

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ÚNOR

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2015



<b>I. Shrnutí</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích</b>	<b>3</b>
<b>II.1 Eurozóna</b>	<b>3</b>
<b>II.2 Spojené státy</b>	<b>4</b>
<b>II.3 Německo</b>	<b>5</b>
<b>II.4 Japonsko</b>	<b>5</b>
<b>III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC</b>	<b>6</b>
<b>III.1 Čína</b>	<b>6</b>
<b>III.2 Indie</b>	<b>6</b>
<b>III.3 Rusko</b>	<b>7</b>
<b>III.4 Brazílie</b>	<b>7</b>
<b>IV. Grafy výhledů kurzů</b>	<b>8</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>9</b>
<b>V.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>9</b>
<b>V.2 Ostatní komodity</b>	<b>10</b>
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>11</b>
<b>Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko</b>	<b>11</b>
<b>A. Přílohy</b>	<b>15</b>
<b>A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015</b>	<b>15</b>
<b>A3. Seznam zkratk použitých v GEVU</b>	<b>16</b>
<b>A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVU</b>	<b>17</b>

#### Datum uzávěrky dat

Týden 9. - 13. února 2015

#### Sběr dat CF

9. února 2015

#### Datum publikace GEVU

20. února 2015

#### 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 (tj. publikovaná oproti předchozímu GEVU) předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok.

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

<b>Luboš Komárek</b> lubos.komarek@cnb.cz	<b>Oxana Babecká Kucharčuková</b> oxana.babecka-kucharukova@cnb.cz	<b>Tomáš Adam</b> tomas.adam@cnb.cz	<b>Filip Novotný</b> filip.novotny@cnb.cz	<b>Milan Klíma</b> milan.klima@cnb.cz
Garant	Editorka III.1 Čína III.3 Rusko	Editor	II.1 Eurozóna II.2 Spojené státy	II.3 Německo
<b>Soňa Benecká</b> sona.benecka@cnb.cz	<b>Lucie Matějková</b> lucie.matejkova@cnb.cz	<b>Jan Hošek</b> jan2461.hosek@cnb.cz	<b>Alexis Derviz</b> alexis.derviz@cnb.cz	
II.4 Japonsko	III.2 Indie III.4 Brazílie	V. Vývoj na komoditních trzích Shrnutí	Zaostřeno na...	

Únorové vydání Globálního ekonomického výhledu 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 navíc přinášíme shrnutí myšlenek, které zazněly na semináři Švýcarské národní banky, věnovaném problémům úvěrů v cizích měnách s názvem „Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko“. Pozornost semináře byla zaměřena zejména na makroekonomické aspekty a souvislosti tohoto úvěrování. Seminář dochází k závěru, že měnové podmínky ve Švýcarsku a v zemích s největším výskytem uvedených úvěrů, finanční gramotnost klientů bank a chování bank samotných jsou určujícími faktory tohoto fenoménu.

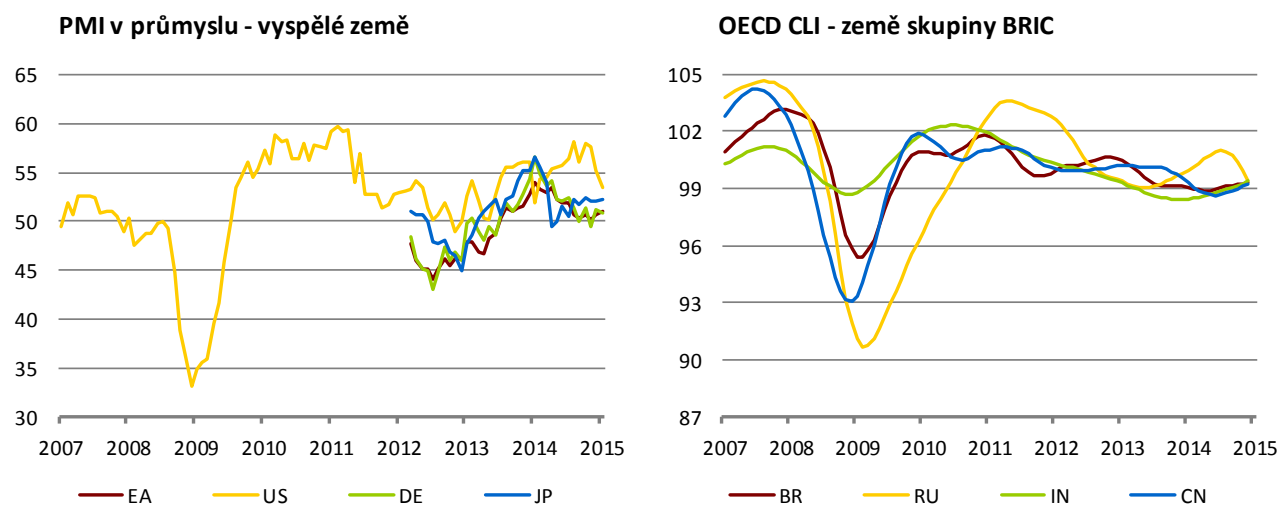
Důležitou roli ve vývoji globální ekonomiky budou mít ceny ropy. Různé analýzy se sice liší v tom, zda a v jakém rozsahu nízká cena ropy podpoří očekávané ekonomické oživení, shodují se však ve výhledu nízké inflace spotřebitelských i průmyslových cen. Růst HDP eurozóny by měl letos i v příštím roce jen pozvolna zrychlovat, když předstihové ukazatele nenaznačují výraznější zotavení průmyslu. Podporou ekonomice eurozóny by měl být silný dolar, který bude zároveň tlumit deflaci, do které se eurozóna na konci minulého roku propadla v důsledku poklesu cen ropy. Výrazně lépe vyznívá předpověď růstu americké ekonomiky, a to zejména pro letošní rok. Růst by měl být tažen především spotřebou domácností, která příznivě reaguje na levné pohonné hmoty a dobrou situaci na trhu práce. Vyhlídky průmyslu již tak příznivé nejsou, jak v důsledku silného dolaru, tak očekávaného zprůsnění měnové politiky. Ceny by v USA měly letos prakticky stagnovat.

Z rozvíjejících se velkých ekonomik (BRIC) má příznivý hospodářský výhled Indie, kde by měl růst HDP mírně zrychlovat. Podpořit by jej mohlo i snížení úrokových sazeb centrální bankou v reakci na očekávaný další pokles inflace. Obdobný scénář se očekává pro Brazílii. Naopak v Číně by mělo pokračovat pozvolné zpomalování ekonomického růstu i inflace, pro globální ekonomiku je však nepříjemný zejména lednový propad dovozu do Číny v důsledku mj. slabší domácí poptávky. Nejhorší výhled ze zemí BRIC má aktuálně ruská ekonomika, která by se letos měla propadnout do hluboké recese při současném silném růstu inflace.

Po dalším uvolnění měnové politiky ze strany ECB došlo v lednu k poklesu výnosů dluhopisů většiny zemí eurozóny. Opětovné zvýšení sazeb ECB se nepředpokládá minimálně do poloviny roku 2016. Naopak v USA se očekává zvýšení sazeb Fedu již v letošním roce, i když nízká předpověď inflace odsouvá tento krok dále do druhé poloviny letošního roku. Americký dolar v reakci na kroky ECB v lednu dále posílil vůči euru na jedenáctileté maximum, ale na počátku února část zisků odevzdal. Na předpovědi kurz USD vůči euru prakticky stagnuje, další posílení se očekává vůči japonskému jenu, indické rupii a brazilskému realu. Oslabovat by měl dolar vůči ruskému rublu a renminbi.

Ceny ropy v polovině ledna dosáhly téměř šestiletého minima, ale poté po přechodné stagnaci začaly růst. Nejistota ohledně budoucího vývoje se však zvětšila a předpovědi budoucího vývoje se pohybují v širokém intervalu. Část z nich očekává další pokles cen v důsledku přetrvávajícího převisu nabídky nad poptávkou. Ceny zemního plynu celosvětově klesají v reakci na příznivé počasí a dostatečnou nabídku. Ceny dlouhodobých kontraktů navíc se zpožděním odrážejí předchozí pokles cen ropy. Indexy cen potravinářských komodit i průmyslových kovů v lednu klesaly, na začátku února se však jejich pokles zastavil a tržní výhled je mírně rostoucí.

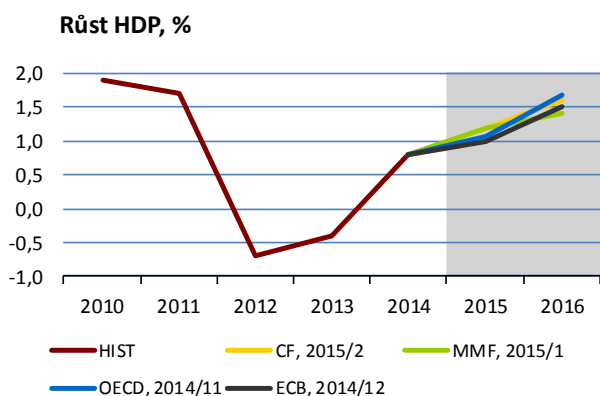
## Předstihové ukazatele pro sledované země



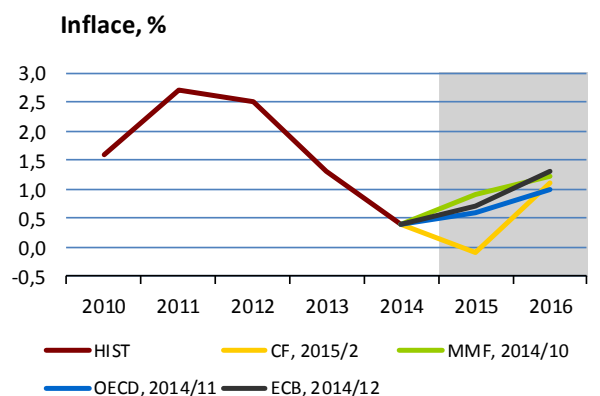
Zdroj: Bloomberg, Datastream

### II.1 Eurozóna

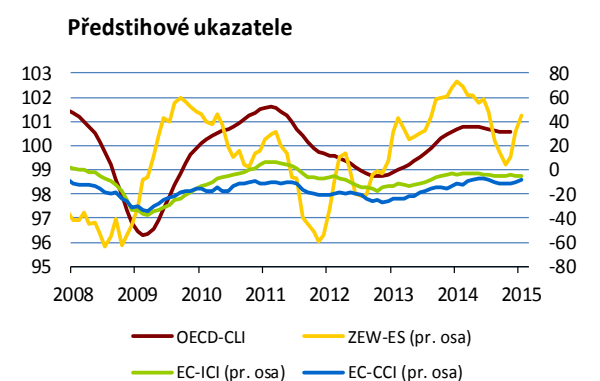
Hospodářský růst v eurozóně by měl v letošním a v příštím roce postupně zrychlovat k 1,5% úrovni. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2014 růst HDP mezičtvrtletně sice mírně zrychlil, nicméně se nacházel na velmi nízké úrovni. Za celý rok 2014 je očekáván meziroční růst HDP o 0,8 %. Průmyslová produkce ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně stagnovala a ani předstihový indikátor PMI ve zpracovatelském průmyslu (těsně nad 50 bodovou úrovní) nenaznačuje výrazné zotavení průmyslu v budoucnu. Ostatní sledované předstihové ukazatele víceméně stagnovaly na předchozích úrovních s výjimkou ZEWu, který v lednu pokračoval ve svém růstu. Pravděpodobně také s podporou výrazného poklesu ceny ropy na konci roku došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 k oživení reálných maloobchodních tržeb. Pokles ceny ropy způsobil v prosinci zároveň propad eurozóny do cenové deflace, když spotřebitelské ceny poklesly o 0,2 % meziročně a tento pokles se v lednu 2015 podle předběžných odhadů dále prohloubil. Únorový CF proto výrazně revidoval očekávanou inflaci pro letošní rok na -0,1 % a v roce 2016 by se měla inflace pohybovat pouze lehce nad 1 %. ECB na svém lednovém zasedání rozhodla o dlouho připravovaném výrazném rozšíření stávajícího programu nákupů dluhopisů a snížila úrokovou sazbu dalších aukcí probíhajícího programu TLTRO na 0,05 %. Celkový objem nákupů dluhopisů bude od března 2015 do září 2016 činit 60 mld. EUR měsíčně, z čehož přibližně 50 mld. EUR budou nově tvořit nákupy vládních dluhopisů členských zemí eurozóny. Dodatečné uvolnění měnové politiky se odrazilo v okamžitém poklesu výnosů dluhopisů většiny zemí eurozóny.



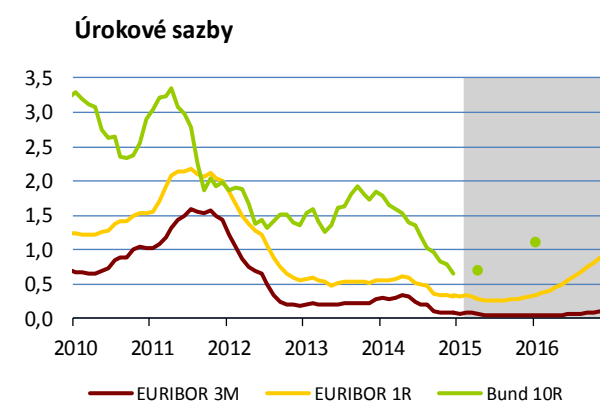
	CF	MMF	OECD	ECB
2015	1,2 ↗	1,2 ↘	1,1	1,0
2016	1,6 ↗	1,4 ↘	1,7	1,5



	CF	MMF	OECD	ECB
2015	-0,1 ↘	0,9	0,6	0,7
2016	1,1 ↘	1,2	1,0	1,3



	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI	ZEW-ES
11/14	100,6	-4,3	-11,5	11,0
12/14		-5,2	-10,9	31,8
1/15		-5,0	-8,5	45,2

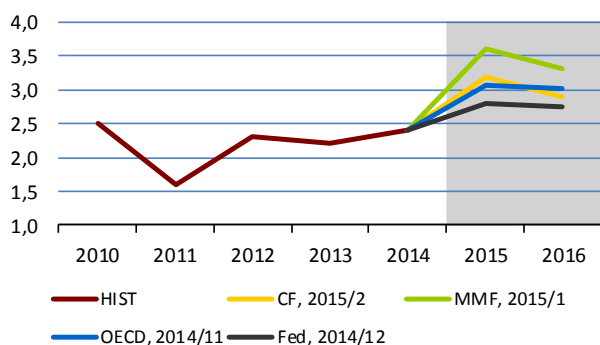


	01/15	02/15	06/15	12/15	06/16	12/16
EURIBOR 3M	0,00	0,09	0,05	0,05	0,06	0,11
EURIBOR 1R	0,00	0,33	0,26	0,31	0,56	0,96
	11/14	04/15	01/16			
Bund 10R	0,80	0,70	1,10			

## II.2 Spojené státy

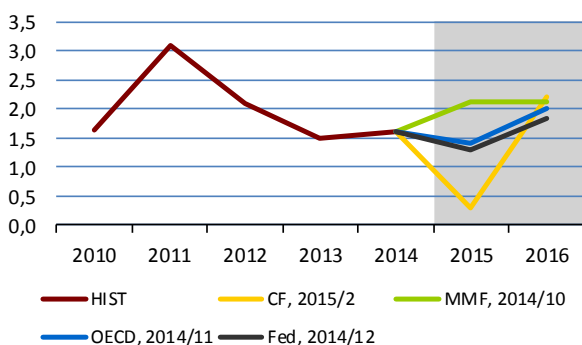
Zejména lednová předpověď MMF na rok 2015 vyznívá pro hospodářský růst Spojených států velmi příznivě (růst HDP o 3,6 %). V roce 2016 by měl sice tento růst mírně zvolnit, ale i tak se bude nacházet na výrazně vyšší úrovni než v eurozóně. Za celý loňský rok vzrostl HDP o 2,4 %, přičemž v samotném čtvrtém čtvrtletí dosáhl meziroční růst 2,5 %. Jednoznačně nejvýrazněji přispěla k celkovému růstu spotřeba domácností, jejíž pozitivní vliv je očekáván i do budoucna. Tento vývoj naznačují předstihové indikátory spotřebitelské důvěry i spotřebitelského sentimentu, které v prosinci i v lednu rostly částečně také vlivem výrazného poklesu ceny ropy, ale i pozitivního vývoje na trhu práce, když míra nezaměstnanosti v lednu stagnovala na úrovni 5,7 %. Meziroční růst průmyslové produkce ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále zrychlil na 4,8 %. Nicméně určité pochybnosti o pokračování tohoto vzestupného trendu zakládá lednový předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu, který pokračoval v poklesu. Výrazný vliv na vývoj spotřebitelských cen měl pokles ceny ropy na konci roku 2014, který se projevil v prosincovém poklesu inflace na 0,7 %. Podle únorového CF by měly ceny v letošním roce takřka stagnovat, když je očekáván pouze jejich 0,3% růst. Tento vývoj zřejmě posune termín prvního zvýšení úrokových sazeb Fedu dále do druhé poloviny letošního roku. Americký dolar k euru v průběhu ledna posílil na své jedenáctileté maximum, což bylo dáno zejména výrazným uvolněním měnové politiky v eurozóně a celkově lepšími vyhlídkami ekonomiky Spojených států. V průběhu února dolar nicméně mírně korigoval své předchozí zisky vůči euru.

Růst HDP, %



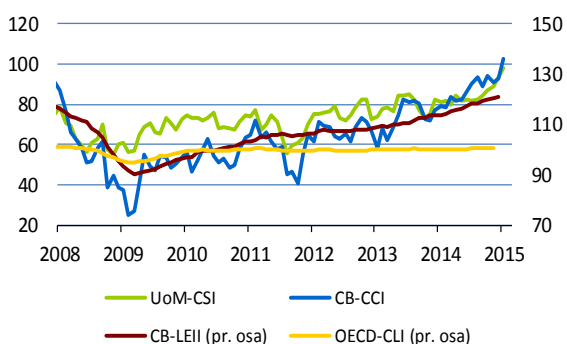
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	3,2 →	3,6 ↗	3,1	2,8
2016	2,9 ↗	3,3 ↗	3,0	2,8

Inflace, %



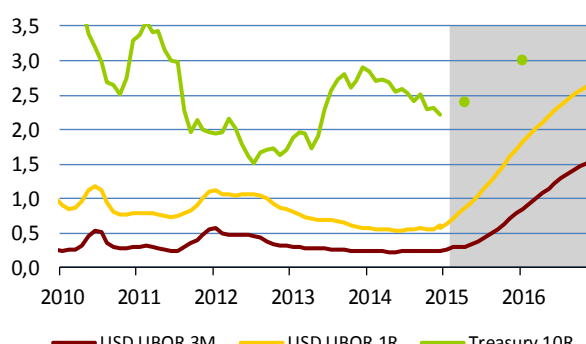
	CF	MMF	OECD	Fed
2015	0,3 ↗	2,1	1,4	1,3
2016	2,2 ↗	2,1	2,0	1,9

Předstihové ukazatele



	CB-LEII	OECD-CLI	UoM-CSI	CB-CCI
11/14	120,5	100,4	88,8	91,0
12/14	121,1		93,6	93,1
1/15			98,1	102,9

Úrokové sazby

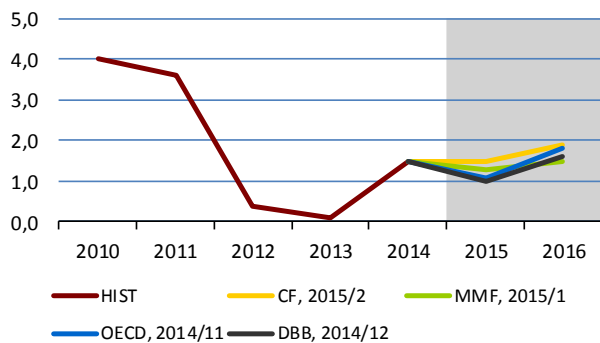


	01/15	02/15	06/15	12/15	06/16	12/16
USD LIBOR 3M	0,00	0,29	0,38	0,78	1,22	1,56
USD LIBOR 1R	0,00	0,71	1,05	1,71	2,28	2,69
	01/15	04/15	01/16			
Treasury 10R	0,00	2,40	3,00			

## II.3 Německo

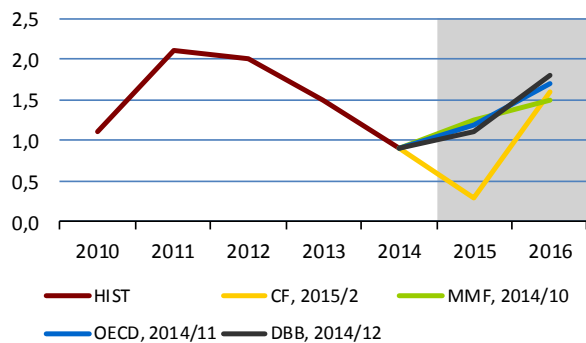
Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky se po šesti měsících přibližné stagnace vrátilo v posledním čtvrtletí minulého roku k silnému růstu, když se zvýšilo na 0,7 % (0,8 % v prvním čtvrtletí). Zvýšená ekonomická dynamika je důsledkem rychlejšího růstu spotřeby domácností a investic. Také meziroční hospodářský růst posílil z 1,2 % na 1,6 %. Spolkový statistický úřad zpřesnil odhad růstu HDP za celý minulý rok směrem vzhůru na 1,6 %. Únorový CF zvýšil svou předpověď ekonomického růstu v letošním roce na 1,6 %. Také výhled německé vlády vzrostl na 1,5 % (z 1,3 % v prosinci). Předstihové ukazatele se v lednu vesměs zvýšily, výjimkou je PMI ve zpracovatelském sektoru (snížil se na 50,9), který ale zůstává nad hranicí 50. Lednová inflace dále klesla o 0,5 p.b. na -0,3 % a dostala se tak poprvé od roku 2009 do záporných čísel. Únorový CF výrazně snížil očekávanou inflaci pro celý letošní rok na 0,3 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2015	1,5 ↗	1,3 ↘	1,1	1,0
2016	1,9 ↗	1,5 ↘	1,8	1,6

Inflace, %

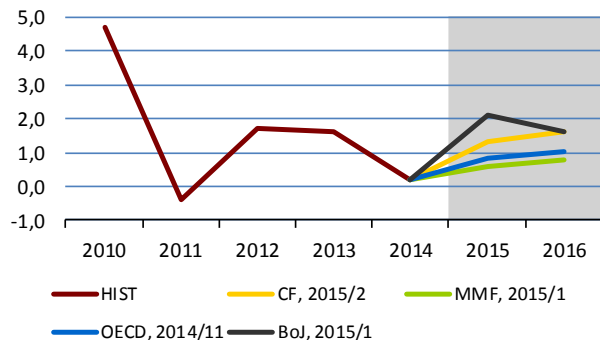


	CF	MMF	OECD	DBB
2015	0,3 ↘	1,2	1,2	1,1
2016	1,6 ↗	1,5	1,7	1,8

## II.4 Japonsko

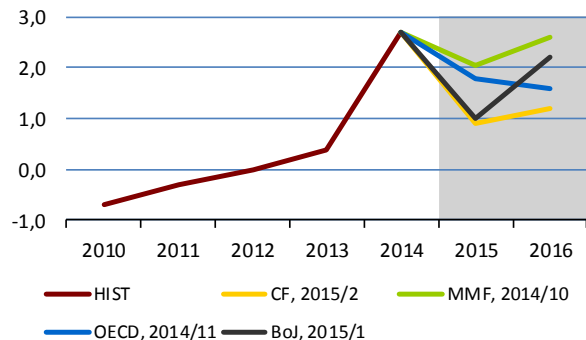
I přes první náznaky oživení zůstává japonská ekonomika v zajetí nevýrazné cenové dynamiky. V prosinci dále zpomalila inflace bez cen potravin (na 2,5 % v meziročním vyjádření včetně efektu loňské změny nepřímých daní), zejména pod vlivem propadu cen ropy. Guvernér centrální banky Kuroda pod vlivem nových zpráv přesunul termín dosažení 2% inflačního cíle na fiskální rok 2016/2017. Na druhou stranu došlo k mírnému oživení průmyslové produkce (nárůst o 1 % meziměsíčně) a nezaměstnanost v prosinci opět klesla (na 3,4 %). Patrné je dlouho očekávané zlepšení v exportním sektoru. Další zvýšení ekonomického růstu mají podpořit nová strukturální opatření premiéra Abeho zaměřená na zemědělství. Japonští farmáři by měli získat více nezávislosti a dovozní tarify na mléčné produkty by měly být sníženy. Únorový CF zvýšil oproti lednu výhled růstu HDP o 0,1 p.b. v roce 2015 i 2016. Předpověď inflace na rok 2015 byla snížena o 0,3 p.b., zatímco výhled na rok 2016 změněn nedožel. Japonská centrální banka přehodnotila pro rok 2015 výhled růstu směrem nahoru a výhled inflace dolů.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	1,3 ↗	0,6 ↘	0,8	2,1 ↗
2016	1,6 ↗	0,8 ↘	1,0	1,6 ↗

Inflace, %

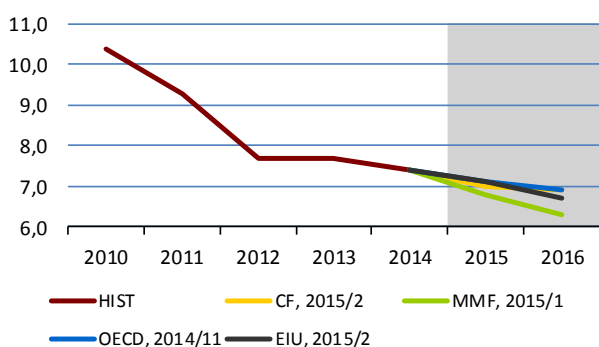


	CF	MMF	OECD	BoJ
2015	0,9 ↘	2,0	1,8	1,0 ↘
2016	1,2 ↗	2,6	1,6	2,2 ↘

## III.1 Čína

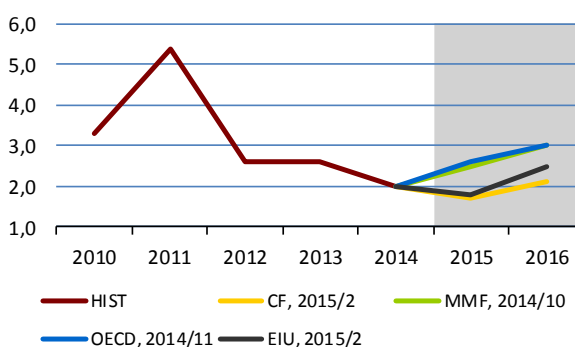
V posledním čtvrtletí loňského roku meziroční tempo růstu HDP zůstalo na úrovni předchozího čtvrtletí (7,3 %), mezičtvrtletní dynamika se ovšem mírně zhoršila. I když se čínské ekonomice podařilo vyhnout „tvrdému přistání“, v roce 2014 zpomalila na 7,4 %, tedy nejpomalejší tempo za 24 let. HSBC PMI ve zpracovatelském průmyslu již druhý měsíc v řadě zůstává těsně pod 50bodovou hranicí – 49,6 v prosinci a 49,7 v lednu. Tempo růstu vývozu v lednu pokleslo o 3,3 %, dovoz ale propadl o téměř 20 % a byl ovlivněn poklesem cen ropy a slabší domácí poptávkou. Tempo růstu spotřebitelských cen v lednu zpomalilo pod 1 %. Dezinflační tlaky rovněž podporuje mírný pokles cen průmyslových výrobců. Nové výhledy CF, MMF a EIU očekávají letos 6,8% – 7,1% tempo růstu ekonomické aktivity. Inflace dle CF a EIU zpomalí na 1,7 % – 1,8 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	EIU
2015	7,0 ➔	6,8 ➔	7,1	7,1 ➔
2016	6,9 ➔	6,3 ➔	6,9	6,7 ➔

Inflace, %

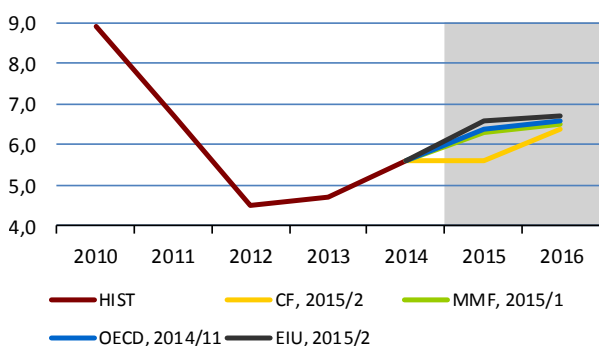


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	1,7 ➔	2,5 ➔	2,6	1,8 ➔
2016	2,1 ➔	3,0	3,0	2,5 ➔

## III.2 Indie

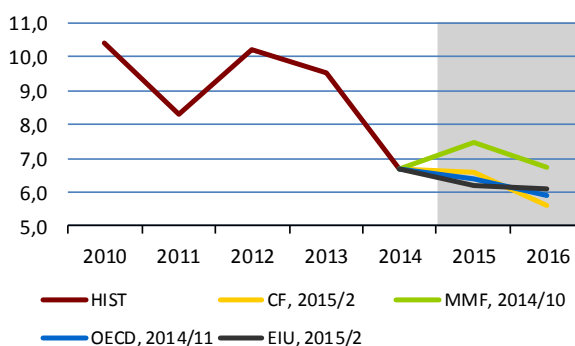
Indická ekonomika ve 4. čtvrtletí 2014 meziročně rostla nečekaně vysokým tempem (7,5 %), do něž se promítla únorová změna metodiky výpočtu HDP, zahrnující mj. změnu referenčního roku a použití tržních cen. Růst HDP za předchozí fiskální rok 2013/2014 byl revidován na hodnotu 6,9 % (místo dřívějších 4,7 %). Spotřebitelská inflace v lednu vzrostla na úroveň 5,1 % z prosincové revidované hodnoty 4,3 % (i zde došlo ke změně metodiky, spočívající ve změně referenčního roku a vah ve spotřebním koši). Hodnota inflace je nicméně nižší než očekávaná a společně s prosincovým zvolněním meziročního tempa růstu průmyslové produkce (na 1,7 %) poskytuje centrální bance prostor k dalšímu snížení úrokových sazeb, což by ekonomice dodalo potřebný stimul. Pro rok 2015/2016 by se růst HDP podle mezinárodních institucí (podle původní metodiky) měl pohybovat v rozmezí 6,3 % až 6,6 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	EIU
2015	5,6 ➔	6,3 ➔	6,4	6,6 ➔
2016		6,5 ➔	6,6	6,7 ➔

Inflace, %

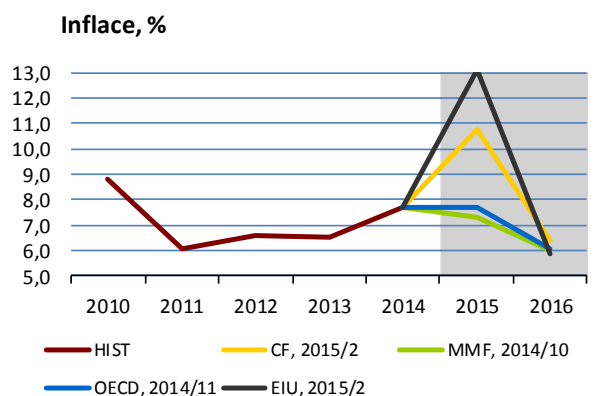
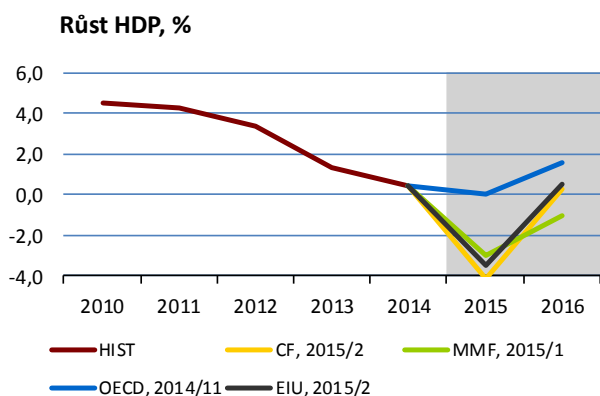


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	6,6 ➔	7,5 ➔	6,4	6,2 ➔
2016		6,7	5,9	6,1 ➔



### III.3 Rusko

Meziroční dynamika ruského HDP ve 4. čtvrtletí 2014 poklesla do záporných hodnot, celoroční růst dosáhl podle prvního odhadu pouhých 0,6 %. Dynamika průmyslové produkce v závěru roku zůstala slabá. Mírný růst ekonomické aktivity pozorovaný v prosinci byl způsoben sezonním faktorem a růstem poptávky po zboží dlouhodobé spotřeby v souvislosti s růstem inflačních očekávání. O zhoršení situace ve zpracovatelském průmyslu svědčí lednový HSBC PMI, který poklesl z prosincových 48,9 na současných 46,7, což je nejhorší propad od června 2009. Začátkem února CBR nečekaně snížila klíčovou úrokovou sazbu o 2 p.b. na 15 %, přesto meziroční inflace v lednu dosáhla rekordních 15 % (a 11,4 % za celý rok 2014). V 1. pololetí 2015 CBR očekává propad HDP o 3,2 %. Nové výhledy CF, EIU a MMF počítají v letošním roce s 3,0% až 4,1% poklesem HDP doprovázeným vysokou inflací (nad 10 %).

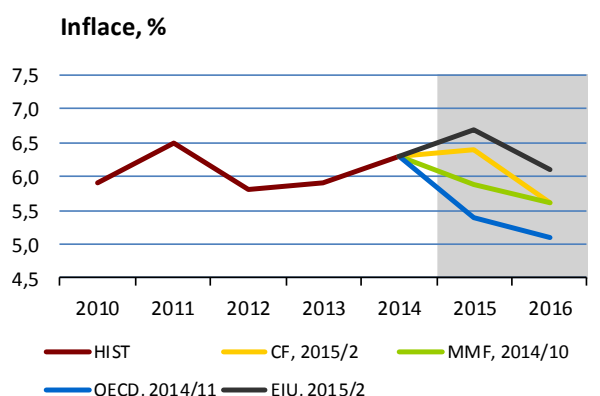
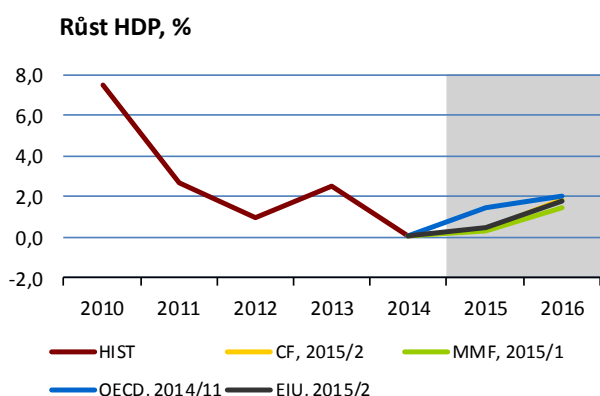


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	-4,1	-3,0	0,0	-3,5
2016	0,3	-1,0	1,6	0,5

	CF	MMF	OECD	EIU
2015	10,8	7,3	7,7	13,1
2016	6,4	6,0	6,1	5,9

### III.4 Brazílie

Brazilská centrální banka v lednu zvýšila úrokovou sazbu o dalších 0,5 p.b. na 12,25 %. Inflace v lednu podle očekávání vzrostla na 7,1 % hlavně vlivem zvýšení regulovaných cen (hromadné dopravy, potravin a energií), které je společně s ohlášeným zvyšováním vybraných daní součástí vládních kroků směrem k omezení rozpočtového deficitu. Ten za celý rok 2014 dosáhl hodnoty 0,6 % HDP, zatímco vláda původně počítala s rozpočtovým přebytkem. Vládní kroky však negativně ovlivňují spotřebitelskou důvěru, jež v lednu klesla na nejnižší hodnotu od roku 2005. Brazilskou ekonomiku ohrožuje také přetrvávající sucho, sužující tři největší metropolitní oblasti. Tyto negativní faktory se odrazily v predikcích mezinárodních institucí, podle nichž by se růst HDP v roce 2015 měl pohybovat na úrovni 0,3 – 0,5 %; v příštím roce by se měl růst HDP zvýšit na úroveň 1,5 – 1,9 %. Predikci inflace zvýšil pouze CF pro letošní rok o 0,1 p.b.

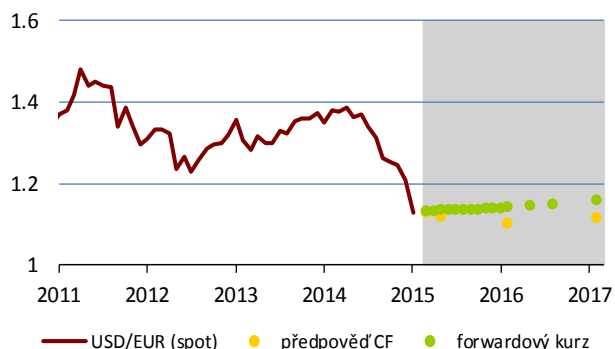


	CF	MMF	OECD	EIU
2015	0,4	0,3	1,5	0,5
2016	1,9	1,5	2,0	1,8

	CF	MMF	OECD	EIU
2015	6,4	5,9	5,4	6,7
2016	5,6	5,6	5,1	6,1

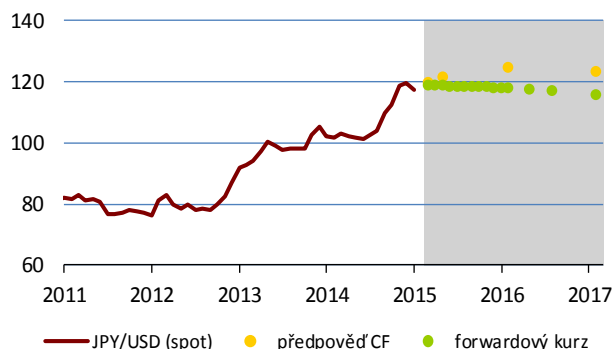
## IV. Grafy výhledů kurzů vůči americkému dolaru

## Euro



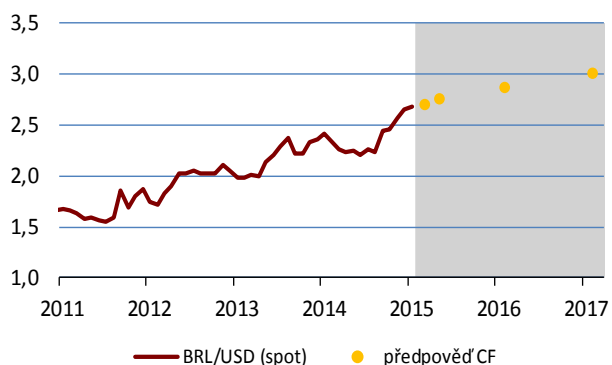
	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	1,134				
předpověď CF		1,130	1,117	1,101	1,115
forwardový kurz		1,133	1,134	1,140	1,159

## Japonský jen



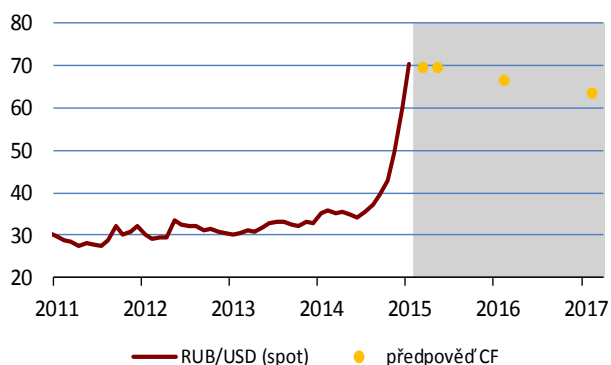
	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	118,6				
předpověď CF		119,7	121,5	124,6	123,3
forwardový kurz		118,6	118,5	117,8	115,7

## Brazilský real



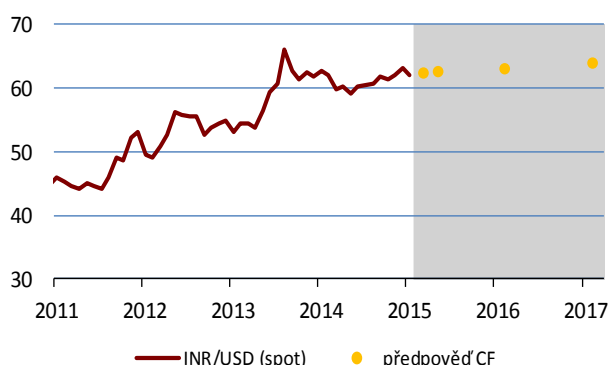
	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	2,787				
předpověď CF		2,693	2,750	2,868	3,000

## Ruský rubl



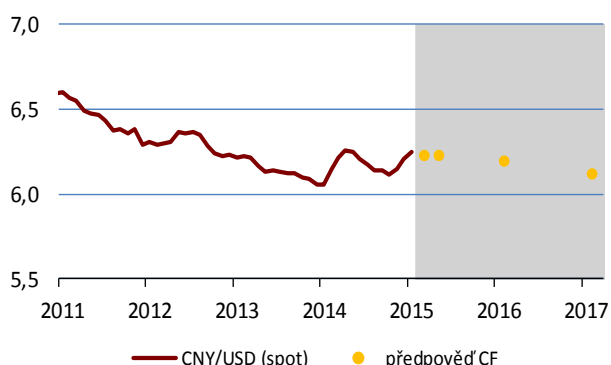
	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	65,67				
předpověď CF		69,51	69,45	66,39	63,46

## Indická rupie



	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	62,16				
předpověď CF		62,23	62,48	62,94	63,94

## Čínský renminbi



	9/2/15	03/15	05/15	02/16	02/17
spotový kurz	6,247				
předpověď CF		6,220	6,220	6,186	6,116

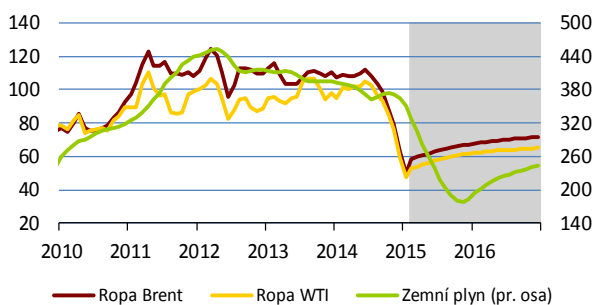
Směr šipky označuje posílení měny vůči americkému dolaru. Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent zaznamenala v polovině ledna nejnižší cenu od března 2009 (46,6 USD/b). Poté se do konce ledna udržovala mírně pod hranicí 50 USD/b, ale na začátku února vzrostla nad 55 USD/b. Podporou jí byl obdobný trendový vývoj kurzu dolaru, který ze své nejsilnější hodnoty vůči euru od srpna 2003 začal koncem ledna naopak oslabovat. Po zastavení klesajícího trendu cen ropy dochází na trhu futures k pokrývání krátkých pozic u finančních investorů, což zesiluje cenové vzestupy na trhu s ropou. Z fundamentálního pohledu však převis nabídky nad poptávkou po ropě bude ještě nějaký čas trvat, i když velké agentury sledující vývoj na trhu s ropou postupně zvyšují očekávaný růst poptávky a snižují naopak výhledy růstu těžby. Zvýšená nejistota ohledně budoucího vývoje se projevuje jednak silným kolísáním cen ropy a jednak velkým rozptylem předpovědí různých institucí, z nichž část očekává další pokles cen ropy. Analytici oslovení v rámci CF02 očekávají ceny ropy Brent v rozmezí 40 až 78 (průměr 56,2) USD/b na konci května a 45 až 88 (66,1) USD/b v ročním horizontu.

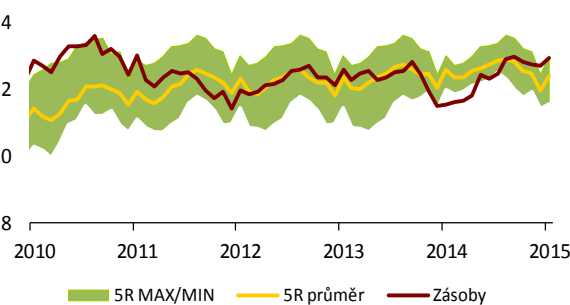
Cena zemního plynu v Evropě klesla, když dlouhodobé kontrakty se zpožděním zohlednily pokles cen ropy. Dolů ji tlačilo i mírné počasí a zásoby, které byly na konci ledna o 14 % vyšší než před rokem. V USA ceny plynu klesaly díky nižšímu čerpání ze zásobníků při stabilní produkci plynu a oproti normálu teplejšímu počasí. Největší pokles však zaznamenaly ceny LNG v Asii, které u budoucích kontraktů klesly dokonce pod ceny v Evropě. Mírné teploty by měly i nadále snižovat ceny plynu, měnové podmínky (uvolněné v Evropě a postupně zpřísnované v USA) budou podporovat silný dolar a udržovat ceny komodit nadále na nízkých úrovních.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD/1000m<sup>3</sup>)

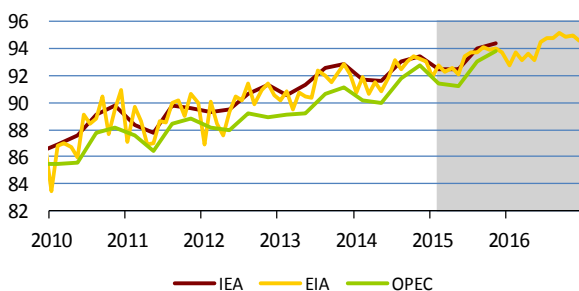


	Brent	WTI	Plyn
2015	62,16 ↗	56,88 ↗	242,67 ↗
2016	69,83 ↗	63,70 ↗	222,86 ↗

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

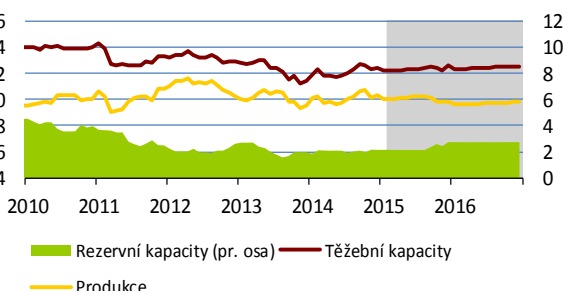


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2015	93,33 ↗	93,15 ↗	92,35 ↗
2016		94,15 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2015	30,05 ↗	32,32 ↗	2,26 ↗
2016	29,70 ↗	32,43 ↗	2,73 ↗

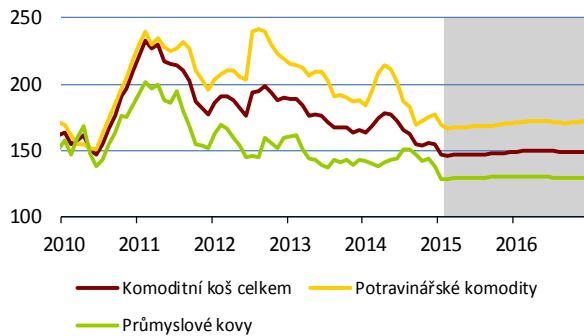
Poznámka: Cena ropy v USD/barel (ICE), cena ruského plynu na hranicích s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> (data MMF, vyhlazeno HP filtrem). Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. V tabulkách jsou meziroční změny v %. Celkové 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

Pokles indexu cen neenergetických komodit se v lednu dále zrychlil, k čemuž přispěly obě jeho složky. Na pokles dolarových cen komodit mělo obecně vliv opětovné posílení amerického dolaru v reakci na další uvolnění měnové politiky ze strany ECB. Index cen základních kovů byl nadále pod tlakem kvůli pokračující slabosti zpracovatelského průmyslu, když PMI zaznamenal jen nepatrné růsty v eurozóně, Japonsku a Číně a silný pokles v USA. K poklesu cen přispěly i snižující se ceny energií. Významný podíl na poklesu indexu měla cena mědi, která zaznamenala v lednu největší měsíční propad od roku 2011 v důsledku velkého růstu zásob na LME a pokračujícího poklesu cen nových domů v Číně. Ceny hliníku se po předchozím silném propadu stabilizovaly a od počátku ledna již mírně rostou, a to i na výhledu. Ke stabilizaci došlo i u cen niklu, olova a zinku a oceli a na začátku února již většina kovů zaznamenala mírný růst cen.

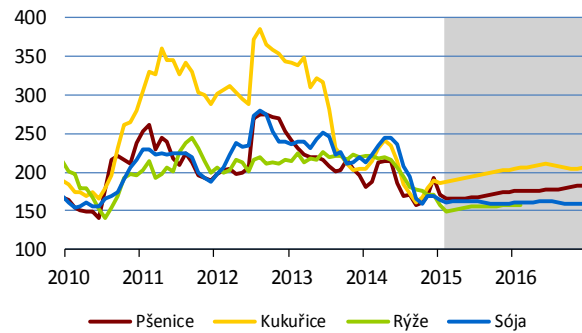
Index cen zemědělských komodit klesal v lednu díky zlepšujícímu se počasí v Jižní Americe, odeznívání obav z výpadků produkce a vysokým zásobám některých komodit v USA. Cena pšenice prudce poklesla, když její aktuální nabídka je dostatečná i přes možné vývozní restrikce ze strany Ruska. Cena kukuřice klesla v průběhu ledna jen mírně, když se nižší ceny etanolu promítly do poklesu marží producentů. Cena sóji po předchozí stagnaci klesla v lednu díky dobrému (vlhkému) počasí v Brazílii a předpovědi rekordní globální produkce ze strany USDA. Již tři měsíce trvá silný pokles cen rýže a vepřového masa, v lednu klesaly i ceny hovězího masa. Cena kaučuku se po předchozím růstu stabilizovala.

### Indexy cen neenergetických komodit



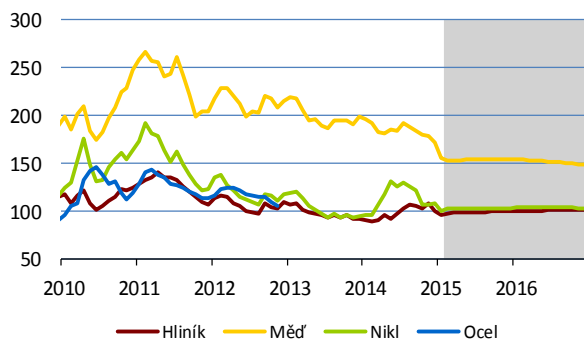
	Celkem	Potraviny	Kovy
2015	147,0 ↘	168,3 ↘	129,2 ↘
2016	149,0 ↘	171,3 ↘	129,5 ↘

### Potravinářské komodity



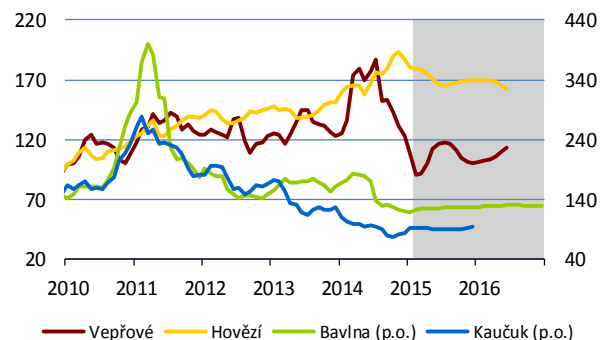
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2015	169,3 ↘	194,9 ↘	154,6 ↘	161,5 ↘
2016	178,4 ↘	207,0 ↘	157,5 ↘	160,7 ↘

### Kovy



	Hliník	Měď	Nikl
2015	98,8 ↘	154,1 ↘	102,9 ↘
2016	100,9 ↘	151,8 ↘	103,6 ↘

### Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2015	105,9 ↘	171,3 ↘	125,1 ↘	91,1 ↘
2016	106,1 ↘	167,3 ↘	129,2 ↘	

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.

## Krizové a pokrizové zkušenosti s úvěry ve švýcarských francích mimo Švýcarsko<sup>1</sup>

*Seminář Švýcarské národní banky věnovaný širokému spektru problémů kolem úvěrů v cizích měnách zaměřil pozornost především na makroekonomické aspekty a souvislosti tohoto úvěrování. Švýcarské a domácí měnové podmínky zemí s největším rozšířením zmíněných úvěrů, finanční gramotnost klientů bank a chování bank samotných jsou, nikterak překvapivě, identifikovány jako hlavní určující faktory tohoto problematického fenoménu.*

### Úvod: různé souvislosti problému dluhů denominovaných v CHF

Ve dnech 20.-21. 11. 2014 pořádala Švýcarská národní banka (SNB) mezinárodní seminář s názvem „Foreign Currency Lending in Europe since the Financial Crisis“. Nehledě na velice široce pojatý název byl předmětem pozornosti především případ jedné světové měny – švýcarského franku, a mezi zahraničními dlužníky se diskutovali hlavně ti, v jejichž případě došlo k největším ztrátám, problémům při uplatnění politik (měnové, fiskální a regulatorní) stejně jako neshodám na mezinárodní úrovni.

Proto není překvapivé, že největší prostor na tomto semináři dostalo projednání zkušenosti Maďarska. S velkým odstupem druhou ekonomikou, jejíž situace se dostala na pořad jednání, byla polská následovaná rakouskou, rumunskou a lotyšskou. Toto pořadí není úplně totožné s pořadím zadlužení nebankovního sektoru ve francích. Maďarsko sice již od prvních let tohoto století jasně vedlo co do poměru CHF-úvěrů domácnostem k HDP, v absolutních číslech odrážejících stavu úvěrů ovšem je přinejmenším od r. 2013 teprve třetí. První pozici dle tohoto kritéria dlouhá léta zastává Rakousko před Polskem (v poslední jmenovaném případě se však jedná převážně o staré úvěry, které budou ze statistik postupně mizet, viz dále kap. 3); na čtvrtém místě je Řecko následované státy bývalé Jugoslávie. Podrobnosti viz Graf 1.

Řada příspěvků se věnovala širším souvislostem eurofrankového fenoménu ve středovýchodní Evropě, například celkovému objemu aktiv denominovaných v CHF ve světě a související otázce zahraničních expozič švýcarského bankovního sektoru (Bénétrix a Lane, 2014). Tato studie dochází k závěru, že světová finanční krize sice vedla ke snížení agregátní velikosti otevřené pozice v CHF mimo Švýcarsko, ale pro rozvojové a postkomunistické země platí spíše opak. Dále, angažovanost zbytku světa v eurofrankových instrumentech není izolovaným specifickým jevem, nýbrž souvisí s celkovou ochotou investorů kupovat instrumenty ve světových měnách.

Byla také představena studie (Hale et al, 2014), ze které plyne, že bankovní půjčky ve francích, zejména hypoteční, jdou vlastně proti trendu posledního desetiletí v oblasti dluhopisových emisí, mezi nimiž naopak posilují instrumenty v domácí (nesvětové) měně dlužníka.

### Měnové podmínky

Úplně první přednáška semináře byla věnována vlivu měnových podmínek v samotném Švýcarsku na atraktivitu úvěrů ve francích v 11 zemích střední a východní Evropy. Ekonomové z výzkumného odboru SNB Signe Krogstrup a Cedric Tille v ní předvedli výsledky odhadů, podle nichž, nikterak překvapivě, zájem o využití CHF pro denominaci dluhu přímo nesouvisí s drobnými úpravami měnové politiky ze strany SNB (skutečnost, že ten zájem jako celek je hnán dlouhodobě nízkou hladinou švýcarských úrokových sazeb je jaksi vytknuta za závorku, nicméně je důležité v záplavě vysvětlujících proměnných měřících efekty vyššího řádu, na tento zásadní faktor nezapomínat). Zájem o švýcarský frank je významně ovlivňován globálním hospodářským a finančním vývojem a vnímáním rizika, přičemž jeho nárůst a pokles je mezi finančními institucemi silně korelován se zájmem o USD. V tomto ohledu použití CHF, popřípadě USD jako referenční měny u plateb a cenných papírů ve státech CEE je hodně odlišné od toho, jak se ve stejném regionu používá euro. Rozsah použití instrumentů denominovaných v EUR vykazuje velmi malou citlivost na hospodářský a měnový vývoj v eurozóně a ve světě, přesně tak, jak se dá očekávat od „kvazidomácí“ měny částečně plnicí rezervní a transakční funkci.

Bohužel, tento příspěvek nerozlišuje použití „deliverable“ a „non-deliverable“ instrumentů v CHF, jakkoli švýcarské měnové podmínky musí mít zásadně odlišný vliv v těchto dvou kategoriích finančních aktiv. Zatímco deliverables musí být nabyvatelem ve francích financovány a tím i přímo ovlivněny dostupností a cenou frankové likvidity, výsledky studie více odpovídají situaci non-deliverables, což jsou v podstatě spekulativní obchody/sázky za použití švýcarské ceny peněz a kurzu CHF jakožto pouhých referenčních proměnných. Z řady statistik předvedených v prezentaci Krogstrup-Tille plyne, že právě prvky nekryté spekulace dominovaly při emisích většiny dluhů v CHF na jihu a východě Evropy. Například, aktiva (rozuměj: půjčky) bank ve francích nebyly kryty frankovým financováním z 80% v řeckých, ze 60% v bulharských, maďarských a rakouských a z více než 50% v chorvatských a srbských bankách (data za 2Q2014).

<sup>1</sup> Autorem je Alexis Derviz (alexis.derviz@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

Další nevyjasněnou otázkou (zdůrazněnou mj. i v diskusi k přednesené prezentaci) zůstaly determinanty volby CHF jakožto financující měny při investicích nesoucích kurzové riziko v konkurenci s jinými měnami s podobně nízkou hladinou úrokových sazeb. Jelikož jsou v práci nedostatečně rozlišeny spekulativní pozice finančních institucí v CHF vzniklé čistě z vlastního obchodování na světových trzích (tj. především klasické *carry trades*, při nichž je konkurence jiných měn nepřehlédnutelná) od nekrytých pozic v důsledku neúplného zajištění kurzového rizika klientských úvěrů (jako v případě příslovečných frankových hypoték, u nichž švýcarský frank začal dominovat postupně ze specifických historických důvodů), nelze učinit jednoznačný závěr ohledně výše citlivosti poptávky po švýcarské měně vůči kurzové volatilitě a jiným finančním rizikům.

### Tržní nedokonalosti a regulace

Pravděpodobně nejzajímavějším výzkumným příspěvkem semináře byla práce ekonomů z Rakouské národní banky Elisabeth Beckmannové a Helmuta Stixe ohledně vztahu půjčování v cizích měnách, včetně EUR a CHF, v zemích CEE a úrovně finanční gramotnosti (viz Beckmann a Stix, 2014). Práce je založena na šetření jak obecné finanční gramotnosti tak speciálně chápání rizik kurzových pohybů, prováděném v 9 zemích jihovýchodní Evropy v letech 2011-13. Speciální pozornost byla zaměřena na osoby plánující půjčku během následujícího roku. Závěry lze rozdělit na očekávané a překvapivé. Mezi očekávané patří ten, že s vyšší finanční gramotností zejména v otázkách spojených s kurzy měn klesá subjektivní atraktivita cizoměnového půjčování. Mnohem hůře se vysvětluje zjištění, že naměřená úroveň porozumění kurzovým otázkám je nesrovnatelně vyšší než by odpovídalo skutečnému množství cizoměnových úvěrů nezajištěných příjmem v příslušné měně. Což znamená, že obliba cizoměnových úvěrů ve zkoumaných zemích, která ostatně příliš neklesla ani po začátku světové finanční krize, se nedá primárně vysvětlovat nízkou úrovní finanční gramotnosti obyvatelstva. Práce sice nenabízí alternativní vysvětlující faktory, ale naznačuje jednu věrohodnou hypotézu a sice významnou roli nabídkové strany, tj. aktivní propagaci zmíněných úvěrů samotnými bankami. Ověření musí být otázkou dalšího výzkumu mimo jiné i proto, že finanční gramotnost bankéřů v zemích CEE nebyla předmětem zmíněného šetření.

Poněkud zvláštní postavení mezi zeměmi CEE s velkým rozsahem cizoměnového úvěrování domácností zaujímá Polsko. Polský zlotý nezažil v důsledku finanční krize tak výrazné oslabení jako řada jiných měn v regionu, takže ani selhání zmíněných úvěrů v důsledku kurzových pohybů nebylo prvořadým makroekonomickým problémem. Nicméně regulatorní zásah proti šíření půjček zejména ve švýcarských francích (a eurech) byl považován za nutný a to vzhledem k ohrožení transmise měnové politiky centrální banky. Zástupce NBP na semináři poskytl podrobný přehled opatření přijatých jeho institucí (počínaje únorem 2006) za účelem potlačit motivaci nebankovního sektoru půjčovat si v zahraničních měnách. Jednalo se o makroobezřetnostní opatření cílující LTV a DTI dlužníků zatížených kurzovým rizikem. Opatření byla vcelku úspěšná: objem nových hypoték denominovaných v jiné měně než zlotý, především v CHF, který kulminoval v r. 2008, je v současné době již zanedbatelný. Nadměrné agregátní riziko zhoršení kvality úvěrových portfolií bank v důsledku kurzového rizika bylo mimo jiné omezeno tím, že poskytování cizoměnových hypoték bylo potlačeno především v segmentu domácností s podprůměrnými příjmy.

Při skoro každé diskusi o FX-úvěrech domácností a zhoršení jejich kvality po vypuknutí světové finanční krize je používán příklad Maďarska, což je přirozené vzhledem k notoricky známým problémům maďarských hypoték ve švýcarských francích. Přirozeně i na tomto semináři byla maďarskému případu věnována největší pozornost a poskytnut největší časový prostor. Řada příspěvků se věnovala spíše ekonometrickým cvičením snažícím se začlenit fenomén cizoměnového úvěrování do širších makroekonomických souvislostí, zejména za použití dat o podnikových úvěrech (Ongena et al, 2014). Měnová struktura firemních půjček v Maďarsku se ovšem značně liší of příslušné struktury úvěrů domácnostem; především, role švýcarského franku v porovnání s eurem je spíše podružná. Firemní cizoměnové úvěry také vykazují poměrně předvídatelné chování, kdy jejich objem rychle pozitivně reaguje na měnové uvolnění týkající se příslušné cizí měny (eura či franku) a klesá v případě měnového uvolnění ze strany MNB. Výrazná specifika nabídkové strany (tj. bank) v případě korporátních dluhů nebyla zaznamenána.

Klíčovým problémem maďarské ekonomiky byl, jak známo, nekontrolovaný růst objemů cizoměnových hypotečních úvěrů. Přehledu institucionálního vývoje kolem počínání maďarských bank v tomto tržním segmentu byla věnována podrobná prezentace zástupce Magyar Nemzeti Bank (MNB) Daniela Pallotaiho.

Maďarský případ mimo jiné upozorňuje na nejednoznačnost vztahu mezi finanční krizí ve světě a ochotou lidí zadlužit se v cizí měně v jedné malé otevřené ekonomice mimo krizové epicentrum: data ukazují, že boom cizoměnového úvěrování pokračoval ještě další téměř dva roky po pádu Lehman Brothers.

Situace maďarských domácností zadlužených v CHF (a v menší míře i v EUR) stejně jako klesající kvalita úvěrových portfolií bank byla od začátku krize mnohem vážnější než v jiných zemích zejména kvůli výraznému oslabení maďarské měny. Na druhé straně, specifická politická situace Maďarska spojená s výsledkem voleb v r. 2010 (ústavní většina vítězné strany) umožnila, počínaje zmíněným rokem, vedle konvenční makroprudenční regulace, také sérii rázných administrativních zásahů do fungování bank a úvěrových trhů. Počínaje létem 2010 jsou nové hypotéky v cizích měnách v Maďarsku prakticky zakázány, zatímco stávající cizoměnové úvěry v bilancích maďarských bank jsou postupně pomocí série legislativních kroků nuceně konvertovány do HUF. MNB zároveň poskytuje bankám asistenci při uzavírání takto nuceně

otevřených FX-pozic tím, že nabízí jim účast na tendrech na nákup relevantních měn za předem známých podmínek (tj. při výrazně redukované kurzové volatilitě).

Z prezentace MNB vyplynula řada údajů o vlastnostech nabídkové strany cizoměnových úvěrů domácnostem v Maďarsku. Na jedné straně, byly uvedeny příklady velice agresivního a neobežřetného marketingového chování řady bank spojeného s nabízením především hypotečních cizoměnových úvěrů a na druhé straně – data o nepříliš korektních manipulacích s rozpětím smluvních úrokových sazeb a používaného kurzu forintu. Tyto manipulace se začaly masivně rozšiřovat v době, kdy nepříznivý vývoj kurzu a růst objemu klasifikovaných úvěrů začal ohrožovat bankovní příjmy z úvěrování. Příležitost k nim poskytlo nejednoznačné znění typických úvěrových podmínek, což ovšem znamenalo smluvní stav na hraně zákona. Zmíněné okolnosti umožnily maďarským autoritám využití národní a evropské legislativy na ochranu spotřebitele jako právního základu nařazené konverze FX-úvěrů či umožnění jejich předčasného splacení. Zřejmě právě napadnutelnost chování bank (většinou patřících rakouským mateřským bankovním skupinám) z hlediska dodržování práv spotřebitele vysvětluje, proč nebyla proti Maďarsku zatím v souvislosti se zmíněnou nestandardní legislativou zahájena ani jedna mezinárodní arbitráž. Vládní legislativní kroky sice budou mít za následek zdrženlivost při rozšiřování obchodních aktivit ze strany nadnárodních bankovních skupin, které působily v Maďarsku do této doby. Jelikož se, ale jedná o banky v různé míře poškozené finanční krizí i na jiných trzích, není jisté, že by vstřícnější postoj maďarské vlády k jejich zájmům měl šanci podpořit jejich kvalitativně odlišné chování.

### Závěr: nedořešené otázky

Standardní ekonomické teorie a statistické modely dokážou vysvětlit nárůst problému CHF-půjček ve střední Evropě jen zčásti. V takových případech bývá užitečné zjistit nejdříve vznik a historický vývoj příslušného fenoménu, aby se následně daly lépe zvolit technické prostředky pro hlubší analýzu. V tomto ohledu zůstal nezaslouženě opomenut případ země, v níž se denominace hypoték v CHF zrodila, tj. Rakouska. Následná exploze zájmu o stejný produkt v sousedním Maďarsku zřejmě nejde uspokojivě vysvětlit bez použití předchozí rakouské zkušenosti. Seminář SNB přitom vzbuzoval dojem přesně opačného postupu: část představených studií rovnou formulovala a testovala rozsáhlé ekonometrické modely bez patřičného uvědomění si institucionálních souvislostí nezbytných pro správnou interpretaci výsledků.

Každý pozorovatel obeznámený s výzvami, které vyvstaly před autoritami v Rakousku, Maďarsku, Polsku, Rumunsku, Chorvatsku a dalších zemích ohrožených masovou insolvencí dlužníků a ztrátami bank v souvislosti se špatně zajištěnými FX-úvěry obyvatelstva ví, že kvalita statistických odhadů a síla použitých testů není mezi těmito výzvami tou nejžhavější. Ani jedno z představených ekonometrických cvičení neodhalilo nějaký nový jev či souvislost, o nichž se nevědělo předem. Naopak, řada důležitých otázek z oblasti institucionální a politické ekonomie, kterou nastolila role offshore CHF v mnoha zemích CEE, nezaslouženě zůstala na okraji zájmu. Především, trochu překvapivě pro seminář pořádaný na půdě SNB, nebyl nabídnut žádný pohled na vývoj normativních názorů samotné této centrální banky na použití její měny v sousedních státech. Dále, ačkoli se problémy půjčujících bank byly do jisté míry osloveny, stalo se tak pouze v kontextu dalšího v řadě ekonometrických odhadů týkajících se dílčí podružné otázky. Konkrétně, byla diskutována studie zkoumající vývoj kurzu akcií postižených bank po využití CHF-swapových linek nabídnutých SNB. Vliv dalších regulatorních kroků, popřípadě jiných politik na zdraví dotyčných bank zůstal zatím neprozkoumán. Totéž se týká postojů centrálních bank a orgánů dohledu zemí CEE k hodnocení kurzového rizika v průběhu let, kdy bublina CHF-úvěrů v jejich jurisdikcích postupně narůstala. Také zcela chyběly pokusy o srovnání CHF-úvěrů v Evropě s obdobnými fenomény v mimoevropských ekonomikách, například dolarizovaných zemích Latinské Ameriky, popřípadě využití nízkouročeného japonského jenu k obdobným spekulativním investicím v Asii.

Tyto a související otázky bezesporu budou předmětem dalšího expertního zkoumání, ke kterému tady popsaný seminář posloužil jen jako úvodní krok a inspirativní podnět.

### Literatura

Beckmann, E., and H. Stix (2014) *Foreign Currency Borrowing and Knowledge of Exchange Rate Risk*. OeNB Working Paper 188.

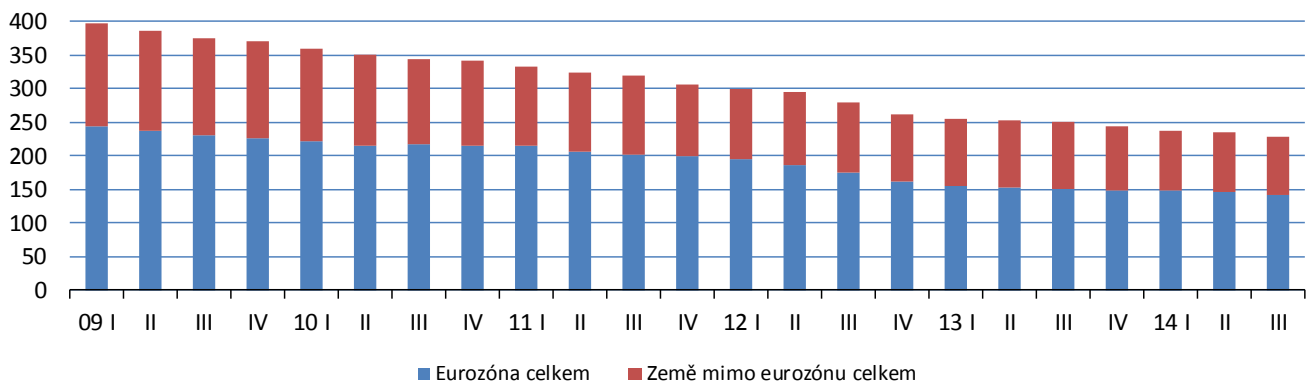
Bénétrix, A., and F. Lane (2014) *Cross-country Exposures to the Swiss Franc*. Mimeo, Trinity College, Dublin.

Hale, G., P. Jones, and M. Spiegel (2014) *The Rise in Home Currency Issuance*. FRBSF Working Paper 2014-19. <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2014-19.pdf>.

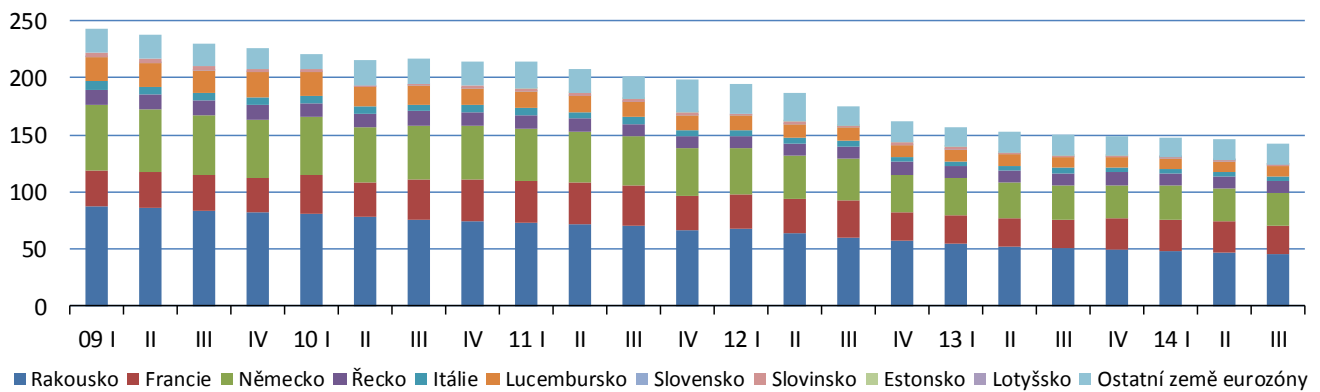
Ongena, S., I. Schindele, and D. Vonnák (2014) *In lands of foreign currency credit, bank lending channels run through? The effects of monetary policy at home and abroad on the currency denomination of the supply of credit*. Goethe University Frankfurt, CFS Working Paper Series, No. 474. <http://econstor.eu/bitstream/10419/102700/1/79821337X.pdf>.

Graf 1. Úvěry ve švýcarských francích nebankovním subjektům v Evropě

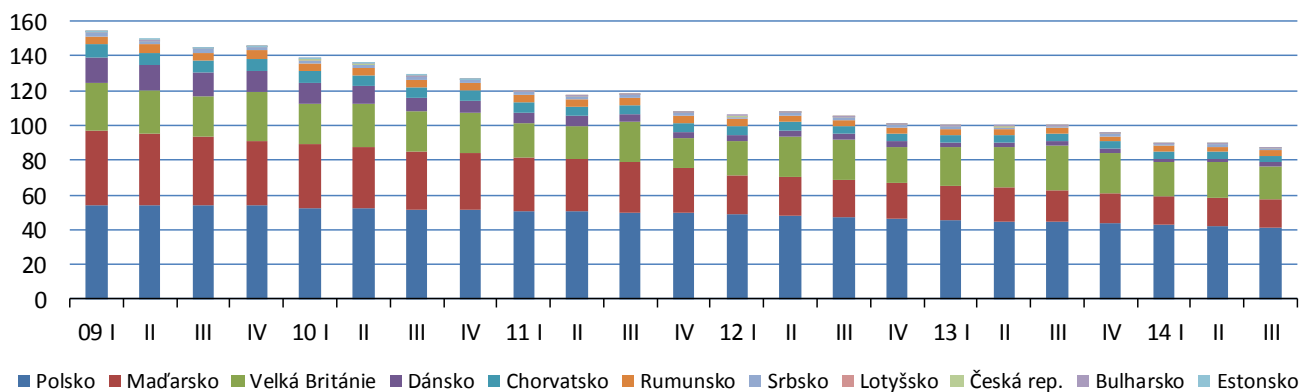
## a) Objem úvěrů v CHF poskytnutých nebankovnímu sektoru



## b) Úvěry v CHF nebankovnímu sektoru v zemích eurozóny



## c) Úvěry v CHF nebankovnímu sektoru v zemích mimo eurozónu



Pozn.: Objem existujících úvěru v mld. CHF

Zdroj: Swiss National Bank



## A1. Změna predikcí HDP pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	<b>0,1</b>	2015/2	<b>-0,1</b>	2015/1	<b>0,0</b>	2014/11	<b>-0,6</b>	2014/12
		2015/1				2014/10		
US	<b>0</b>	2015/2	<b>0,5</b>	2015/1	<b>0,0</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2014/12
		2015/1				2014/10		
DE	<b>0,1</b>	2015/2	<b>-0,2</b>	2015/1	<b>-0,4</b>	2014/11	<b>-1,0</b>	2014/12
		2015/1				2014/10		
JP	<b>0,1</b>	2015/2	<b>-0,2</b>	2015/1	<b>-0,3</b>	2014/11	<b>0,6</b>	2015/1
		2015/1				2014/10		
BR	<b>-0,2</b>	2015/2	<b>-1,1</b>	2015/1	<b>0,1</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/10		
RU	<b>-3,2</b>	2015/2	<b>-3,5</b>	2015/1	<b>-1,8</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/10		
IN	<b>-0,7</b>	2015/2	<b>-0,1</b>	2015/1	<b>0,5</b>	2014/11	<b>0,1</b>	2015/2
		2015/1				2014/10		
CN	<b>0</b>	2015/2	<b>-0,3</b>	2015/1	<b>-0,2</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/10		

## A2. Změna predikcí inflace pro rok 2015

	CF		MMF		OECD		CB/EIU	
EA	<b>-0,2</b>	2015/2	<b>-0,3</b>	2014/10	<b>-0,5</b>	2014/11	<b>-0,4</b>	2014/12
		2015/1				2014/4		
US	<b>-0,4</b>	2015/2	<b>0,5</b>	2014/10	<b>-0,3</b>	2014/11	<b>-0,5</b>	2014/12
		2015/1				2014/4		
DE	<b>-0,4</b>	2015/2	<b>-0,2</b>	2014/10	<b>-0,6</b>	2014/11	<b>-0,4</b>	2014/12
		2015/1				2014/4		
JP	<b>-0,3</b>	2015/2	<b>0,3</b>	2014/10	<b>-0,2</b>	2014/11	<b>-1,4</b>	2015/1
		2015/1				2014/4		
BR	<b>0,1</b>	2015/2	<b>0,4</b>	2014/10	<b>-0,1</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/4		
RU	<b>3,2</b>	2015/2	<b>2,0</b>	2014/10	<b>3,1</b>	2014/11	<b>1,3</b>	2015/2
		2015/1				2014/4		
IN	<b>0,7</b>	2015/2	<b>0,0</b>	2014/10	<b>-0,3</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/4		
CN	<b>-0,1</b>	2015/2	<b>-0,5</b>	2014/10	<b>-0,4</b>	2014/11	<b>0,0</b>	2015/2
		2015/1				2014/4		

### A3. Seznam zkratk používaných v GEVU

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

## A4. Seznam tematických článků publikovaných v GEVu

### 2015

	č. GEVu
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 středoevropských 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
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
Financionalizace komodit a struktura účastníků na trzích komoditních futures (Martin Motl)	2013-12
Internacionalizace renminbi (Soňa Benecká)	2013-11
Fenomén nezaměstnanosti v období krize (Oxana Babecká a Luboš Komárek)	2013-10
Sucho a jeho vliv na ceny potravin a celkovou inflaci (Viktor Zeisel)	2013-9
Vliv globalizace na zvýšení odchylek mezi HDP a HNP ve vybraných zemích v posledních dvou dekadách (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
Zahraníční cenné papíry držené americkými subjekty versus americké cenné papíry držené zahraničními subjekty: Jaký je trend? (Narcisa Kadlčáková)	2012-9
Změny v platební bilanci České republiky vyvolané světovou finanční krizí (Vladimír Žďárský)	2012-8
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu (Filip Novotný)	2012-7
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Filip Novotný)	2012-6
Přehled nejpoužívanějších komoditních indexů ve světě (Jan Hošek)	2012-5
Vývoj nesladěnosti cen nemovitostí ve světě (Michal Hlaváček a Luboš Komárek)	2012-4
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1

## 2011

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

	č. GEVU
Novotný)	
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1