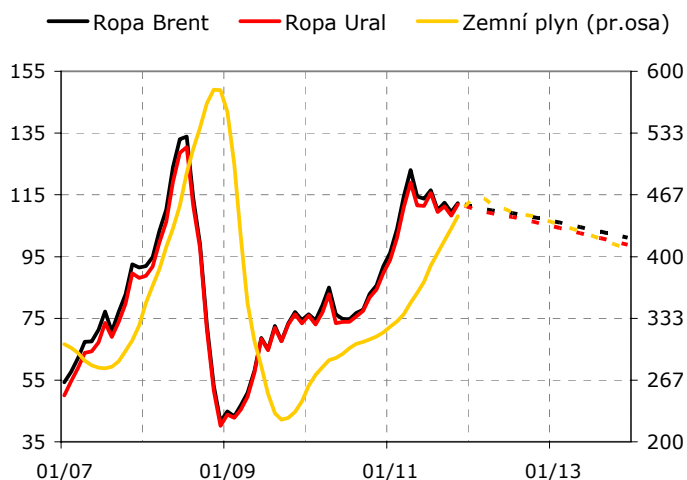
VI.2 Ostatní komodity

Na rozdíl od cen ropy a plynu výsledný index cen neenergetických komodit v uplynulém měsíci pokračoval v poklesu, i když pomalejším tempem. Tento pokles byl však způsoben pouze cenami některých potravinářských komodit (a kaučuku), neboť ceny průmyslových kovů zhruba stagnovaly v souladu s předchozí předpovědí.

Z potravinářských komodit byly poklesy zaznamenány u cen rýže, sóji, cukru, kakaa a vepřového masa. Výhled zůstává rostoucí pouze u cen pšenice a cen hovězího masa (které se nadále pohybují na historickém maximu). Naopak pokles se očekává u cen kukuřice. U průmyslových kovů se růst cen v budoucnosti očekává jen u hliníku.

Ceny uhlí poklesly skokově na přelomu září a října o cca 5 % a poté pokračovaly v mírném poklesu. Výhled však zůstává rostoucí.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



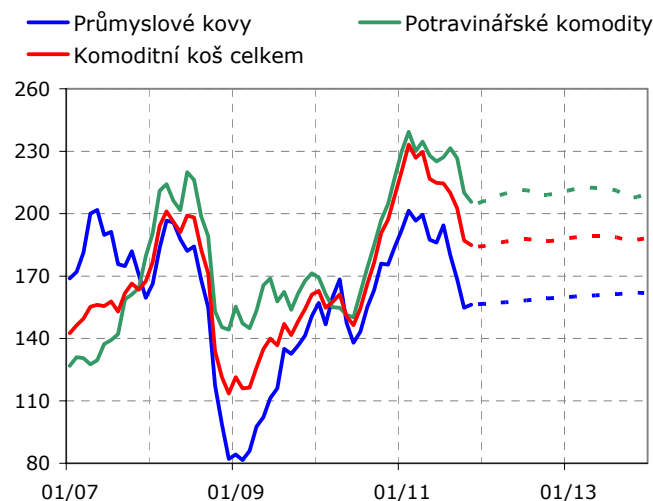
	11/11	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	112,3	109,4	106,9	104,1	101,2
Ropa Ural	111,9	108,2	105,3	102,1	98,9
Zemní plyn	443,6	451,2	439,1	424,5	407,8

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

[Uzávěrka dat: 14. listopadu 2011].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	11/11	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	156,3	158,0	159,7	160,9	161,9
Potravinářské komodity	205,6	211,4	210,2	212,1	209,0
Komoditní koš celkem	184,8	187,7	187,5	189,1	188,0

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

[Uzávěrka dat: 14. listopadu 2011].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

NÁRŮST ROZPĚTÍ MEZI CENOU SEVEROMOŘSKÉ ROPY BRENT A AMERICKÉ ROPY WTI¹

Evropská ropa Brent a americká ropa WTI jsou vnímány jako dva základní cenové benchmarky na světovém trhu s ropou, mezi kterými existovalo až donedávna relativně stabilní cenové rozpětí. Od začátku roku 2011 však cena ropy Brent výrazně vzrostla nad cenu ropy WTI. Jelikož se tím cena ropy WTI odchýlila nejen od ceny ropy Brent, ale také od ceny alternativní americké Louisiánské ropy s dodáním na pobřeží Mexického zálivu a také od ceny benzínu v USA, připisujeme tento vývoj specifické logistické situaci v Cushingu ve státě Oklahoma, který je místem dodání ropy WTI. Momentální přetlak nabídky ropy v tomto místě způsobený mimo jiné vlivem otevření nových ropovodů z Kanady, bez možnosti snadné přepravy ropy dále na jih do oblasti Mexického zálivu, udržuje cenu ropy WTI výrazně níže ve srovnání s ostatními benchmarky. V současné situaci tak ropa WTI ztratila status spolehlivého ukazatele světové ceny ropy.

Úvod

Na trhu s ropou se obchodují stovky různých druhů ropy s mnohdy výrazně odlišnými vlastnostmi (Box 1). Prakticky každé naleziště poskytuje surovinu specifických vlastností a různí zpracovatelé vlastní různé technologie pro zpracování pouze určitých podobných druhů ropy, jejichž vlastnosti se pohybují v úzce definovaném rozsahu. Aby se na takovém trhu mohl prosadit efektivní mechanismus tvorby cen, byly v jednotlivých regionech světa zavedeny benchmarky s úzce definovanými vlastnostmi a kvalitou (viz část 2). Tyto benchmarky jsou obchodovány na hlavních světových komoditních burzách a slouží rovněž jako podkladové aktivum pro futures kontrakty, opce a swapy. Ceny ostatních druhů ropy jsou pak vyjadřovány jako rozdíl od ceny příslušného benchmarku, přičemž rozdíl závisí na relativní kvalitě daného druhu ropy vůči kvalitě benchmarku. Na evropském kontinentu se jako benchmark využívá cena severomořské ropy Brent. Ve Spojených státech je to cena ropy WTI (West Texas Intermediate). Na efektivním trhu by mělo platit, že po zohlednění kvalitativních rozdílů a přepravních a skladovacích nákladů by ceny kdekoliv na světě měly být zhruba stejné, aby nevznikla příležitost k bezrizikové arbitráži.

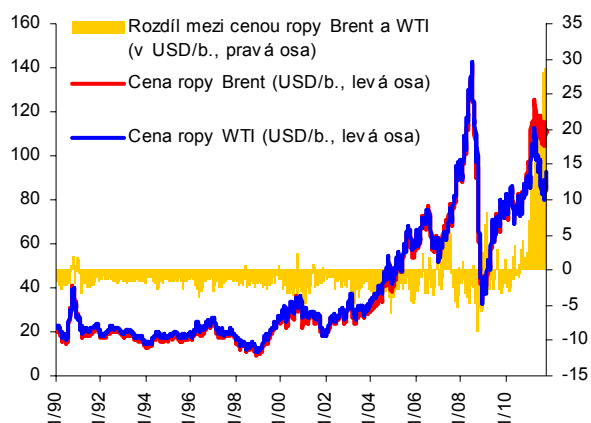
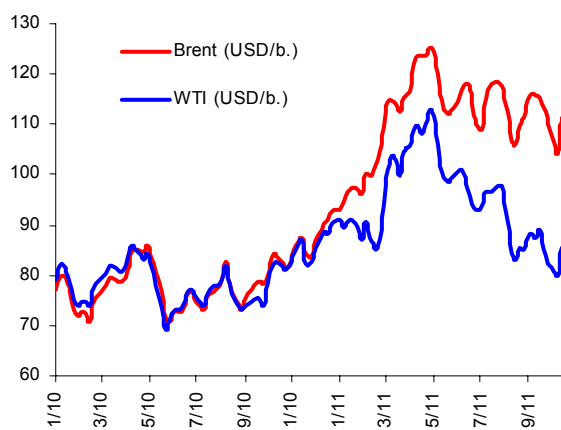
1. Vývoj rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI

V průběhu 90. let se pohyboval rozdíl mezi cenou ropy WTI a Brent v poměrně úzkém intervalu kolem průměrné hodnoty 1,4 USD/b (Obrázek VII-1). Od roku 2000 se volatilita spreadu s rostoucí cenou ropy zvyšovala a občas se vyskytlo období, kdy cena ropy Brent krátkodobě vzrostla nad cenu WTI². Nicméně průměr let 2000-2010 i nadále setrval na hodnotě cca 1,4 USD/b.³ K zásadnímu obratu došlo na počátku roku 2011, kdy obě ceny začaly navzájem divergovat (Obrázek VII-2). Vystává otázka, co je důvodem pro tak zásadně odlišný vývoj na obou trzích a který „benchmark“ v současnosti lépe odráží „světovou cenu ropy“?

¹ Autory jsou Jan Hošek (Jan2461.Hosek@cnb.cz) a Filip Novotný (Filip.Novotny@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Např. v březnu 2007 vzrostla cena ropy Brent nad cenu WTI a s premii se obchodovala až do července 2007. Tato anomálie byla způsobena dočasným omezením kapacity rafinerií ve Spojených státech, což vyvolalo převis nabídky ropy WTI nad její spotřebou. Tím zároveň cena ropy WTI dočasně ztratila status spolehlivého ukazatele světové ceny ropy. Jakmile však nadzemní zásoby ropy WTI ve Spojených státech poklesly, její cena opět vzrostla nad úroveň ceny ropy Brent.

³ Dle IEA (International Energy Agency) se WTI obchodovala v období 1994 - 2010 za cenu o 5 % vyšší než Brent. Námi uváděný rozdíl cen (obr. VII-1) byl stabilnější, než jejich poměr.

Obrázek VII-1: Dlouhodobý vývoj rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI**Obrázek VII-2: Vývoj ceny ropy Brent a WTI od roku 2010**

Zdroj: Thomson Reuters

Box 1: Kvalita a druhy ropy

Kvalita různých druhů ropy se posuzuje zejména podle jejich hustoty a obsahu síry. Na základě hustoty se ropa dělí na lehkou, střední a těžkou^a (Tabulka VII-1). Hustota se měří buď v jednotkách SI (mezinárodní soustava jednotek), nebo častěji ve stupních API (American Petroleum Institute). Stupnice API je vůči SI invertována, takže platí, že čím větší hustota, tím nižší stupeň API a (z pohledu rafinérií) horší kvalita ropy. Podle obsahu síry se ropa dělí na sladkou (obsahující méně než 0,5 %) a kyselou (s obsahem síry větším než 1,0 %). Z hlediska zpracování je preferována ropa s nižším obsahem síry.

Tabulka VII-1: Orientační hodnocení kvality ropy dle hustoty a obsahu síry

dle hustoty	hustota		dle obsahu síry	obsah síry
	kg/m ³	°API		%
lehká	< 870	> 31,1	sladká	< 0,5
střední	870 - 920	31,1 - 22,3	střední	0,5 - 1,0
těžká	920 - 1000	22,3 - 10,0	kyselá	1,0 - 2,0
extra těžká	> 100	< 10,0	vysoký obsah	> 2,0

Poznámka: Dělení je pouze orientační, různé instituce a různé regiony používají odlišný rozsah kategorií. Např. IEA a EIA označují lehkou ropu až od 38° API výše. Většina institucí se naopak shoduje na hranici, od které se ropa považuje za těžkou (cca 20° API). Pod touto hranicí je hustota a viskozita ropy tak vysoká, že bez další úpravy (zahřátí nebo ředění) ji nelze čerpat z vrtu potrubím.

Zdroj: The Canadian Centre for Energy Information

^a Někdy se uvádí ještě kategorie „extra“ těžká, kam spadají např. živice (bitumen), pocházející z kanadských dehtových písků (cca 8° API). Ty jsou v místě těžby zušlechťovány (štěpením) nebo se mísí s lehkou ropou zhruba na 31-33° API, čímž vzniká tzv. syntetická ropa, která je schopná transportu potrubím k dalšímu zpracování v rafinériích.

2. Nejdůležitější světové benchmarky

WTI (West Texas Intermediate, nebo též Texas Light Sweet) je lehká (38 - 40° API) sladká (cca 0,3% síry) ropa, která se těží a rafinuje na středozápadě USA, částečně se zpracovává i na pobřeží Mexického zálivu. Používá se jako benchmark pro oceňování ropy, dopravované ropovody v Severní Americe. V USA je ceněná mj. pro to, že má vysokou výtěžnost benzínu. Jako místo fyzického dodání slouží vnitrozemský ropný terminál Cushing ve státě Oklahoma. Je to podkladové aktivum pro futures, obchodované na CME (Chicago Mercantile Exchange), NYMEX (New York Mercantile Exchange) a ICE (Intercontinental exchange).

Směsnou ropu Brent tvoří 15 druhů ropy pocházejících ze Severního moře. Slouží jako benchmark pro oceňování zhruba dvou třetin mezinárodně obchodované ropy (původem zejména z Evropy, severní Afriky a z Blízkého východu, směřující na západ). Místem pro fyzické dodání je ostrov Sullom Voe (ze skotského souostroví Shetlandy), kam se ropa dopravuje po moři. Zpracovává se zejména v severozápadní Evropě, je vhodná pro výrobu benzínu a středních destilátů (nafty). Je podkladem pro futures, obchodované na ICE a NYMEX.

Tabulka VII-2: Orientační parametry některých běžných druhů ropy⁴

ropa	°API	% síry	místo dodání
Brent Blend	37,9	0,45	Sullom Voe (Shetlands, Scotland)
West Texas Intermediate	38,7	0,45	Cushing (Oklahoma)
Light Louisiana Sweet	36,4	0,13	St. James (Louisiana)
Urals	31-32	0,8-1,8	Primorsk, Novorossijsk, Odessa
Middle East	34-35	1,7	-

Zdroj: Energy Intelligence Group

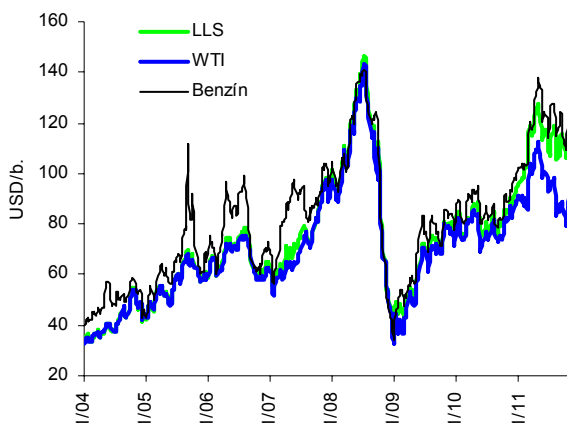
Přesto, že cenový rozdíl WTI-Brent je často středem pozornosti analytiků, je třeba uvést, že oba druhy nejsou přímými substituty. Kvalitativní rozdíly jsou sice z pohledu rafinérské technologie nevýznamné, přímá arbitráž je však obtížná. Zatímco ropu Brent je možné bez problémů kamkoliv dopravit po moři, přeprava ropy WTI je omezena možnostmi jednotlivých ropovodů v USA. Cena ropy Brent je proto mnohem více ovlivněna globální nabídkou a poptávkou, zatímco cena WTI spíše odráží stav nabídky a poptávky v USA. Proto z pohledu substituce a arbitráže je důležitější cenový rozdíl mezi ropou Brent a LLS (Light Louisiana Sweet), neboť LLS je kvalitativně rovněž srovnatelná, navíc je ale rovněž dostupná pro námořní dopravu⁵.

3. Který benchmark lépe zachycuje vývoj světových cen ropy?

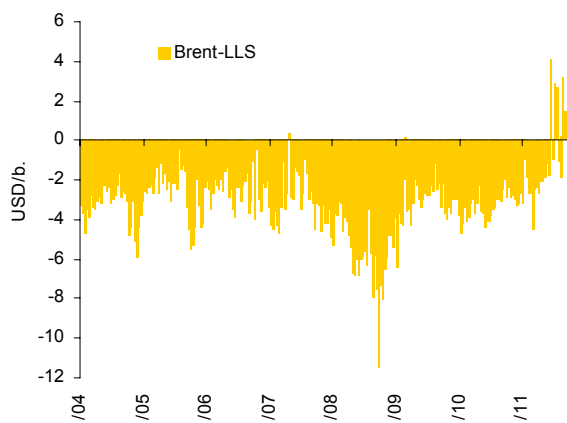
Odpověď na tuto otázku je poměrně snadná. Blíže ke „světové ceně ropy“ má cena ropy Brent, a to hned z několika důvodů. Jednak ceny ostatních obchodovaných druhů, včetně americké lehké Louisianské ropy (LLS), obchodované na pobřeží Mexického zálivu, se vyvíjejí analogicky s cenou ropy Brent (Obrázek VII-3), jednak maloobchodní cena benzínu v USA odpovídá ceně louisianské ropy, nikoliv ceně WTI.

⁴ Hodnoty se mohou lišit podle různých pramenů a zároveň se mění s postupem času.

⁵ Kromě cenových rozdílů mezi jednotlivými druhy ropy se uvádí např. sweet-sour spread. Ten má tendenci pravidelně růst v období zvýšené poptávky po rafinérských produktech. S vyšší poptávkou roste tzv. „crack spread“, tedy rozdíl mezi cenou produktů a surové ropy. Rafinérie se snaží zvýšit produkci zapojením rafinérských kapacit, které jsou schopné zpracovávat jen dražší sladkou ropu a tím její cena vůči kyselé ropě roste.

Obrázek VII-3: Vývoj ceny ropy a benzínu v USA

Zdroj: Thomson Reuters

Obrázek VII-4: Rozdíl mezi cenou ropy Brent a LLS

4. Důvody odlišného vývoje ceny ropy WTI v roce 2011

Proč se cena ropy WTI vyvíjí tak odlišně od ostatních světových benchmarků? Na počátku roku se tento jev vysvětloval rostoucími zásobami na ropném terminálu Cushing. Ty však kulminovaly v březnu letošního roku na hodnotě 42 mil. b. a od té doby klesají⁶, zatímco cenová diference nadále trendově roste. Stav zásob v Cushingu sám o sobě tedy vzniklou situaci nevysvětluje. Přesto je třeba pravděpodobné vysvětlení hledat právě ve specifické místní infrastruktuře. Americký středozápad je s pobřežím Mexického zálivu propojen dvěma hlavními ropovody⁷. Oba však přivádějí ropu z pobřeží do rafinérií ve vnitrozemí. Navíc byly nedávno zprovozněny ropovody z Kanady, které do oblasti přepravují stále větší objem ropy ze severu⁸. K tomu roste i místní produkce v Severní Dakotě. Oblast je tak zásobována větším množstvím ropy, než jsou místní rafinérie schopny zpracovat. Naskytá se logická otázka, proč není přebytečná ropa WTI z vnitrozemí dopravována na pobřeží Mexického zálivu, kde by mohla být prodána za mnohem vyšší cenu. Na tuto otázku odpověděl jeden ze spoluvlastníků ropovodu Seaway (firma Conoco Phillips) tak, že není v jejím zájmu ropovod reverzovat. Zdůvodňuje to tím, že vlastní zároveň vnitrozemské rafinérie v Oklahomě, které by nebyly bez dodávek z Mexického zálivu využity na optimální kapacitu. Navíc zde mají továrnu na výrobu tzv. „premiu coke“⁹, která potřebuje ropu specifických vlastností z pobřeží. A konečně argumentuje firma tím, že obrácení toku v ropovodu není krátkodobou záležitostí, může trvat 6 měsíců až rok a kromě ztrát z provozu by to vyžadovalo i další náklady. Samozřejmě že firma Conoco Phillips profituje z nízkých cen ropy WTI. Produkce místních rafinérií je nižší než lokální spotřeba a část pohonných hmot se tak dováží z jiných částí USA. Proto mohou místní rafinérie prodávat svoji produkci za ceny, které jsou běžné jinde v USA a které se odvíjejí od ceny dražší ropy

⁶ Skladovací kapacita v Cushingu naopak postupně roste, dle US Dept. of Energy činil na konci března celkový objem nádrží 58 mil. b., pracovní kapacita byla 48 mil. b., to znamená, že i v době maximálního naplnění zde byla rezerva minimálně 15 % skladovacího objemu.

⁷ Ropovod Seaway s kapacitou 430 tis. b. denně propojuje Cushing se západní částí Zálivu, zatímco ropovod Capline o denní kapacitě 1,2 mil. b. vede z Louisiany na jih státu Illinois.

⁸ Ropovod Keystone společnosti TransCanada ze Steele City (Nebraska) do Cushingu byl otevřen 8. února 2011 a měl by dopravovat 155 tis. b/d. Již před tím byl zprovozněn jiný ropovod z Kanady v dubnu 2010

⁹ Jedná se o vysoce kvalitní ropný koks (prakticky čistý uhlík), ze kterého se vyrábějí např. uhlíkové elektrody pro obloukové elektrické pece pro výrobu oceli. K jeho výrobě je potřeba ropa o specifickém složení.

LLS. V řádu několika let by mohlo být řešením prodloužení ropovodu firmy Trans Canada až do Zálivu. Tento projekt má však zatím problémy se schválením. Při současném cenovém rozdílu se samozřejmě vyplatí i dražší doprava ze Severní Dakoty do Zálivu železničními či silničními cisternami¹⁰, objemy jsou však zatím malé (cca 60 tis. b/d) z důvodu nedostatku volných přepravních kapacit a chybějící infrastruktury pro nakládku a vykládku. Spekuluje se i o možnosti využití upadající říční dopravy.

5. Dochází k divergenci cen ropy v USA a Evropě?

Červnová studie Goldman-Sachs (Durden, T., 2011) přináší hypotézu, že zatímco logistické problémy v oblasti amerického středozápadu udržovaly spread Brent-WTI na zvýšené úrovni v období od března do května, další prudký nárůst na začátku června byl způsoben relativním poklesem ceny LLS vůči ceně Brentu (Obrázek VII-4). Cena ropy Brent bývá typicky nižší než cena LLS zhruba o dopravní náklady z Evropy do Mexického zálivu (3-4 USD/b). V červnu však pravděpodobně došlo k otočení arbitrážního toku ropy směrem z USA do Evropy. Analytici GS tehdy očekávali ve svém hlavním scénáři, že tento stav je pouze dočasný v souvislosti s výpadkem Libyjské ropy a problémy s těžbou v Nigérii a časem odezní, což se také následně potvrdilo, když se začátkem října cena LLS vrátila zpět nad cenu ropy Brent. Cenový rozdíl mezi ropou Brent a WTI však nadále narůstal pod vlivem stále nevyřešené situace v Cushingu.

Závěr

Problém s momentální disparitou mezi cenou ropy Brent a WTI se primárně odvíjí od přetlaku ropy na středozápadě USA (logistický faktor). Pro tuto tezi svědčí odlišný vývoj ceny ropy na pobřeží Mexického zálivu (Light Louisiana Sweet, která je k dispozici pro případnou arbitráž) nebo ceny benzínu v USA. Ceny těchto komodit zůstaly úzce svázané s vývojem ceny ropy Brent a nesvědčí o tom, že by se cenový vývoj v USA odlišoval od cen jinde ve světě. Za současného vývoje však přestává být cena ropy WTI benchmarkem, který by vypovídal o cenovém vývoji v USA, natož pak o vývoji světové ceny ropy. V souladu s tímto faktem oznámili v říjnu 2011 představitelé komoditního indexu Dow Jones-UBS, že od roku 2012 zahrnou do svého indexu ropu Brent. Podobným způsobem by mohla zareagovat i společnost Consensus Economics, která se ve svých průzkumech očekávaného vývoje zatím zaměřuje pouze na cenu ropy WTI.

Literatura

Centre for Energy: What are oil sands and heavy oil? *Canadian Centre for Energy Information*.

<<http://www.centreforenergy.com/AboutEnergy/ONG/OilsandsHeavyOil/Overview.asp?page=1>>

Clark, A. (2011) ConocoPhillips Not Interested in Reversing Seaway Pipeline

<<http://www.bloomberg.com/news/2011-02-15/conocophillips-not-interested-in-reversing-seaway-pipeline.html>>

DownstreamToday.com (2010) Keystone Gulf Coast Expansion Project (Keystone XL)

<http://www.downstreamtoday.com/projects/project.aspx?project_id=121&AspxAutoDetectCookieSupport=1>

¹⁰ Náklady na přepravu po železnici jsou uváděny ve výši cca 6 USD/b, po silnici cca 10 USD/b, zatímco přepravní tarif ropovodu Seaway je cca 1,5 USD/b.

Durden, T. (2011): Goldman Presents Three Scenarios For Where The WTI-Brent Spread Is Headed (And Why The Firm Has Been Wrong So Far).

<<http://www.zerohedge.com/article/goldman-presents-three-scenarios-where-wti-brent-headed-and-why-firm-has-been-wrong-directio>>

Energy Inteligence (2007): The Crude Oils and their Key Characteristics.

<http://www.energyintel.com/pages/Eig_Article.aspx?DocId=200017>

Hamilton, J. (2011): Brent-WTI spread. *Econbrowser*.

<http://www.econbrowser.com/archives/2011/04/brentwti_spread_1.html>

ICE IntercontinentalExchange: Crude Oil.

<https://www.theice.com/publicdocs/ICE_Crude_Oil.pdf>

Tverberg, G. (2011): Why are WTI and Brent Oil Prices so Different? *The Oil Drum*.

<<http://www.theoil drum.com/node/7519>>

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
ICE	Intercontinental Exchange
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 změnila globální nerovnováha? (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
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11