

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2012

OBSAH	2
I SHRnutí	3
II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ	4
II.1 HDP	4
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi	5
II.3 Inflace	6
II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi	7
III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE	8
IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB	9
IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna	9
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA	9
V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN	10
VI VÝHLED CEN KOMODIT	11
VI.1 Ropa a zemní plyn	11
VI.2 Ostatní komodity	11
VII ZAOSTŘENO NA...	12
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB	12
POUŽITÉ ZKRATKY	18
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V GEVU	19

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

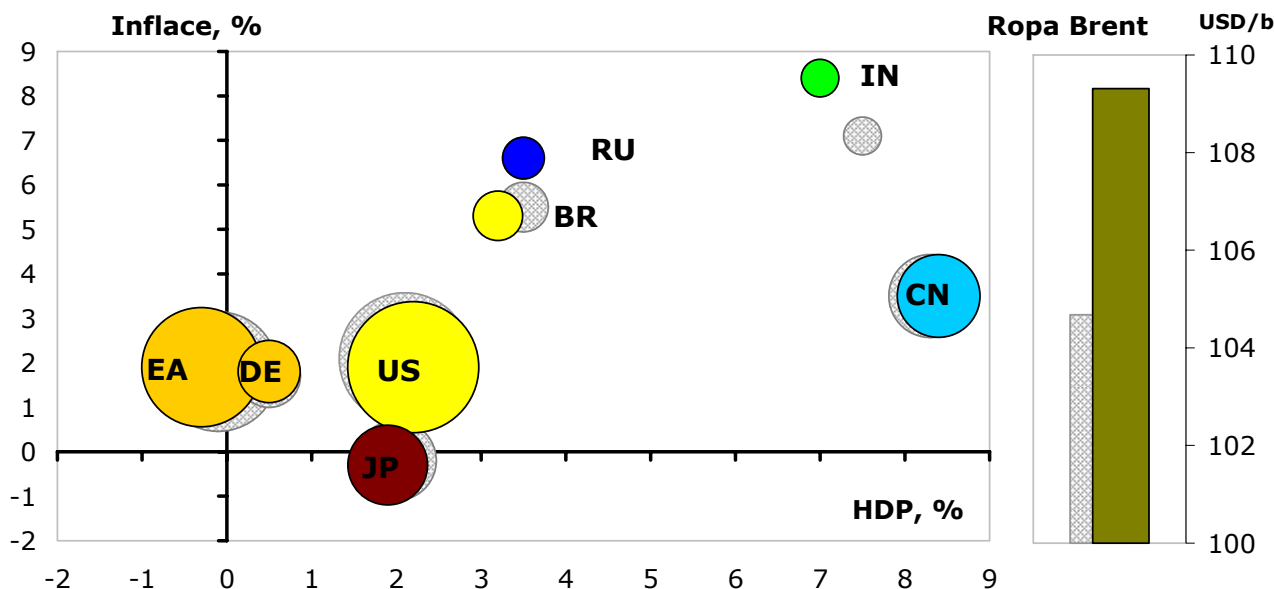
Lednové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje vybraných teritorií optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové indikátory, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na vyhodnocení likviditního rizika na peněžním trhu eurozóny a operací ECB.

Výhled globálního ekonomického vývoje na rok 2012 není příliš optimistický. Pro rozvinuté země – zejména pak pro země eurozóny – bude velkou výzvou odvrácení již viditelné hrozby obnovené recese. Výhledy pro Spojené státy jsou v porovnání s evropským teritoriím optimistické. Inflace by se měla v rozvinutých zemích pohybovat, vyjma již tradičně nízké inflace v Japonsku, blízko dvouprocentní hranice, což při scénáři obnovené recese pro země eurozóny představuje nemalé národohospodářské riziko. Situaci vyspělých ekonomik drží „v šachu“ jejich v čase naakumulované dluhy, viz barevné spektrum grafu. Pravděpodobnost dohledného snížení dluhové zátěže rozvinutých zemí na dlouhodobě udržitelnou úroveň je tak prozatím nízká. Dosavadní nejednoznačné řešení dluhové krize v eurozóně vyjádřila agentura Standard & Poor's lednovým snížením ratingu většiny jejich členů. Nevyšší stupeň AAA má již pouze 4 země, prozatím včetně ekonomicky nejsilnějšího Německa.

Rozvíjející se ekonomiky, zejména skupina zemí BRIC, by prozatím měly dosahovat robustního hospodářského růstu při akceptovatelné míře inflace. Jisté znepokojení mohou způsobit inflační výhledy pro Indii. Nicméně např. očekávané hodnoty hospodářského růstu Číny jsou přibližně o třetinu níže, než na počátku finanční krize. Dobrou zprávou pro světovou ekonomiku je, že země skupiny BRIC nejsou tak svázány zadlužením (vyjma Brazílie), což ulehčuje provádění jejich hospodářské politiky a nepůsobí jako bariéra růstu.

Světová ekonomika bude v roce 2012 vystavena stále vysokým cenám ropy, byť s mírně klesajícím výhledem, které by při sílícím dolaru znamenaly růst inflačního rizika v mnoha zemích. Ceny potravinářských a průmyslových komodit by měly být na konci roku 2012 oproti současnosti mírně vyšší. V roce 2012 se očekává další snížení sazeb ECB a jejich stabilita v USA.

Výhled globálního ekonomického vývoje v roce 2012



Vládní dluh 5 - 10 ≤ 25 ≤ 50 ≤ 75 ≤ 100 ≤ 125 ≤ 150 ≤ 175 ≤ 200

výhled XII-2012

Poznámka: EA – eurozóna, DE – Německo, US – Spojené státy, JP – Japonsko, CN – Čína, IN – Indie, BR – Brazílie, RU – Rusko. Velikost jednotlivých bodů znázorňuje velikost země / regionu podle nominálního HDP v amerických dolarech v roce 2010 (pro Indii v roce 2009). Barva bodů je přiřazena podle významnosti podílu vládního dluhu na HDP v roce 2010. Šedá barva je předpověď CF (HDP, inflace) nebo průzkum agentury Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 13. ledna 2012]

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

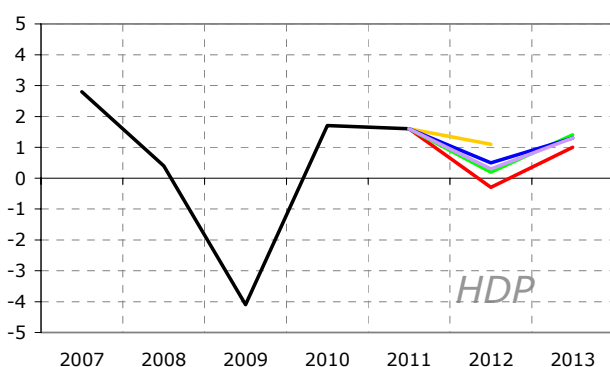
II.1 HDP

Lednový výhled CF očekává v roce 2012 pokles HDP eurozóny pod vlivem stále se zhoršujících makroekonomických údajů. V 2011Q4 se očekává propad regionu do recese, která by se měla prohlubovat i v letošním roce. Dalším faktorem je rozšíření dluhové krize na velké ekonomiky, zejména Francii a Itálii, a dále politická nejistota spojená s dluhovými problémy. Celkem ekonomický růst měnové unie v roce 2012 poklesne o 0,3 %. Přestože se Německo stále udržuje vysoko nad průměrem eurozóny, jeho ekonomický růst prudce poklesne z očekávaných 3 % v roce 2011 na 0,5 % v roce 2012. Růst HDP Spojených států se letos udrží na 2,2 % a ekonomika Číny poroste 8,4% tempem.

V roce 2013 se očekává oživení ekonomické aktivity ve všech sledovaných zemích a návrat na trajektorii růstu v eurozóně, jejíž ekonomický růst by měl dosáhnout 1 %, přičemž 1,5% růstem přispěje Německo. V USA a Číně se růst HDP oproti roku 2012 změní nepatrně – v USA je očekáván růst vyšší o 0,3 p.b. a v Číně o 0,2 p.b.

EUROZÓNA

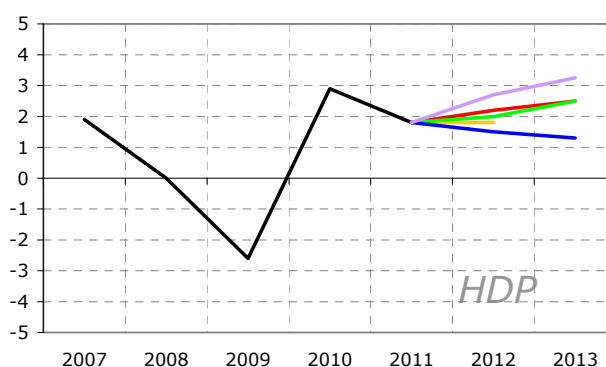
— HIST — CF, 1/12 — MMF, 9/11
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — ECB, 12/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	1,6					
2012		-0,3	1,1	0,2	0,5	0,3
2013		1,0	0,0	1,4	1,3	1,3

USA

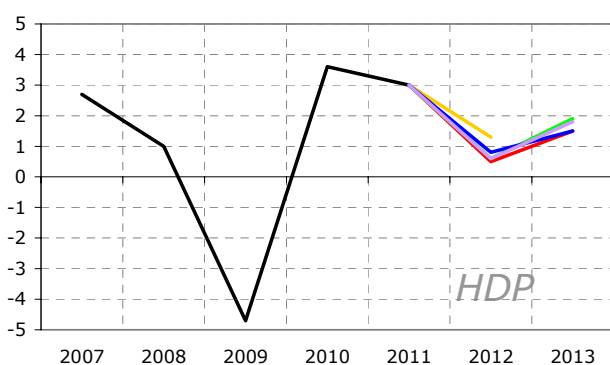
— HIST — CF, 1/12 — MMF, 9/11
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — Fed, 11/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	1,8					
2012		2,2	1,8	2,0	1,5	2,7
2013		2,5	0,0	2,5	1,3	3,3

NĚMECKO

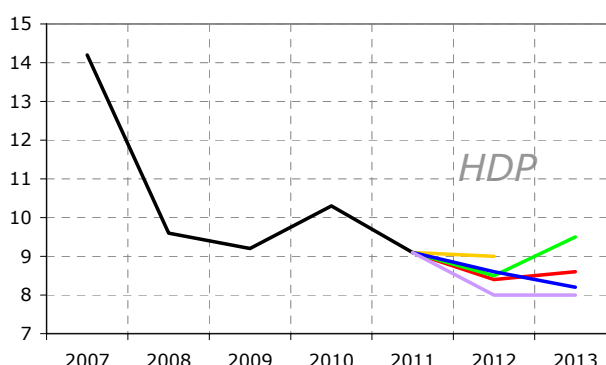
— HIST — CF, 1/12 — MMF, 9/11
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — DBB, 12/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	3,0					
2012		0,5	1,3	0,6	0,8	0,6
2013		1,5	0,0	1,9	1,5	1,8

ČÍNA

— HIST — CF, 1/12 — MMF, 9/11
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — BOFIT, 9/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2011	9,1					
2012		8,4	9,0	8,5	8,6	8,0
2013		8,6	0,0	9,5	8,2	8,0

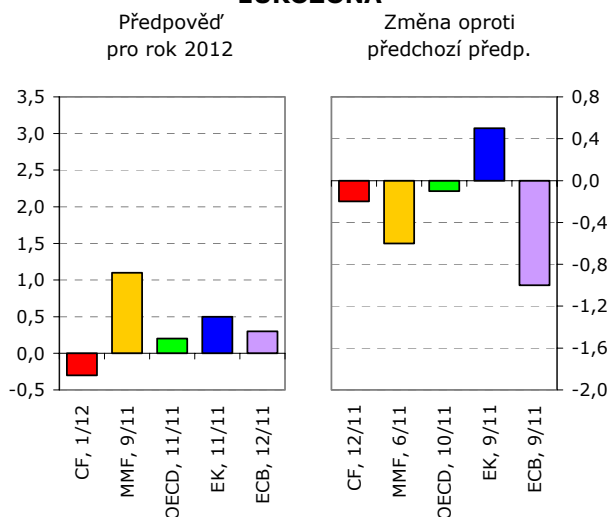
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. ledna 2012]

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

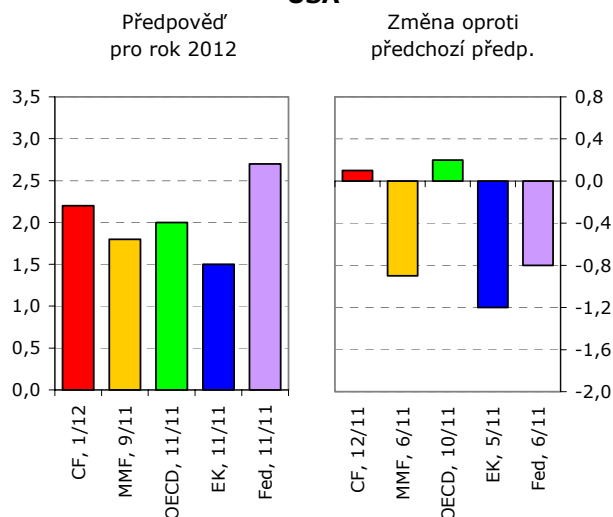
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

Výhled CF pro eurozónu na rok 2012 se nadále zhoršuje. Lednová předpověď růstu HDP je o 0,2 p.b. nižší oproti prosincové prognóze. Výhled růstu ekonomiky Německa ponechal CF beze změny. Ekonomický růst Spojených států a Číny byl zvýšen o 0,1 p.b.

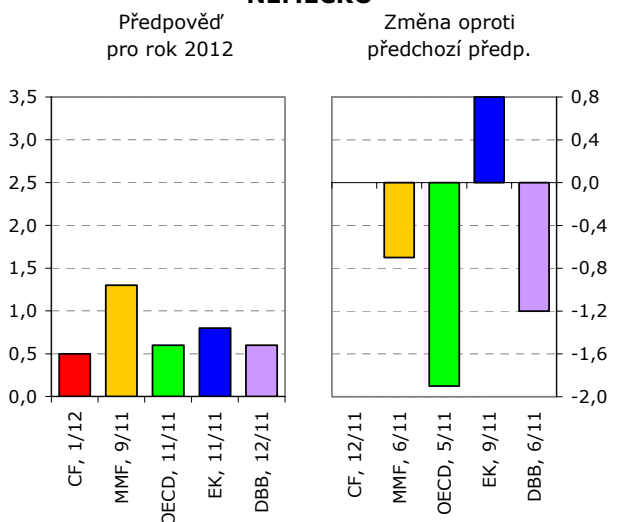
EUROZÓNA



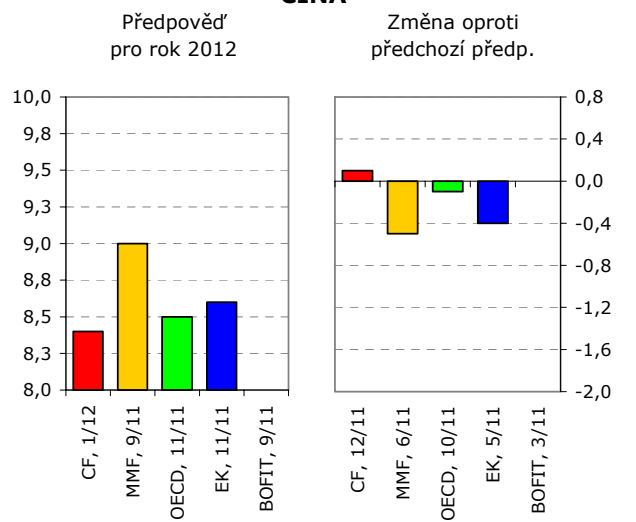
USA



NĚMECKO



ČÍNA



Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu.

[Uzávěrka dat: 13. ledna 2012]

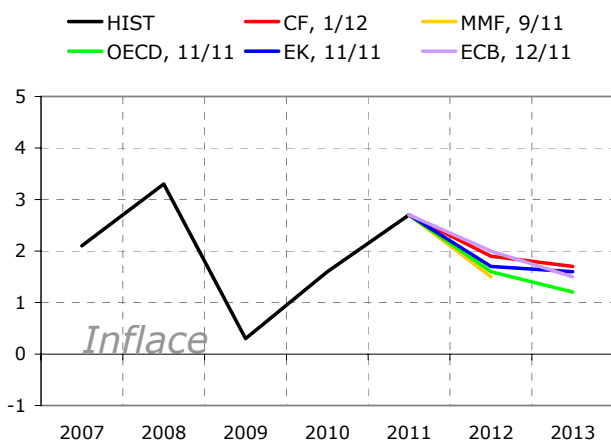
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

II.3 Inflace

Globální zpomalení brzdí inflaci ve všech sledovaných ekonomikách a usnadňuje uvolňování měnové politiky. Podle nového výhledu CF inflace v eurozóně poklesne v roce 2012 pod 2% hranici. Růst cen v Německu bude ve srovnání s průměrem eurozóny o 0,1 p.b. nižší a dosáhne 1,8 %. Ve Spojených státech se letos očekává 1,9% inflace a v Číně 3,5 %.

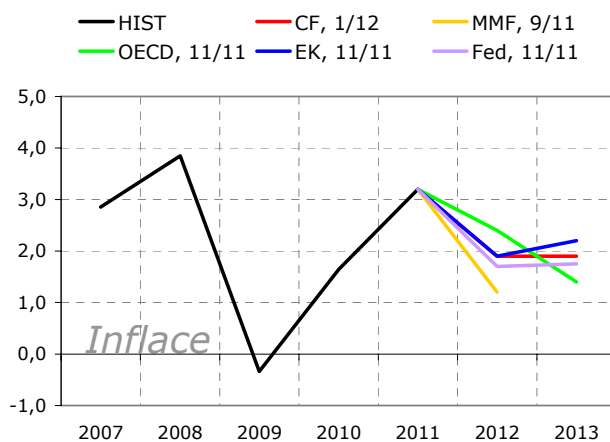
Výhled inflace na příští rok ponechal lednový CF na úrovni roku 2012 pro Německo a Spojené státy. V eurozóně inflace poklesne na 1,7 % a v Číně naopak ceny porostou o 3,7 %.

EUROZÓNA



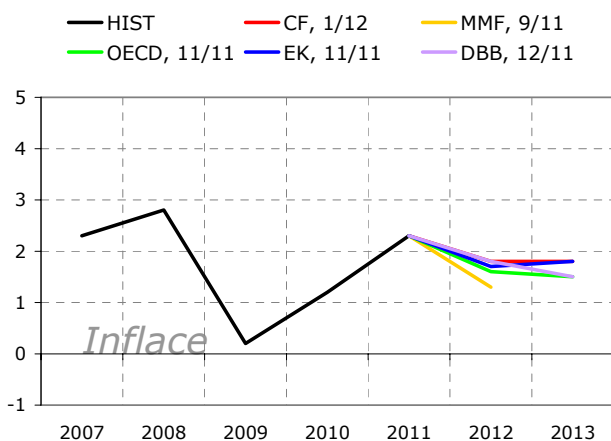
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	2,7					
2012		1,9	1,5	1,6	1,7	2,0
2013		1,7	0,0	1,2	1,6	1,5

USA



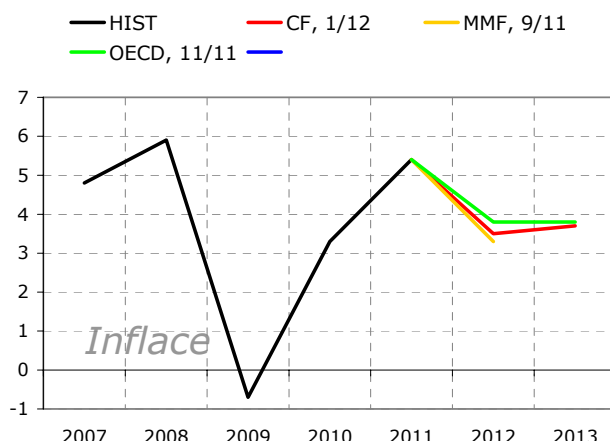
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	3,2					
2012		1,9	1,2	2,4	1,9	1,7
2013		1,9	0,0	1,4	2,2	1,8

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	2,3					
2012		1,8	1,3	1,6	1,7	1,8
2013		1,8	0,0	1,5	1,8	1,5

ČÍNA



	HIST	CF	MMF	OECD
2011	5,4			
2012		3,5	3,3	3,8
2013		3,7	0,0	3,8

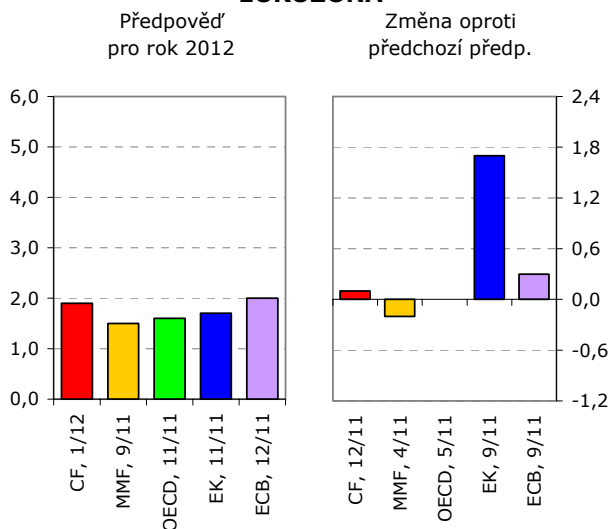
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. ledna 2012]

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

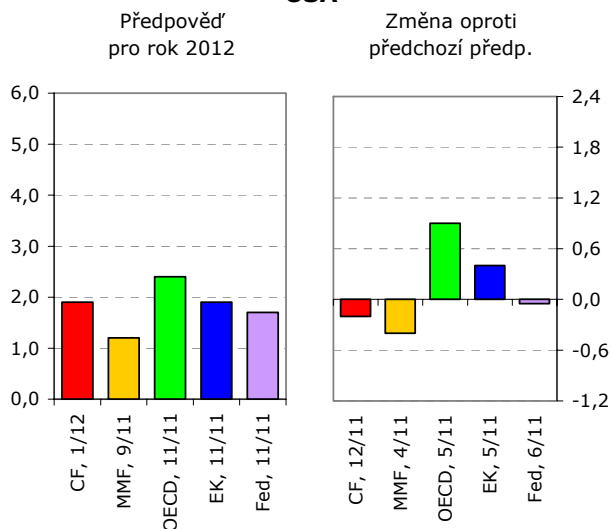
Ve srovnání s prosincovou prognózou lednový CF očekává v roce 2012 v eurozóně a Německu inflaci vyšší o 0,1 p.b. Výhled růstu spotřebitelských cen ve Spojených státech naopak poklesl o 0,2 p.b. Výhled inflace v Číně nový CF nezměnil.

EUROZÓNA



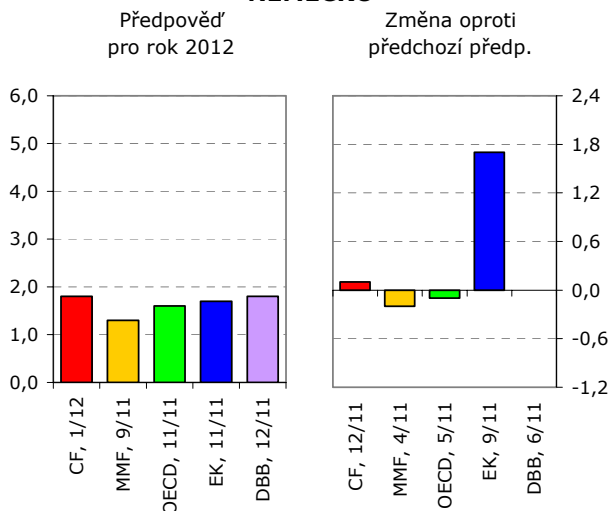
2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	1,9	1,5	1,6	1,7
Změna		0,1	-0,2	0,0	1,7
					0,3

USA



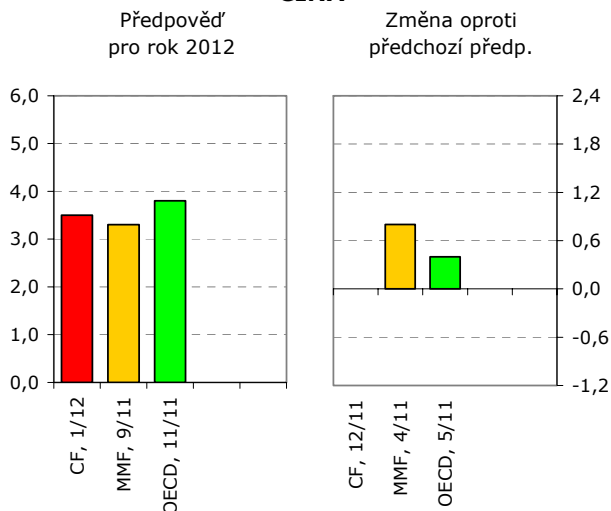
2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,2	1,9	1,2	2,4	1,9
Změna		-0,2	-0,4	0,9	0,4
					-0,1

NĚMECKO



2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	2,3	1,8	1,3	1,6	1,7
Změna		0,1	-0,2	-0,1	1,7
					0,0

ČÍNA



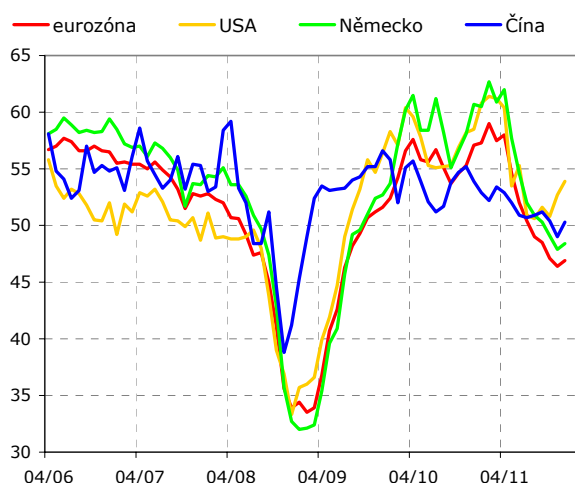
2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	3,5	3,3
Změna		0,0	0,8
			0,4

Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 13. ledna 2012]

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

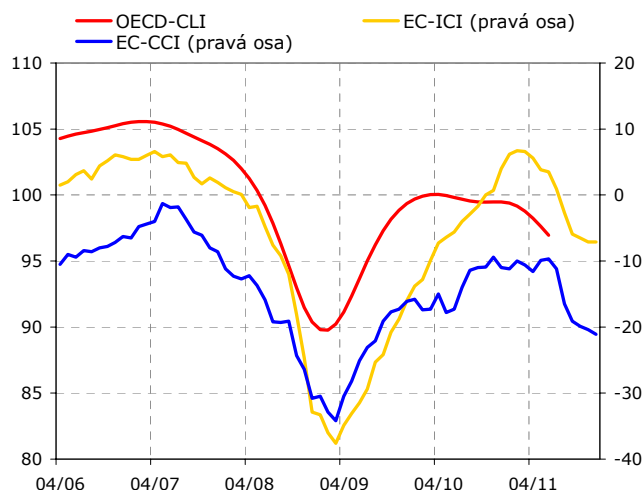
Vývoj předstihových ukazatelů v lednu opět zvýraznil rozdíl mezi hospodářským výhledem pro USA a pro eurozónu. Očekávání ekonomického růstu se v USA dále zvýšilo. Vedle indexu PMI (Index nákupních manažerů), který dále výrazně vzrostl nad 50% hranici, se zvýšily i hodnoty všech ostatních sledovaných předstihových ukazatelů. Zvláště patrný byl nárůst spotřebitelské důvěry. V eurozóně se sice pokles PMI po 7 měsících obrátil v slabý růst, ale ostatní ukazatele stagnovaly na nízkých hodnotách, nebo se dále mírně snížily. Výhled pro Německo je oproti zbytku eurozóny poněkud příznivější. Obdobně jako index PMI, který se stejně jako v eurozóně po 7 měsících opět zvýšil, ale zůstává pod 50 %, vzrostly i hodnoty ostatních předstihových ukazatelů. Čínský PMI se mírně zvýšil a po 1 měsíci se vrátil těsně nad 50% úroveň.

PMI V PRŮMYSLU



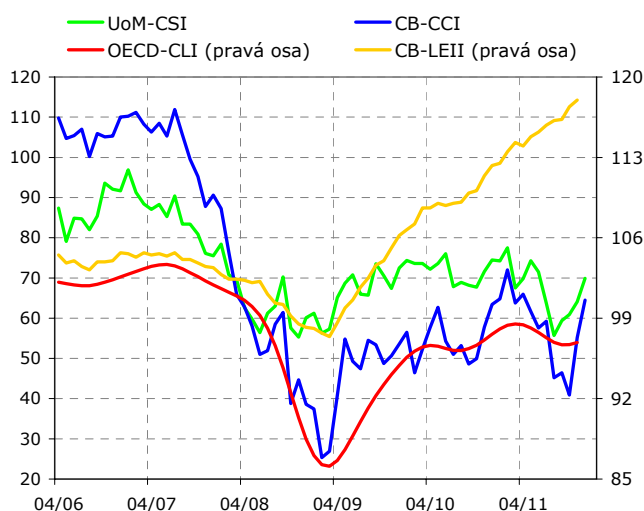
	EA	US	DE	CN
10/11	47,1	50,8	49,1	50,4
11/11	46,4	52,7	47,9	49,0
12/11	46,9	53,9	48,4	50,3

EUROZÓNA



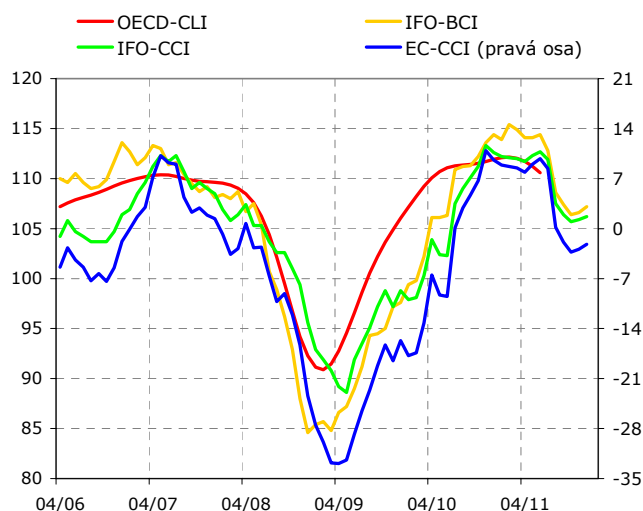
	OECD-CLI	EC-ICI (pravá osa)	EC-CCI (pravá osa)
10/11		-6,5	-19,9
11/11		-7,1	-20,4
12/11		-7,1	-21,1

USA



	OECD-CLI	CB-LEII (pravá osa)	UoM-CSI	CB-CCI
10/11	96,7	117,4	60,9	40,9
11/11	96,9	118,0	64,1	55,2
12/11			69,9	64,5

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI (pravá osa)
10/11		106,4	105,7	-3,3
11/11		106,6	105,9	-2,9
12/11		107,2	106,2	-2,2

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: 12. ledna 2012]

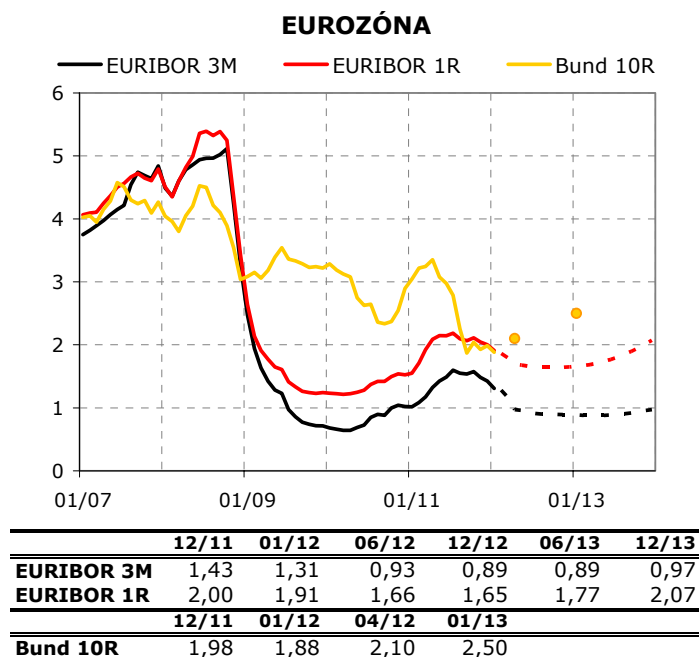
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Na zasedání 12. ledna ponechala ECB svou hlavní refinanční sazbu na hodnotě 1 %. Další snížení by dle analytiků CF mělo přijít v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku. Od června do prosince 2012 je již nejčastější předpověď analytiků pro sazbu ECB 0,5 %. Oproti minulému měsíci se tak očekávání posunula k dřívějšímu snižování sazeb.

Sazba mezibankovního trhu Euribor 3M v uplynulém měsíci pokračovala v poklesu. Ten se však oproti očekávání urychlil, když ECB oznámila výsledky první aukce tříletých bankovních půjček. Zájem o aukci značně překonal očekávání a likvidita v bankovním sektoru eurozóny vzrostla o 210 mld. EUR. To způsobilo mj. další mírný pokles křivky implikovaných budoucích sazeb jak na tříměsíční tak jednoleté splatnosti. Akce ECB zároveň vedla k zastavení nárůstu rizikové prémie na mezibankovním trhu eurozóny.

Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu po poklesu v první polovině prosince stagnoval na hodnotě cca 1,9 % a ani analytici CF nezměnili jeho výhled.



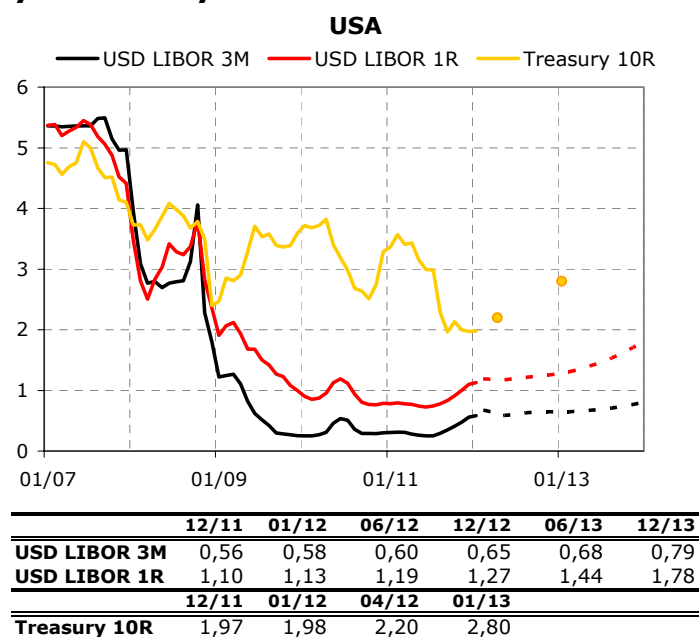
Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 9. ledna 2012]

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

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Před lednovou obměnou hlasujících členů FOMC zůstává postoj měnové politiky Fedu nadále beze změny. Základní měnově politická sazba setrvává prakticky na nule a předpověď CF01 nepočítá s její změnou minimálně do konce roku 2012. Růst tříměsíční a jednoleté dolarové sazby LIBOR, který jsme mohli pozorovat ve druhé polovině roku 2011, se podle očekávání na počátku letošního roku zastavil. Trajektorie implikovaných budoucích sazeb LIBOR 3M i 1Y se od minulého měsíce prakticky nezměnila. Tříměsíční sazba by tak měla stagnovat ještě po většinu roku 2013, jednoletá by měla začít pozvolna růst zhruba od poloviny letošního roku. I v USA se zpomalil od poloviny prosince růst rizikové prémie na mezibankovním trhu.

Výnos desetiletého vládního bondu se od začátku listopadu pohybuje bez znatelného trendu v intervalu 1,8-2,1 % a CF01 posunul jen nepatrně vzhůru předpověď v horizontu jednoho roku (na 2,8 %).



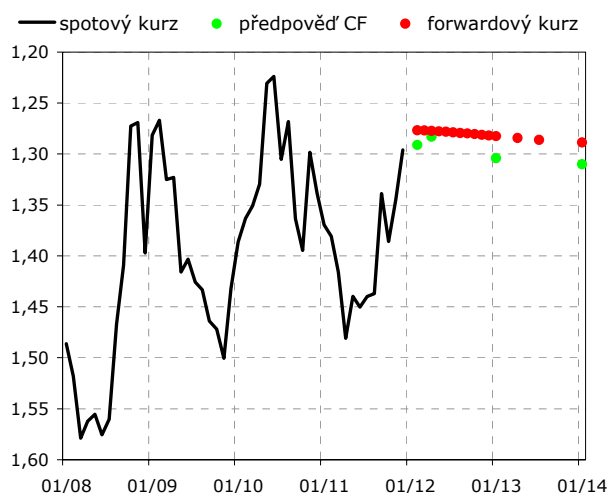
Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled.

[Uzávěrka dat: 9. ledna 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

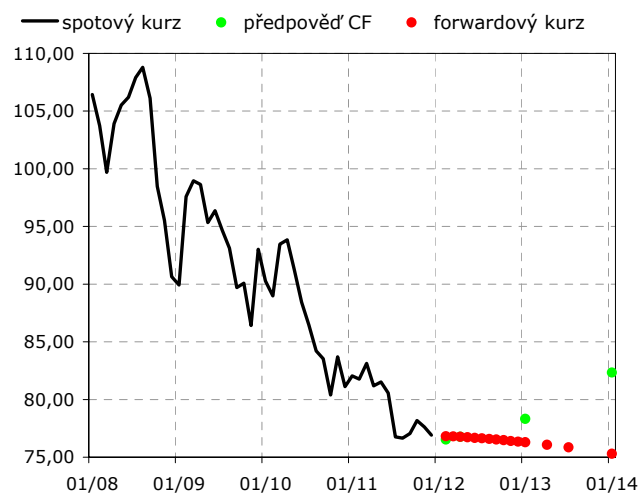
Nervozita na finančních trzích přetrvává i přes řadu opatření ECB s tím, jak se řešení dluhové krize eurozóny stále odkládá a náznaky recese prohlubují. Euro vůči světovým měnám oslabovalo, když vůči americkému dolaru dosáhlo v prvním lednovém týdnu 15měsíčního minima a vůči japonskému jenu oslabilo na 11leté minimum. Lednový CF přinesl další posun výhledu směrem ke slabšímu euru, přičemž v horizontu jednoho roku jednotná evropská měna posílí vůči dolaru jen o 2,3 %. Podobně jako dolar je vnímán také japonský jen, který se podle nového CF udrží na současné hodnotě ještě další 3 měsíce. Ve prospěch jenu mimo sentiment investorů působí repatriace kapitálu a velmi nízká inflace. Japonská centrální banka v minulém roce 3x intervenovala bez významného efektu, přesto zatím neuvažuje o zavedení stropu na kurz. Švýcarský frank se i nadále drží pod úrovní stanovenou švýcarskou centrální bankou a výraznější oslabení se očekává v horizontu jednoho roku.

USD/EUR



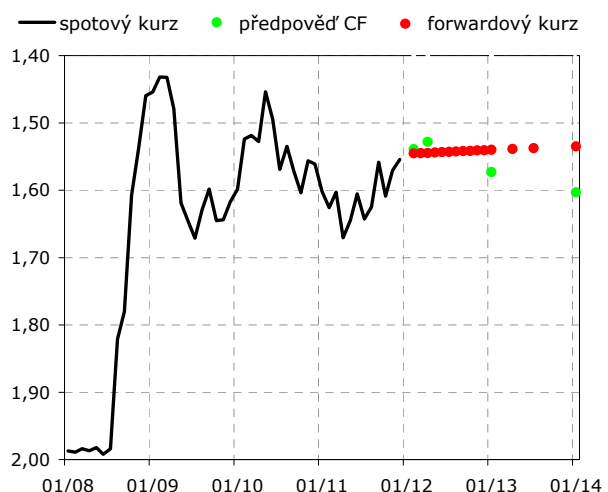
	9/1/12	02/12	04/12	01/13	01/14
spotový kurz	1,277				
předpověď CF		1,291	1,283	1,304	1,310
forwardový kurz		1,277	1,277	1,282	1,289

JPY/USD



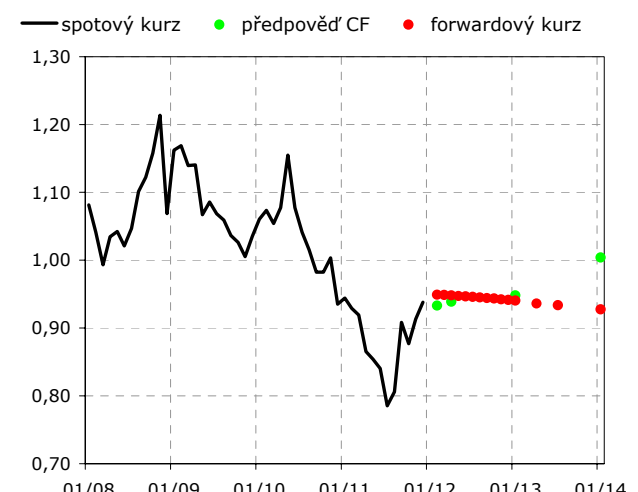
	9/1/12	02/12	04/12	01/13	01/14
spotový kurz	76,85				
předpověď CF		76,53	76,76	78,32	82,33
forwardový kurz		76,82	76,75	76,28	75,30

USD/GBP



	9/1/12	02/12	04/12	01/13	01/14
spotový kurz	0,950				
předpověď CF		1,539	1,528	1,573	1,603
forwardový kurz		1,545	1,545	1,540	1,535

CHF/USD



	9/1/12	02/12	04/12	01/13	01/14
spotový kurz	0,908				
předpověď CF		0,933	0,939	0,948	1,004
forwardový kurz		0,949	0,948	0,940	0,927

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: 12. ledna 2012]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

Od srpna 2011 se cena ropy Brent udržuje v širokém, více méně horizontálním pásmu 100-115 USD/b. V polovině prosince cena poklesla na více než dvouměsíční minimum 103 USD/b, když se trhy obávaly, že politici eurozóny nebudou schopni odvrátit pád EMU do recese. Ale poté cena poměrně rychle předchozí pokles korigovala, když Írán spustil vojenské námořní cvičení, které mělo ověřit případnou možnost budoucího uzavření Hormuzského průlivu. Výrazný růst jsme zaznamenali i na počátku ledna v reakci na příznivé signály z Čínského průmyslu a přetrvávající napětí kolem Íránského jaderného programu. Cena ropy Brent skokově vzrostla o dalších 6 USD/b na 113,7 USD/b a poté jen mírně klesala. Proto se i nová předpověď na základě futures kontraktů posunula oproti minulému měsíci o cca 5 USD/b vzhůru. Trhy však vnímají poslední růst ceny jako spíše dočasný a klesající sklon futures křivky je tak aktuálně ještě strmější. Dalšímu růstu ceny ropy brání hrozba recese v eurozóně a silně zhodnocený americký dolar.

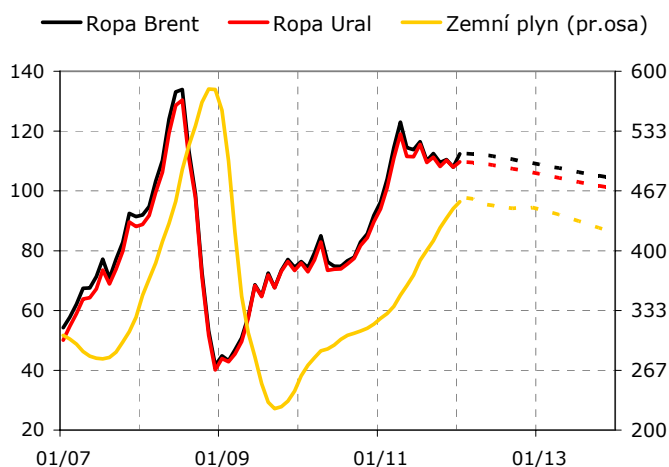
VI.2 Ostatní komodity

Prudký pokles průměrného měsíčního indexu cen neenergetických komodit se v lednu zastavil a index vzrostl zejména zásluhou cen potravinářských komodit. Index cen průmyslových kovů již čtvrtý měsíc v řadě prakticky stagnuje.

Cena pšenice zaznamenala v první polovině prosince nejnižší hodnotu od července 2010, ve zbytku měsíce však silně rostla a i výhled zůstává tradičně rostoucí. Obdobně se vyvíjela cena kukuřice, jejíž výhled je však naopak klesající, a sóji (u které je očekávána stagnace ceny). U rýže byl prosincový růst ceny mírnější. Ceny cukru, kávy a kakaa se po dřívějším silném poklesu více méně ustálily. Stejně tak stagnovaly v uplynulém měsíci ceny masa, hovězí se však pohybuje stále nedaleko svého historického maxima. Po dřívějších propadech stagnovala i cena kaučuku a cena bavlny jen mírně rostla.

Z průmyslových kovů rostla jen cena hliníku a její růst by měl pokračovat i v budoucnu. Ceny ostatních kovů stagnovaly včetně jejich výhledu.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

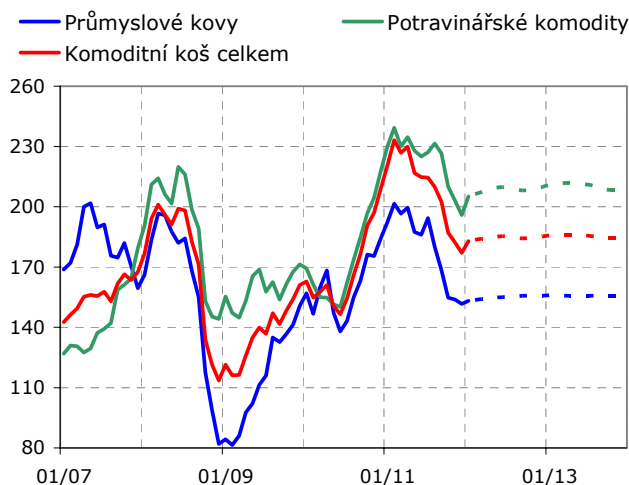


	01/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	112,4	111,7	109,3	106,7	104,3
Ropa Ural	109,7	108,7	106,1	103,4	100,9
Zemní plyn	454,8	450,4	448,0	435,3	420,6

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: 9. ledna 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	01/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	153,1	155,0	155,8	155,6	155,7
Potravinářské komodity	205,0	209,7	209,9	211,4	208,8
Komoditní koš celkem	182,8	185,3	185,2	185,9	184,7

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

[Uzávěrka dat: 9. ledna 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

LIKVIDITNÍ RIZIKO NA PENĚŽNÍM TRHU EUROZÓNY A OPERACE ECB¹

Zamrznutí mezibankovního trhu je považováno za krizový stav s výraznými dopady na reálnou ekonomiku, takže signály o vývoji likvidity jsou bedlivě sledovány. Narůst nedůvěry mezi bankami se projeví v první řadě na nezajištěných trzích, ale dluhová krize v eurozóně se nově podepsala na zajištěném (repo) trhu. Repo trh sloužil v době nejistoty k financování, ale nyní se stává způsobem jako získat kvalitní zajištění (kolaterál). Evropská centrální banka (ECB) supluje funkce mezibankovního trhu, když roste zájem o její dlouhodobé úvěry stejně jako depozita. Nedostatek vhodného zajištění se stal problémem významné skupiny bank při poptávce po likviditě a bez ECB by se z problému likvidity mohl stát problém solventnosti. Na druhou stranu dochází k deformacím při oceňování aktiv a vývoj sazeb odráží hlavně složitou situaci na trhu.

Úvod

Likvidita má zásadní úlohu v tržním ocenění aktiv a je znakem standardně fungujících trhů. Likviditní riziko může vážně narušit peněžní trhy a omezit fungování transmisního mechanismu. Vysoké riziko uměle zvyšuje tržní sazby, čímž dochází k reálnému utážení měnových podmínek bez kontroly centrální banky. Dále se může promítnout do solventnosti bankovního systému a má tedy implikace pro finanční stabilitu.

1. Sazby peněžního trhu v eurozóně a likviditní riziko

Vývoj tržních sazeb od začátku roku 2005 byl značně volatilní (obrázek VII-1, vlevo). Sazby se až do poloviny srpna 2007 vyvíjely v těsné návaznosti, přičemž sazba MRO (úroková sazba pro hlavní refinanční operace) byla spodní hranici tržních sazeb.

BOX: Definice sazeb v eurozóně

Euribor je sazba, za kterou je nabízený mezibankovní vklad v eurech ze strany jedné hlavní banky ostatním hlavním bankám na trhu eurozóny. Panel se skládá z 43 bank, téměř všechny jsou evropské. Je spočítán jako průměr sazeb v 11 hod (CET), přičemž 15 % nevyšších a nejnižších kotací je vyloučeno. Protože je to sazba, za kterou by si půjčovaly nejlepší banky, je také považována za základní sazbu nezajištěného trhu.

EONIA swap je úrokový swap ve vztahu k EONIA sazbě („plovoucí strana“), která je váženým průměrem všech nezajištěných půjček O/N na mezibankovním trhu, které vznikly v rámci eurozóny mezi vybraným bankami (panel bank je stejný jako u Euriboru). EONIA je spočítána ECB a na rozdíl od Euriboru je podložena skutečnými transakcemi (za kolik si banky skutečně půjčily). Swapy na O/N sazby jsou považovány za dobrý tržní indikátor očekávání sazeb do budoucna. Mohou stále obsahovat malou likviditní a časovou prémii, kreditní riziko je však minimální.

Eurepo je sazba, za kterou jedna banka nabízí fondy v eurech jiné bance a na výměnu dostává zástavu (vládní dluhopisy) na evropském repo trhu. Jedná se tedy o mezibankovní repo operace, které jsou zajištěné a nemají kreditní riziko. Repo operace také nabízí ECB ve formě hlavních refinančních operací (Main refinancing operations, MRO). Jedná se o dvoutýdenní reverzní repo s cílem dodávat likviditu finančnímu systému.

Rozvinutí finanční krize znamenalo pokles zajištěných sazeb v eurozóně na úroveň základní, zatímco Euribor přesáhl 5% hranici. Zavedení nekonvenčních měnových opatření a razantní snížení základní sazby v druhé polovině roku vedlo k poklesu tržních sazeb, a to až pod úroveň základní sazby. Od srpna 2009 do srpna 2010 byla pod

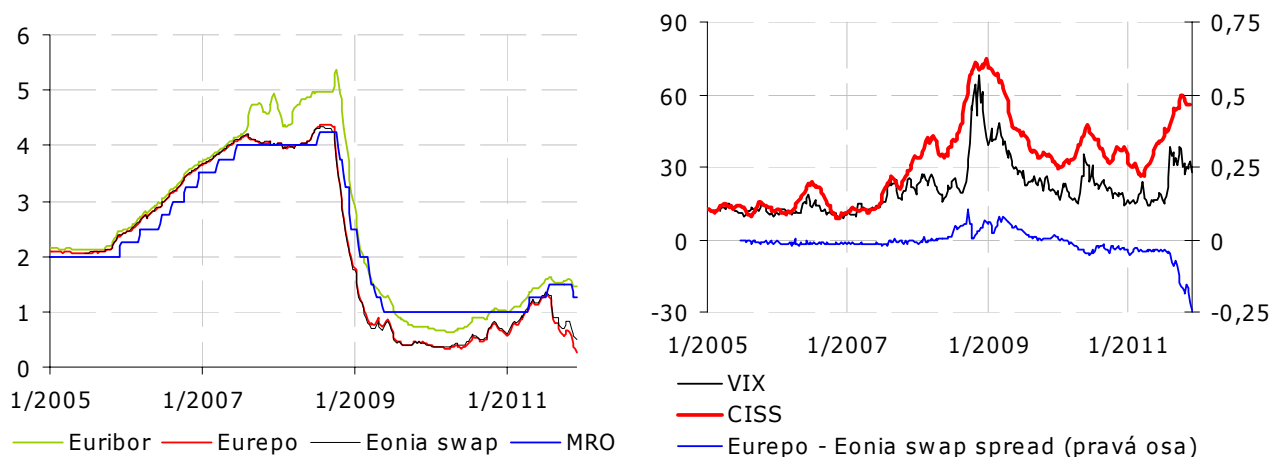
¹ Autorkou je Soňa Benecká (Sona.Benecka@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

základní sazbou také sazba 3M Euribor. Eskalace dluhové krize v roce 2011 přinesla další propad 3M zajištěných sazeb, přičemž 3M Euribor víceméně stagnoval.

Pod pojmem likviditní riziko se ve financích chápá riziko, že dané aktivum nebude možné prodat dostatečně rychle, aby nevznikla ztráta. Na trhu dojde k vyschnutí tržní likvidity (narušení fungování trhů, nedostatečná hloubka trhu, roztažení spreadu mezi nákupní a prodejní cenou), pokud není na trhu dostatek protistran a poptávka či nabídka daného aktiva výrazně ovlivňují jeho cenu. V tomto smyslu je likviditní riziko spojené s tržním rizikem (Market liquidity risk). Riziko financování (Funding liquidity risk) je riziko, že firma/banka nebude schopna dostát svým závazkům bez vlivu na denní operace. Odhadnout riziko financování je složitější, jedním z možných přístupů je např. měřit agresivitu bank při podávání nabídek na financování. V případě tržní likvidity se používají indikátory s ohledem na strukturu trhu a dostupnost dat (např. bid-ask spread pro měnové trhy atd.).

Jako základní ukazatel likviditního rizika na peněžním trhu v eurozóně je Eurepo-EONIA swap spread. Tento indikátor je definován jako spread mezi plně zajištěným úvěrem (Eurepo) na peněžním trhu a bezrizikovou OIS (přes noc indexovaný swap) sazbou. Na rozdíl od swapového kontraktu v případě zajištěného úvěru dochází ke skutečnému přesunu likvidity a tak věřitel vyžaduje prémii za likviditu v závislosti na délce úvěru. Tento spread (neboli repo sazba očištěná o očekávání změny sazeb) lze tedy považovat za měřítko likviditního rizika. Další měřítka likviditního rizika nejsou volně dostupná nebo ukazují na vývoj likvidity jen nepřímou. Micahud a Upper (2008) používají jako měřítko likviditního rizika na peněžním trhu data ze soukromé a placené elektronické platformy e-MID², která pokrývá asi 20 % peněžního trhu v eurozóně. V literatuře se vyskytují také nepřímá měřítka, zachycující rizikovou averzi či finanční stres, který s vývojem likvidity souvisí. Příkladem může být kompozitní indikátor systémového stresu (CISS) a implikovaná volatilita opcí na index S&P 500 (VIX). Z obrázku VII-1 (vpravo) je patrné, že v době vrcholu finanční krize (srpen 2008) likviditní riziko měřené Eurepo-EONIA swap spreadem podstatně vzrostlo. V následujících měsících kleslo do záporných hodnot, přičemž se v současnosti pohybuje na historickém minimu. Indikátory rizikové averze naopak v souvislosti s dluhovou krizí v posledních měsících vzrostly.

Obrázek VII-1: 3měsíční sazby peněžního trhu a indikátory likvidity



Poznámka: týdenní data, s výjimkou hlavních refinančních operací (MRO) instrumenty se splatností 3 měsíce, CISS je kompozitní indikátor systémového stresu (klouzavý průměr), VIX implikovaná volatilita opcí na index S&P 500.

Zdroj: výpočet ČNB pomocí dat z Bloomberg a Datastream

² e-MID SIM SpA je společnost, která spravuje elektronické tržiště pro mezibankovní vklady a O/N swapy.

Eurepo-EONIA swap spread je do značné míry obecný indikátor a jeho vývoj v posledních měsících neodpovídá celkové averzi k riziku. Při odvození likviditního rizika pro sazby Euribor lze využít modelu chování hlavních bank, kterému bude věnována následující kapitola.

2. Odhad likviditního rizika pomocí CDS

Jednu z metod na odvození likviditního rizika pro Euribor lze nalézt v práci De Socio (2010). Dekompozice Euribor-Eonia swap spreadu je založena na myšlence, že při nezajištěném úvěru musí banka na mezibankovním trhu čelit dvěma rizikům – riziku nesplacení závazku (kreditní riziko) a riziku potřeby likvidity (likviditní riziko) v době půjčky. V případě zajištěného úvěru je zde zástava, která snižuje kreditní riziko protistrany. V době standardního fungování trhů by rozdíl mezi nezajištěným a zajištěným trhem měl být měřítkem zejména kreditního rizika.

Při výpočtu kreditního rizika se využívá informací z credit default swapů bank (CDS), které jsou do panelu Euriboru zahrnuty. I když má tento indikátor zjevné slabiny jak na teoretické úrovni (předpoklad míry návratnosti ve výši 40 %, předpoklad rizikově neutrální pravděpodobnosti platební neschopnosti atd.) tak na praktické (omezený vzorek bank, krátké časové řady), poskytuje cenou informaci o hodnocení kreditního rizika ze strany trhu. Při odvození kreditního rizika lze dále využít implicitní pravděpodobnost selhání (PD) v dalších třech měsících, která je odvozena z jednoduchého přístupu za předpokladu horizontální křivky CDS:

$$PD_{it} \approx 1 - e^{\left(\frac{-CDS_{it}d}{1-R}\right)} \quad (1)$$

kde $CDS_{i,t}$ je CDS spread banky i ve dni t , $d=0,25$ a R je míra návratnosti v případě platební neschopnosti, která se rovná 0,4. Za předpokladu jednoduché arbitráže, spread na nezajištěný úvěr je roven očekávané ztrátě:

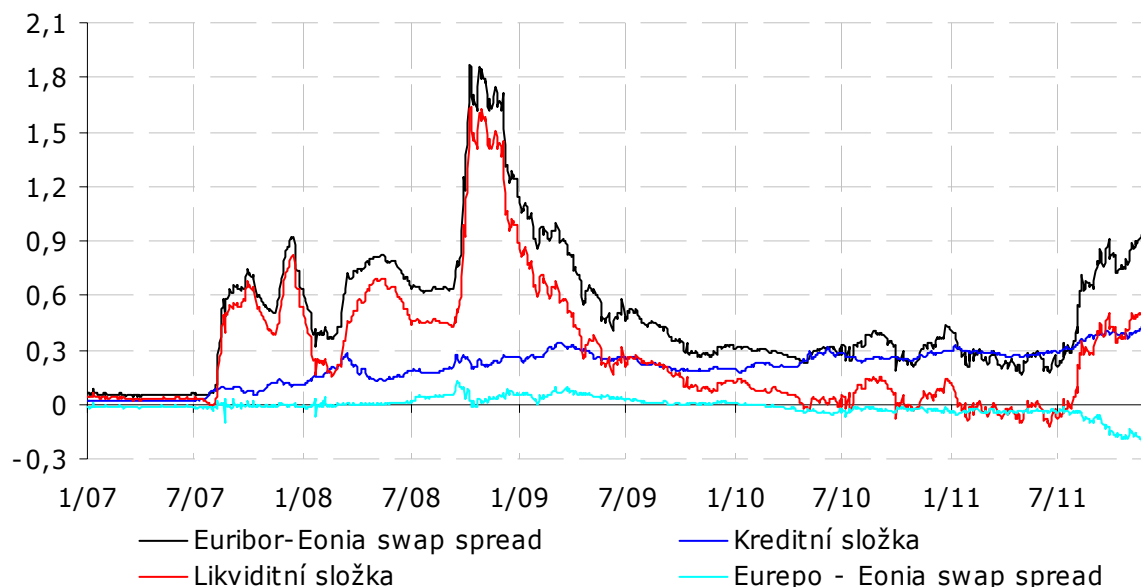
$$CS_{it} = PD_{it}(1-R) \quad (2)$$

Kreditní složka (CC_t) je dána jako průměr kreditních spreadů (CS_{ij}) ve dni t pro všech n bank v panelu.

$$CC_t = \frac{1}{n} \sum_i CS_i \quad (3)$$

Likviditní riziko je modelováno jako reziduální složka, kdy se z Euribor-Eonia swap spreadu odečte kreditní složka. Výsledky rozkladu zachycuje obrázek VII-3, přičemž je zřejmé, že dominantním faktorem ve vývoji spreadu v době největšího napětí na trhu je likviditní riziko. Kreditní riziko rostlo v období před pádem banky Bear Sterns (začátek roku 2008), pak výrazně pokleslo a opět začalo růst před pádem banky Lehman Brothers a svého vrcholu dosáhlo na jaře 2009, kdy významné centrální banky zavedly nekonvenční měnové nástroje. V následujících měsících se kreditní složka pohybovala v podstatně vyšších úrovních než před finanční krizí. V průběhu roku 2010 opět rostla, přičemž likviditní složka se pod vlivem nestandardních opatření na trhu propadla do záporných hodnot. Nárůst averze k riziku spojené s dluhovou krizí v eurozóně byl doprovázen nárůstem likviditního rizika.

Obrázek VII-2: Rozklad Euribor-Eonia swap spreadu a porovnání měřítek likvidity

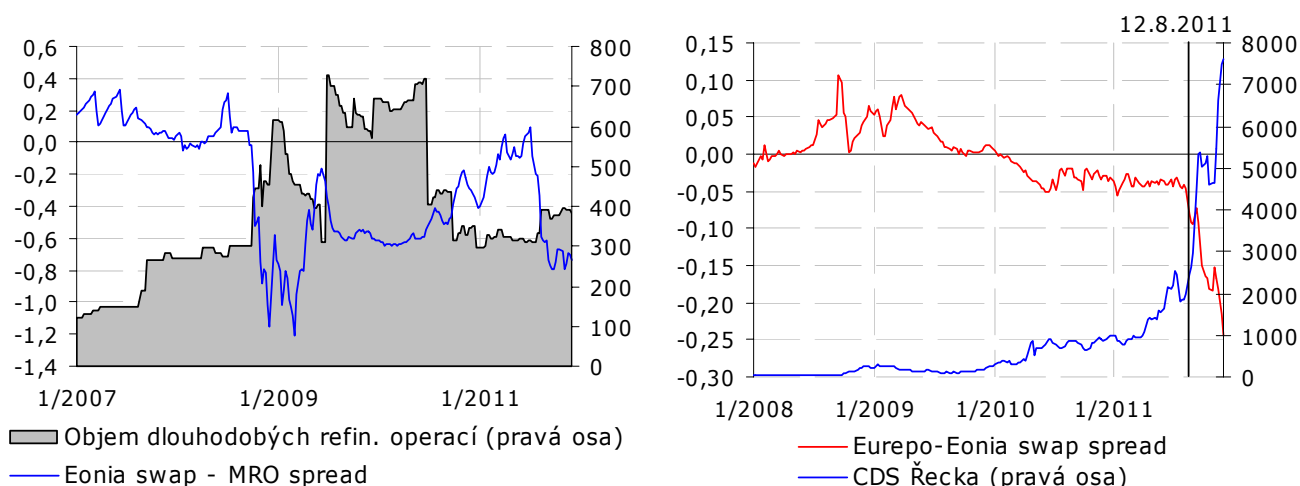


Poznámka: denní data, v procentních bodech, součet kreditní a likviditní složky dává celkový spread

Zdroj: výpočet ČNB pomocí dat z Bloomberg a Datastream

Porovnejme si nyní likviditní složku se základním ukazatelem likvidity (Eurepo-Eonia swap spread). Podobný trend je patrný ve vývoji likvidity v době krize (nárůst rizika v roce 2008 a pokles v roce 2009). Oba indikátory také shodně ukazují záporné hodnoty likviditního rizika v první polovině roku 2011, zde je zřejmý vliv nekonvenční měnové politiky ECB. Výrazně se však odlišují v pohledu na současnou situaci na trhu, což je vysvětlitelné vývojem dluhové krize v eurozóně.

Obrázek VII-3: Operace ECB a vliv dluhové krize na repo trh



Poznámka: týdenní data, čára pro druhý srpnový týden označuje eskalaci dluhové krize Řecka.

Zdroj: výpočet ČNB pomocí dat z Bloomberg a Datastream

Vliv nekonvenční měnové politiky ECB

Prudké zhoršení podmínek na finančních trzích po pádu banky Lehman Brothers mělo významný dopad na likviditu v eurosystému, což vedlo ECB k opatřením na podporu

likvidity. Od října 2008 byla dohodnuta změna v systému tendrů z variabilní sazby s daným přidělem na systém s fixní sazbou (MRO) a neomezeným přidělem. Tím byla nabídnuta bankám neomezená likvidita, když fungování trhů bylo vážně narušeno, a banky nemohly dosáhnout na potřebnou likviditu. Byl rozšířen také seznam aktiv použitelných jako zástava a nabídnuty další operace na podporu likvidity dlouhodobého charakteru a v cizích měnách. Zejména dlouhodobé refinanční operace s delšími splatnostmi (LTO) výrazně ovlivnily likviditu a v důsledku těchto opatření poklesly tržní sazby pod své předkrizové průměry. Centrální banka plně nahradila v systému trh a likviditní riziko výrazně pokleslo. Je tedy otázkou, jaká by byla teoretická úroveň Euribor bez operací ECB? Pokud se podíváme na vztah mezi objemem dlouhodobých refinančních operací a Eonia swap – MRO spreadem (obrázek VII-3 vlevo), bez operací na podporu likvidity (průměrně v objemu 650 mld. EUR) by Eonia swap byl min o 0,6 p.b. vyšší. Pokud připočítáme, že v daném období by likviditní složka rozkladu byla kladná, hypotetická sazba Euribor by byla o min 0,7 p.b. vyšší. V tomto ohledu se jeví operace ECB nejen jako prostředek ke zvýšení likvidity v systému, ale došlo díky jejich zavedení k reálnému uvolnění měnových podmínek.

Vliv dluhové krize

V průběhu poslední finanční krize hrály repo trhy významnou roli k zajištění likvidity mezi bankami, investoři se na repo trhy přesunuli z nezajištěných trhů kvůli kreditnímu riziku (ECB, 2011). Rozšíření dluhové krize ve 3. čtvrtletí 2011 se podstatně podepsalo na vývoji podkladových aktiv, které jsou nezbytné pro repo operace (obrázek VII-3 vpravo). Díky snížení ratingového hodnocení některých zemí eurozóny došlo k omezení nabídky dostupného kolaterálu (collateral crunch). Na trzích převládá nedostatek vhodného zajištění, což vedlo k dalším distorzím na finančních trzích³. Investoři začali preferovat krátkodobé operace na zajištěných trzích včetně kvalitního kolaterálu. Nedostatek zajištění se také projevil na prudkém propadu repo sazeb po úroveň Eonia swap indexu. Tento stav není obvyklý; pouze odráží zájem investorů o držení pokladového aktiva. Repo trhy se tak staly zdrojem aktiv a ne hlavním kanálem financování bankovního sektoru.

Se snahou normalizovat fungování peněžního trhu zavedla ECB na začátku prosince 2011 další sadu opatření (nižší sazba PMR, další dlouhodobé refinanční operace či přijímané zajištění). Již dříve umožnila ECB rozšířila portfolio přijímaného zajištění, což však vede ke koncentraci méně kvalitního kolaterálu (tj. zajištěný, které by nebylo možné použít na trhu) v této instituci⁴. V mezibankovních půjčkách nejsou některé vládní dluhopisy vůbec přijímány a tak se ECB stává klíčovým partnerem na trhu. Dodání kvalitního kolaterálu na trh (možná motivace pro dluhopisy nebo pokladniční poukázky eurozóny či ECB) by mohla být klíčem k obnovení standardního fungování peněžního trhu v eurozóně. Prozatím však převládá snaha dodat bankám likviditu přímo pomocí dlouhodobých operací. Prosincová aukce tříletých úvěrů přinesla bankovnímu sektoru téměř 490 mld. EUR. Úvěry se však v porovnání s předchozími aukcemi koncentrovaly v méně institucích a očekávalo se, že je banky využijí na investice do vládních cenných papírů jižního křídla. Bohužel se značná část prostředků do ECB vrátila ve formě depozitních facilit, přes 400 mld. EUR se na konci roku 2011 uložilo do ECB na jednodenních vkladech. Nedůvěra mezi bankami tedy trvá i nadále.

³ Tzv. decoupling se v posledních měsících dále prohloubil. Například prosincová aukce německých pokladničních poukázek (Bubills) přinesla výnos pouze 0,0005 %.

⁴ Teoretický model takového chování včetně detailní diskuze lze najít v Ewerhart a Tapking (2009)

Závěr:

Dluhová krize v eurozóně měla tvrdý dopad na finanční trhy a vyžádala si mimo jiné sérii nestandardních opatření ECB na podporu likvidity. Krize se již rozvinula v krizi systémovou a nově zasáhla i zajištěné (repo) trhy, které byly bezpečným útočištěm pro banky v neklidných dobách. V tomto ohledu bude podstatný dopad snížení ratingů zemí eurozóny. Další úbytek dostupného zajištění na trhu může vést k většímu stresu na trhu a nárůstu tržních sazeb, což by se opět projevilo negativně na ekonomické situaci některých komerčních bank a stabilitě finančního systému.

Literatura

Bank of England (2007): Quarterly Bulletin, Volume 47 No. 4

De Socio, A. (2011): The Interbank Market after the Financial Turmoil: Squeezing Liquidity in a 'Lemons Market' or Asking Liquidity 'on Tap', Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. 819

Drehmann, M. – Nikolau, K. (2010): Funding liquidity risk: definition and measurement, BIS Working Paper No 316, July 2010

ECB (2011): Euro Money Market Survey, European Central Bank, September 2011

Eisenschmidt, J. – Tapking, J. (2009): Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets, ECB Working paper series No 1025, March 2009

Ewerhart, Ch. – Tapking, J. (2008): Repo Markets, Counterparty Risk, and the 2007/2008 Liquidity Crisis, ECB Working Paper No. 909

Geršl, A. – Komárková, Z. (2009): Rizika likvidity a nabídek bank chování: Důkazy z globální finanční krize. Finance a úvěr - Czech Journal of Economics and Finance, 59, 2009, no. 6. http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1176_1176_577-92---gersl.pdf

Micahud, F. – Upper, Ch. (2008): What drives interbank rates? Evidence from the Libor panel, BIS Quarterly Review, March 2008

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BR	Brazílie
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína
BRICS	Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jižní Afrika
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
IN	Indie
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
JP	Japonsko
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
RU	Ruská federace
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

2012

	č. GEVU
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

2011

	č. GEVU
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Jak se v průběhu krize 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
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12