

GLOBALNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – KVĚTEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2017

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Blíží se trh s ropou k rovnováze?	13
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017	19
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017	19
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	22

Datum uzávěrky dat

12. května 2017

Sběr dat CF

8. května 2017

Datum publikace GEVU

19. května 2017

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

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

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břizová	Oxana Babecká	Tomáš Adam	Filip Novotný
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	Editorka III.3 Rusko III.4 Brazílie	II.1 Eurozóna	II.2 Německo
Soňa Benecká	Iveta Polášková	Jan Hošek		
II.3 Spojené státy III.1 Čína	II.5 Japonsko III.2 Indie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity VI. Zaostřeno na...		

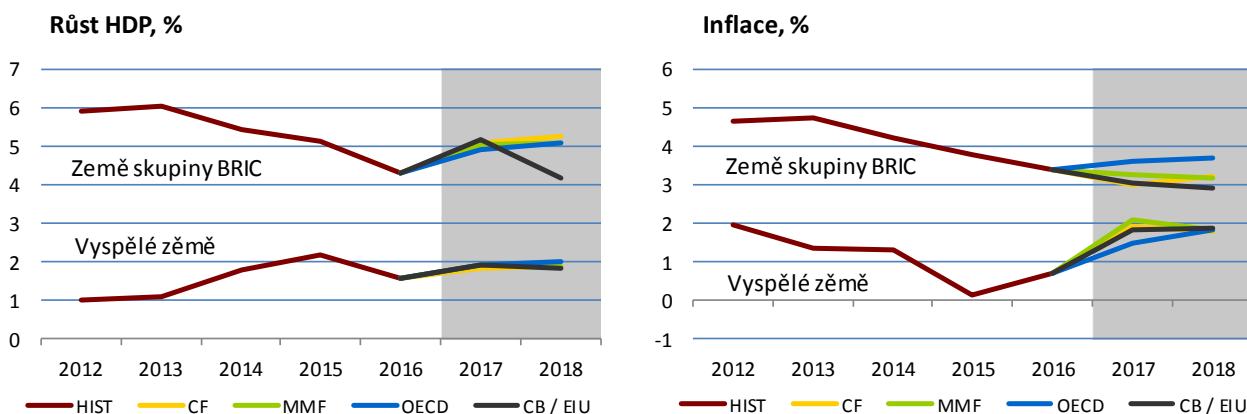
Květnové vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle zaměřujeme svoji pozornost na zodpovězení otázky, zda se trh s ropou blíží ke své rovnováze. Zde se blíže věnujeme, mimo jiného, chování kartelu OPEC nebo producentů břidlicové ropy v USA, pozorovanému v posledních třech letech. Dále se pokoušíme odpovědět i na to, jaké jsou příčiny občasných prudkých výkyvů cen ropy.

Výhledy meziročního růstu HDP vybraných vyspělých ekonomik přinesly oproti minulému měsíci mírné zvýšení v horizontu do konce roku 2018 v eurozóně a Německu, ale také v Japonsku. Ekonomika Spojených států v letošním roce zřejmě zpomalí více, než bylo očekáváno ještě před několika měsíci. Nicméně odhady její výkonnosti pro rok 2018 nedoznaly změn (očekává se hospodářský růst lehce pod 2,5 %), což dává naději, že současné zpomalení jejího růstu lze hodnotit jako dočasné. Výhled růstu HDP Spojeného království byl pro letošní rok rovněž lehce snížen, když se začaly postupně projevovat širší ekonomické dopady loňského referenda o vystoupení z EU. Pro příští rok se nicméně výhledy zvyšují, což nepřímo ukazuje na důvěru v hladký průběh vyjednávání o brexitu. Očekávané hodnoty inflace zůstávají v jednotlivých zemích pro letošní i příští rok blízko výše uvedeným hodnotám hospodářského růstu a jsou oproti březnu z pohledu Consensus Forecast nižší jen v případě Spojených států. Zde by se, stejně jako ve Spojeném království, měla inflace pohybovat viditelně nad 2% hladinou. V eurozóně ani v Německu se do konce příštího roku inflace na tuto cílovanou hodnotu nedostane, v případě Japonska pak zřejmě jen s velkým úsilím dosáhne 1% úrovně.

Výhledy meziročního růstu HDP zemí skupiny BRIC nepřinesly v dubnu viditelná přehodnocení. Dále se předpokládá pozvolné snižování ekonomické dynamiky čínské ekonomiky, jejíž tempo zpomalování se však oproti minulému měsíci pro letošní rok zmírnilo. Indická ekonomika by si stále měla udržet růst kolem impozantních 7,5 %. To jsou uspokojivé zprávy nejen pro tyto dvě velké ekonomiky, ale i pro světovou ekonomiku jako celek. V případě méně dynamicky se rozvíjejících zemí, které byly nedávno postiženy slumpflací (Rusko, Brazílie), došlo k posunu ve směru snižování nerovnováh. Je tak očekáváno mírné zvýšení jejich růstu HDP a snížení míry inflace spotřebitelských cen.

Výhledy úrokových sazeb setrvávají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách, které oproti minulému měsíci mírně poklesly v reakci na inflační vývoj v eurozóně a komunikaci představitelů ECB. V případě Spojených států lze i přes mírné zpomalení tamní ekonomiky naopak předpokládat, že zřejmě ještě během prvního pololetí dojde k dalšímu zvýšení úrokových sazeb o standardních 0,25 procentních bodů. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu lehce posilovat vůči všem sledovaným měnám. Průměrná cena ropy Brent se bude v letošním i příštím roce pohybovat poblíž 52 dolarů za barel, tj. níže než signalizovaly dubnové výhledy. Ceny neenergetických surovin by se měly v ročním horizontu velmi mírně zvyšovat, a to jak vlivem potravinářských komodit, kde se očekává růst cen pšenice, rýže a kukuřice, tak i vlivem vývoje cen kovů.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

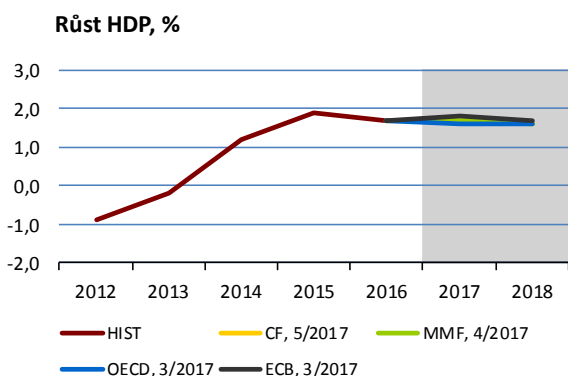


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2011–2015 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

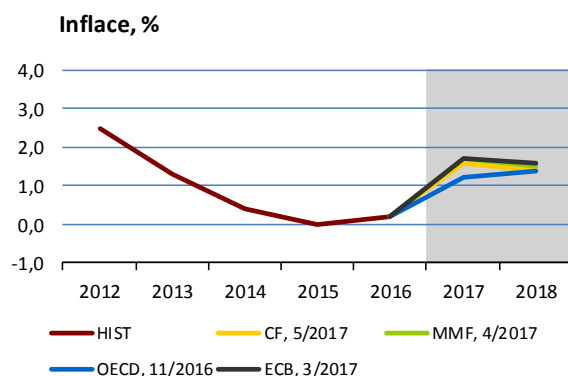
II.1 Eurozóna

Příznivá měsíční data ze začátku letošního roku se odrážejí v předběžném odhadu růstu HDP eurozóny, který dle Eurostatu dosáhl v mezičtvrtletním vyjádření hodnoty 0,5 %, tj. stejné hodnoty jako na konci loňského roku. Předstihové ukazatele v dubnu opět vzrostly a signalizují tak solidní začátek druhého čtvrtletí. **PMI** ve zpracovatelském průmyslu dosáhl nejvyšší hodnoty za posledních šest let a odráží růst všech svých složek. Ukazatel ekonomického sentimentu (ESI) publikovaný Evropskou komisí se nachází na nejvyšší hodnotě od roku 2007 a reflektuje mj. příznivý vývoj na trhu práce. Výkon ekonomiky podporuje nadále uvolněná politika ECB, oživení globální ekonomiky a slabý kurz **eura**. V letošním roce by se měl růst HDP pohybovat v rozmezí 1,6–1,8 % a v příštím roce by pak měl nepatrně zpomalit, přičemž snížení politické nejistoty po prezidentských volbách ve Francii by mohlo vést k dalším revizím výhledu růstu směrem nahoru.

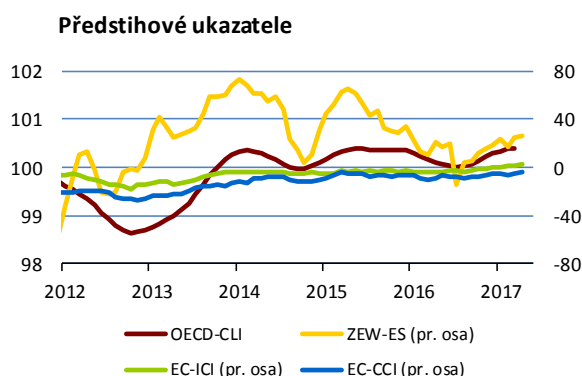
Inflace podle rychlého odhadu Eurostatu vzrostla v dubnu z 1,5 % na 1,9 %, především kvůli nárůstu cen služeb. V příštích měsících by ale celková inflace měla zvolnit s odezněním příspěvku cen energií. Její průměrná hodnota by v letošním roce měla dosáhnout hodnoty přibližně 1,7 %. V příštím roce by pak měla být tažena hlavně jádrovými složkami a její hodnota by tak měla poklesnout asi na 1,5 %. Nejistota na finančních trzích spojená s volbami ve Francii 7. května odezněla, což vedlo ke snížení spreadu výnosů francouzských dluhopisů oproti německým. Výnosy vládních dluhopisů v eurozóně ale obecně mírně vzrostly s očekáváním dřívější normalizace měnové politiky ze strany ECB. Ta na svém dubnovém zasedání zopakovala svůj závazek pokračovat v nákupech aktiv alespoň do konce letošního roku a také závazek ponechání základních sazeb na stávající či nižší úrovni alespoň po dobu trvání programu nákupů. To se odráží v tržním výhledu tříměsíční sazby EURIBOR, která je na celém sledovaném horizontu výhledu záporná.



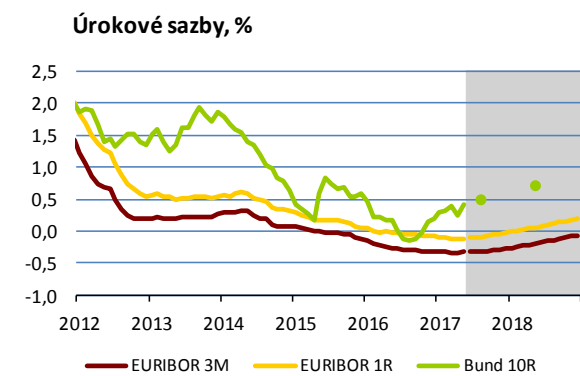
	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,7 →	1,7 →	1,6	1,8
2018	1,6 →	1,6 →	1,6	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2017	1,6 →	1,7 →	1,2	1,7
2018	1,4 →	1,5 →	1,4	1,6



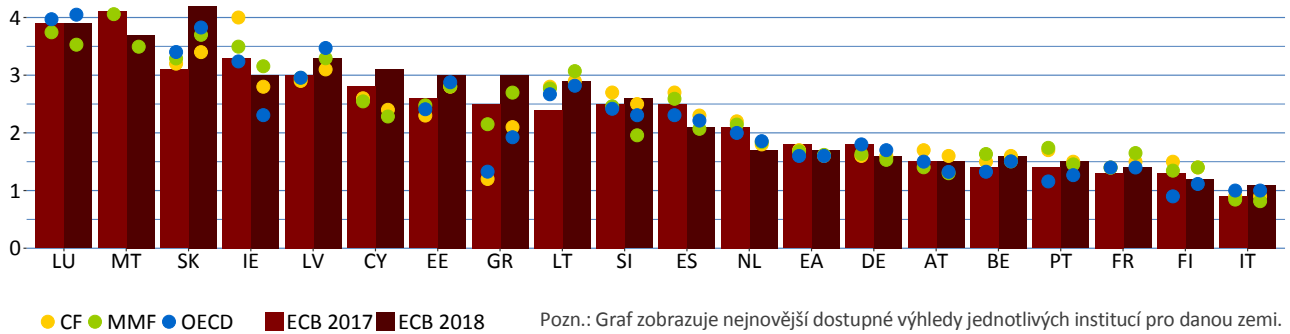
	OECD-CLI	ZEW-ES	EC-ICI	EC-CCI
2/17	100,4	17,1	1,3	-6,2
3/17	100,4	25,6	1,3	-5,0
4/17		26,3	2,6	-3,6



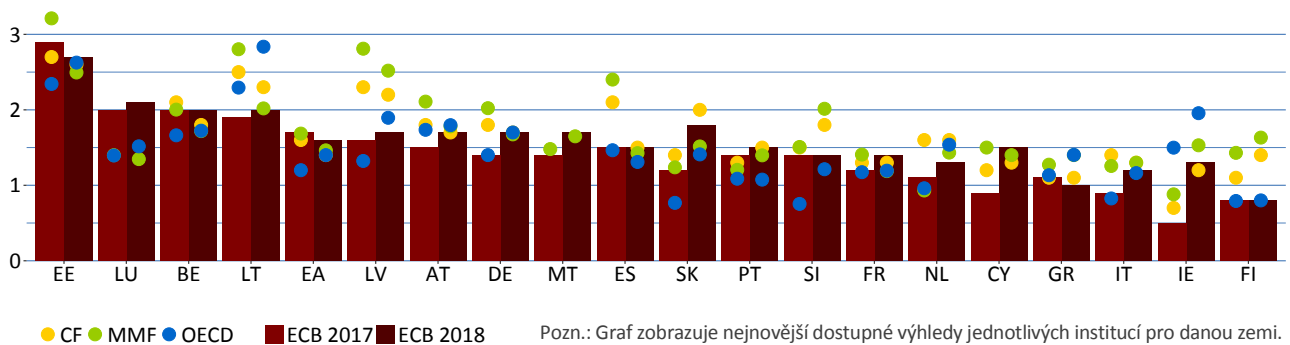
	04/17	05/17	08/17	05/18
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,32	-0,19
1Y EURIBOR	-0,12	-0,12	-0,09	0,06
10Y Bund	0,25	0,42	0,50	0,70

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



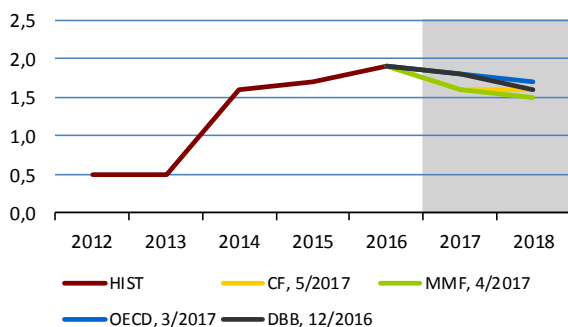
Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2017 a 2018, %



II.2 Německo

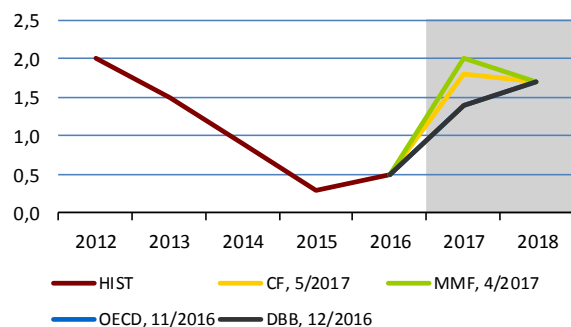
Výhled hospodářského růstu Německa byl pro letošní rok zvýšen. V prvním čtvrtletí 2017 rostla ekonomika solidním tempem. Mezičtvrtletní růst zrychlil na 0,6 % a meziročně pak HDP vzrostl o 1,7 %. Růst průmyslové produkce dosáhl v prvním čtvrtletí silné mezičtvrtletní dynamiky. K růstu přispěla jak domácí, tak zahraniční poptávka, což se promítlo pozitivně na trhu práce. Míra nezaměstnanosti v dubnu poklesla na 5,8 %. Dubnový **PMI** ve zpracovatelském průmyslu se udržel na přibližně stejné vysoké hodnotě jako předchozí měsíc, což společně s růstem předstihových indikátorů IFO a ZEW zakládá očekávání solidního hospodářského růstu také ve druhém čtvrtletí. Inflace po březnové nižší hodnotě v dubnu dosáhla 2 % zejména vlivem kladného příspěvku cen energií. Jádrová inflace se v dubnu zvýšila na 1,6 %. Výnos desetiletého vládního dluhopisu po mírném růstu z konce loňského roku stagnoval na úrovni 0,3 %.

Růst HDP, %



	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,6 ↗	1,6 ↗	1,8	1,8
2018	1,6 →	1,5 →	1,7	1,6

Inflace, %



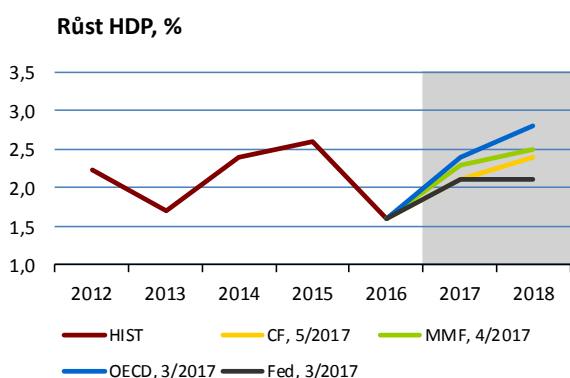
	CF	MMF	OECD	DBB
2017	1,8 →	2,0 ↗	1,4	1,4
2018	1,7 →	1,7 →	1,7	1,7

II.3 Spojené státy

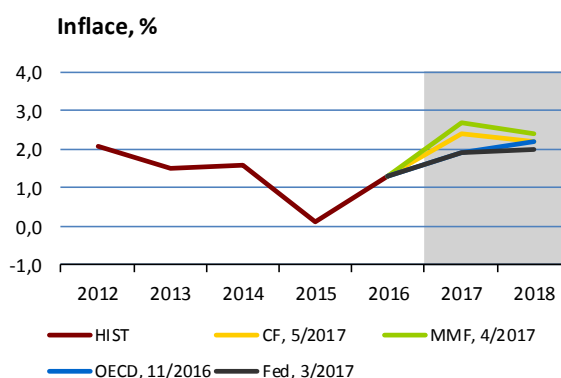
Podle prvního odhadu americká ekonomika v prvním čtvrtletí 2017 výrazně zpomalila. Růst HDP dosáhl jen 0,7 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tj. nejnižší hodnoty za poslední 3 roky. První odhad byl nižší než očekávání finančních trhů, ale vzhledem k situaci na trhu práce bude patrně revidován směrem nahoru¹. K růstu HDP negativně přispěl pokles vládní spotřeby (-1,7 %) a nízký růst spotřeby domácností (0,3 %). Robustní však byla dynamika investic (4,4 %) a také exportů (5,8 %).

Podstatného zlepšení oproti březnu doznal v dubnu americký trh práce. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl 211 tisíc (očekáváno 190 tis.). Míra nezaměstnanosti dále klesla na 4,4 % a průměrná hodinová mzda vykazala meziročně nárůst o 2,5 %. Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board v dubnu poklesla, ale zůstává na relativně vysoké úrovni. Spotřebitelé hodnotili pozitivně zejména svou současnou situaci a v menší míře také vývoj na trhu práce. Meziroční dynamika maloobchodních prodejí zůstává vysoká (5,2 %), v meziměsíčním vyjádření však prodeje již druhý měsíc v řadě klesají. Předstihový indikátor **PMI** i nadále naznačuje expanzi v průmyslu (54,8), ale oproti březnu hodnota indikátoru poklesla, a to zejména kvůli hodnocení nových objednávek a zaměstnanosti.

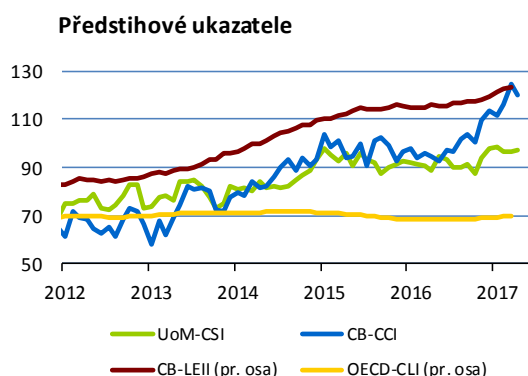
Celková meziroční inflace v USA zpomalila v dubnu na 2,2 % a jádrová poklesla na 1,9 %. Naopak ceny průmyslových výrobců rostly nejrychleji od února 2012 (2,5 % meziročně) s tím, jak postupně vyprchal vliv nízkých cen ropy a posílení amerického **dolaru**. Na květnovém zasedání FOMC nedošlo ke změně v nastavení měnové politiky. Aktuální zpomalení americké ekonomiky má dle Fedu jen dočasný charakter a v následujících měsících se růst opět zvýší. Trhy tak i nadále očekávají postupné zvyšování pásma základních sazeb, když 73 % panelistů CF očekává další krok již v červnu. Květnový CF oproti minulému měsíci snížil výhled růstu HDP v tomto roce a inflace v obou letech. MMF ponechal výhled růstu beze změny, ale odhad inflace revidoval pro rok 2017 směrem nahoru a pro rok 2018 dolů.



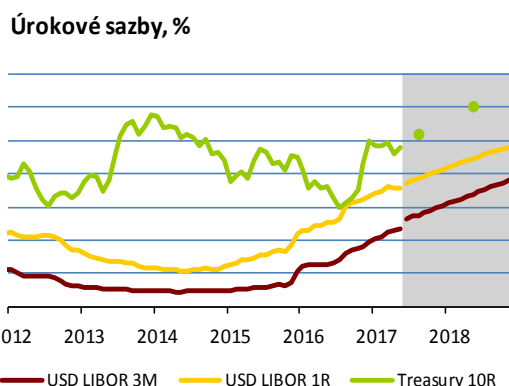
	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	2,4	2,5	2,8	2,1



	CF	MMF	OECD	Fed
2017	2,4	2,7	1,9	1,9
2018	2,2	2,4	2,2	2,0



	UoM-CSI	CB-CCI	CB-LEII	OECD-CLI
2/17	96,3	116,1	126,2	99,8
3/17	96,9	124,9	126,7	99,8
4/17	97,0	120,3		

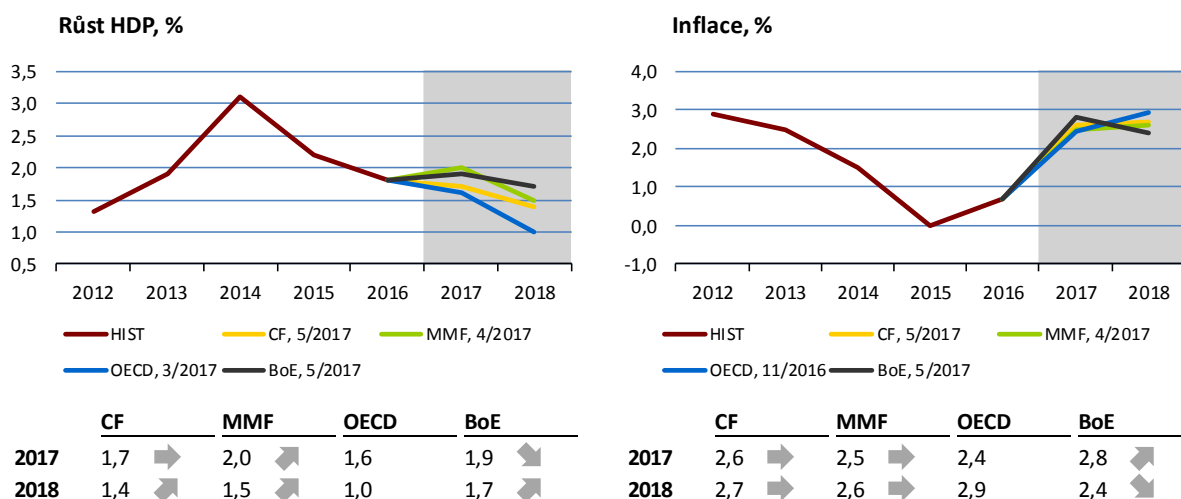


	04/17	05/17	08/17	05/18
USD LIBOR 3M	1,16	1,18	1,37	1,69
USD LIBOR 1R	1,78	1,78	1,92	2,23
Treasury 10R	2,29	2,39	2,60	3,00

¹ Vliv může mít i opakující se problém s modelem sezónního očišťování, jak jsme naznačili již ve vydání z července 2016.

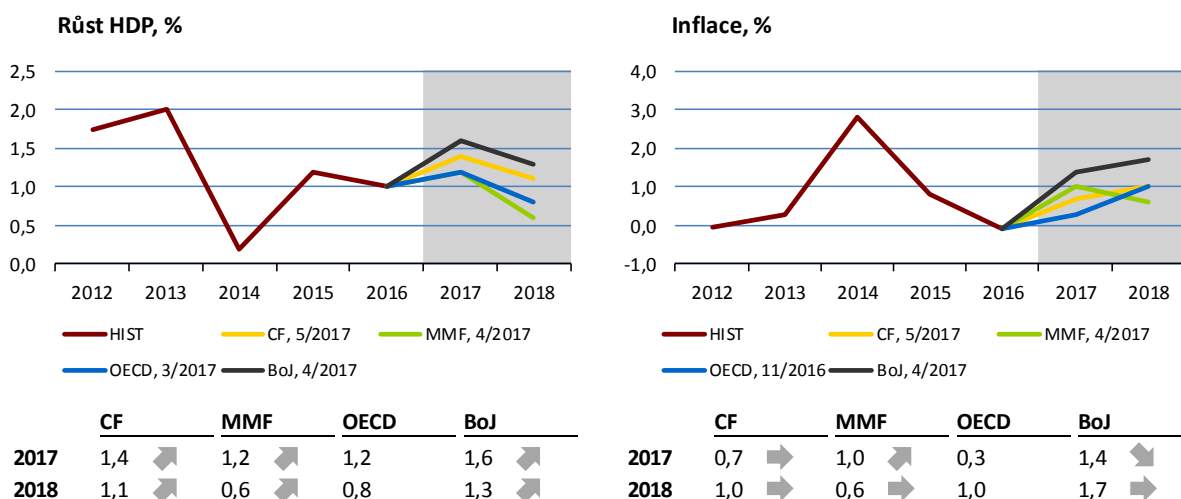
II.4 Spojené království

Britská ekonomika se začíná zadýchávat. Mezičtvrtletní růst HDP zpomalil počátkem roku na 0,3 % (z 0,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016). Zklamal především růst v sektoru služeb, pomaleji však rostla i další odvětví navázaná na spotřebu. Na britskou ekonomiku totiž pozvolna doléhají dopady loňského rozhodnutí o vystoupení z EU, které se projevilo zejména výrazným oslabením britské [libry](#). Ta sice nedávno zpevnila (v reakci na překvapivé vyhlášení britských parlamentních voleb na letošní červen), stále však zdaleka nedosahuje hodnot, na nichž se pohybovala před referendem. Slabší kurz se promítl především do růstu spotřebitelských cen. Inflace se pohybuje nad cílem BoE (v březnu 2,3 %), reálný růst mezd se zastavil a míra úspor domácností se propadla na historické minimum. To vede k poklesu maloobchodních tržeb (o 1,8 % v březnu) i průmyslové výroby (ta se v dubnu snížila již potřetí v řadě). Nový výhled BoE je tak pesimističtější ohledně vývoje v letošním roce, obavy z toho následujícího se však zmírňují.



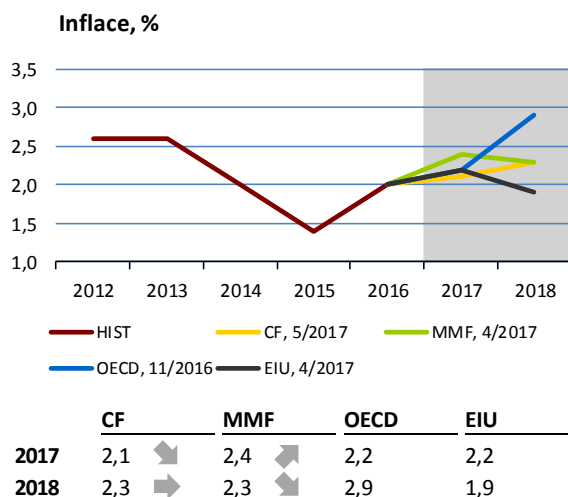
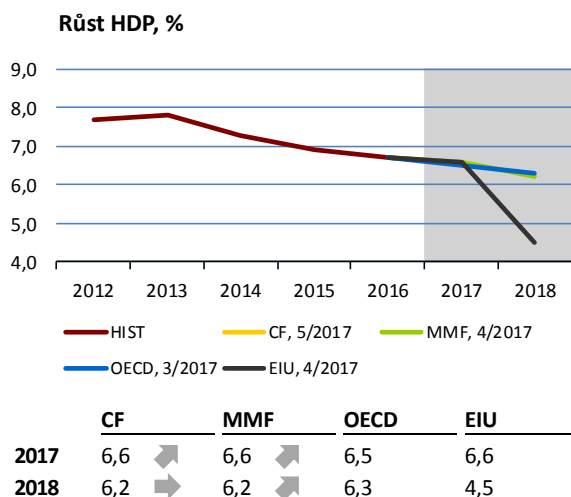
II.5 Japonsko

Maloobchodní tržby se v březnu meziročně výrazně zvýšily, a to navzdory poklesu dynamiky mezd. Došlo rovněž ke zmírnění poklesu výdajů domácností. Míra nezaměstnanosti zůstává nadále velmi nízká. Meziroční změna průmyslové produkce se v březnu snížila, důvodem byl propad těžby a zpracovatelského průmyslu. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu se v dubnu zvýšil. Dle hodnocení nákupních manažerů výrazně posílil růst exportu, výstup a zaměstnanost rostly solidním tempem, nicméně dynamika nových objednávek dále zvolnila. CF, MMF i BoJ zvýšili výhledy růstu japonské ekonomiky pro oba sledované roky. Inflace v březnu meziročně lehce zpomalila kvůli poklesu cen čerstvých potravin. Výhledy inflace jsou značně rozdílné. Sledované instituce očekávají vyšší inflace v rozmezí 0,3–1,4 % v roce 2017 a v rozmezí 0,6–1,7 % v roce 2018. Nastavení měnové politiky zůstalo na dubnovém zasedání BoJ beze změn.



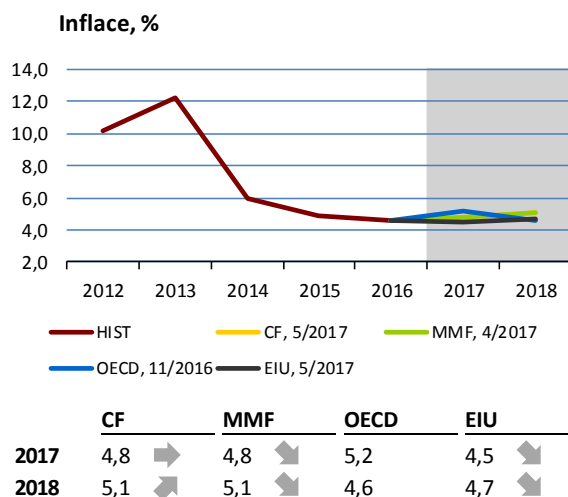
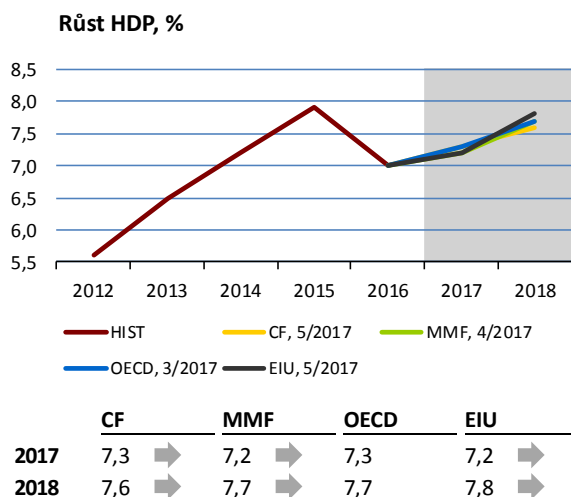
III.1 Čína

Zlepšení ekonomické situace v Číně v prvním čtvrtletí 2017 a snížení odlivu kapitálu přispělo ke stabilizaci kurzu [renmimbi](#). Pokles devizových rezerv se zastavil a v dubnu centrální banka uvolnila i kapitálové restriktce, které přispívaly k expanzi šedého bankovního sektoru a realitního trhu. Aktuální údaje za duben pak naznačují spíše mírný začátek druhého čtvrtletí. Zpomalení meziročního růstu zasáhlo jak maobchodní prodeje (10,7 %), tak i průmyslovou produkci (6,5 %). Úvěrová aktivita však zůstává vysoká, když úvěry v domácí měně v dubnu meziměsíčně vzrostly o 7,8 %. Spotřebitelská inflace v dubnu zrychlila na 1,2 %, zejména ve složce bez potravin. Růst cen výrobců se ve stejném období naopak zmírnil (6,4 %), především v souvislosti s propadem cen [komodit](#) (železo, ocel). Květnový CF zvýšil výhled růstu HDP v roce 2017 a snížil předpověď inflace pro rok 2018. Nová předpověď MMF se pak shoduje s květnovým CF, jen výhled inflace v tomto roce je o 0,3 p. b. vyšší.



III.2 Indie

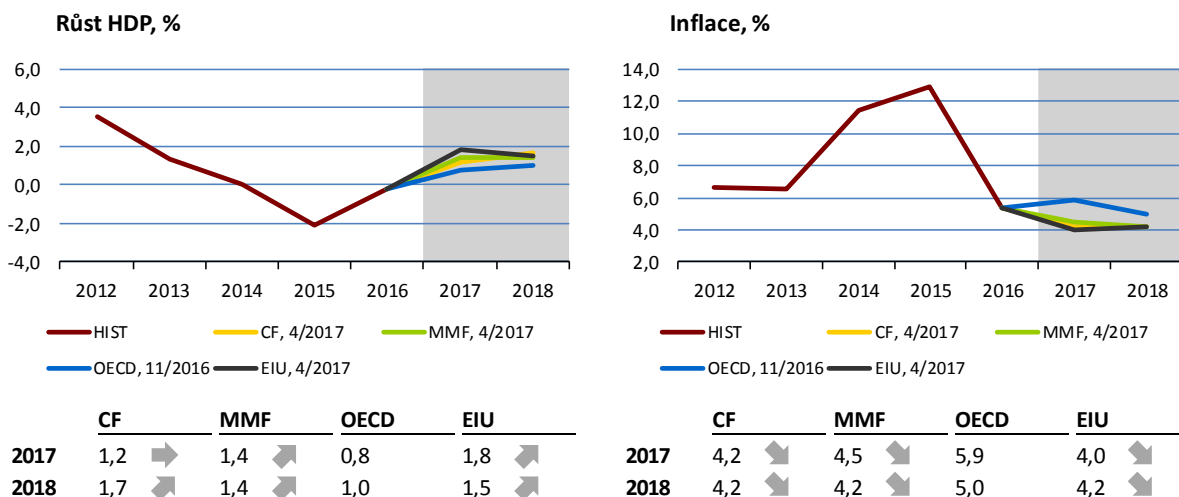
Dynamika průmyslové produkce se v březnu zvýšila na 2,7 %, a to i přes lehké snížení výroby ve zpracovatelském průmyslu. [PMI](#) ve zpracovatelském průmyslu zůstal v dubnu na 52,5 bodech. Dle nákupních manažerů rostly solidně všechny sledované kategorie, avšak výstup a nové objednávky pomalejším tempem. Predikce růstu indické ekonomiky nebyly změněny. Podle MMF bude ještě v tomto fiskálním roce růst HDP ovlivňovat loňská demonetizace.² Letos ovšem její vlivy již plně odezní a v příštím roce by tak mělo tempo růstu ekonomiky dosahovat v průměru 7,7 %. Inflace se v dubnu snížila na 3 %, důvodem bylo zpomalení růstu cen potravin. Loňské monzunové období se příznivě projevilo ve sklizni a produkci potravin, proto lze očekávat snižování jejich cen i v nadcházejících měsících. To se také odrazilo ve snížení výhledů inflace MMF a EIU pro tento i příští fiskální rok. Naopak CF zvýšil předpověď inflace pro fiskální rok 2018/2019 o 0,1 p. b.



² MMF, 2017. World Economic Outlook, April 2017: Gaining Momentum?

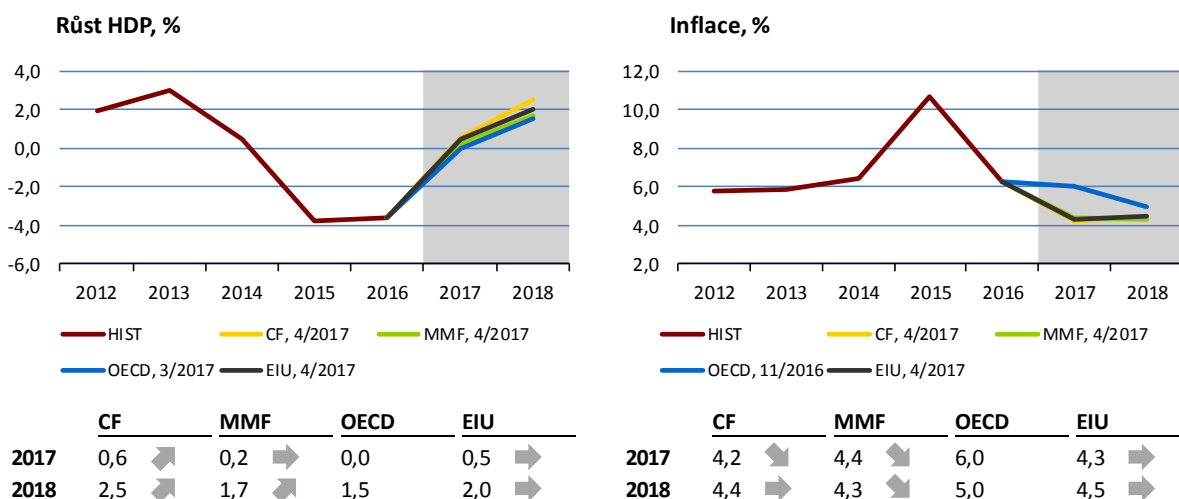
III.3 Rusko

Dynamika většiny krátkodobých ukazatelů ruské ekonomiky je v poslední době příznivá. Průmyslová produkce se po předchozím 2,3% meziročním propadu vrátila v dubnu k růstu (0,8 %). Meziměsíčně navíc rostla téměř 13% tempem. Nezaměstnanost v březnu znovu poklesla (na 5,4 %). PMI ve zpracovatelském průmyslu přesto v dubnu poklesl na nejnižší úroveň (50,8) od srpna 2016 a snížil se i PMI ve službách. Inflace v dubnu zpomalila o další 0,2 p. b. na 4,1 %. Ruská centrální banka očekává, že poblíž 4% cíle by se měla inflace udržet i v horizontu následujících dvou let. Rovněž inflační očekávání banka hodnotí jako snižující se. Na základě těchto a dalších předpokladů snížila RCB začátkem května klíčovou úrokovou sazbu o 0,5 p. b. na 9,25 %. Nejnovější výhledy CF, MMF a EIU očekávají v horizontu dvou let růst HDP v rozmezí 1,2–1,8 % a pokles tempa růstu spotřebitelských cen k prosinci 2018 na 4,2 %.



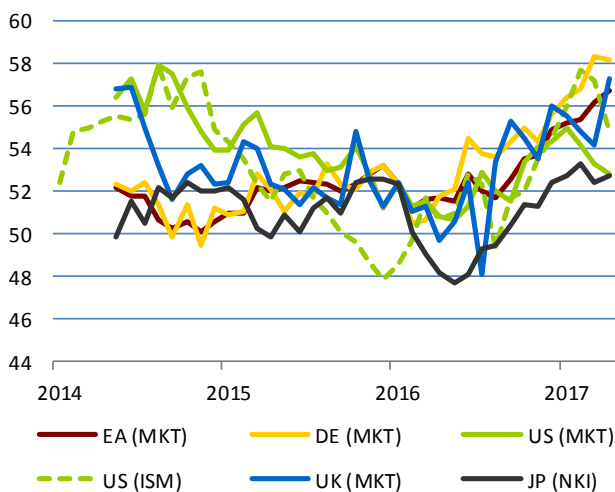
III.4 Brazílie

Předstihové ukazatele PMI jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách se v dubnu poprvé od začátku roku 2015 vrátily do pásma ekonomické expanze (nejnovější hodnoty jsou 50,1 a 50,3). Zatímco ve zpracovatelském průmyslu byla změna oproti předchozímu měsíci poměrně malá, PMI ve službách stoupl výrazně, a to díky nově vznikajícím podnikům, které rostly nejrychlejším tempem za poslední dva roky a nákupní manažeři očekávají, že porostou i nadále. Lepší hodnoty PMI v průmyslu jsou dány již druhý měsíc v řadě pozorovaným růstem nových zakázek a všeobecným předpokladem zlepšení domácí poptávky. Dynamika krátkodobých indikátorů ekonomického vývoje byla vesměs smíšená. Nový CF revidoval výhledy HDP pro rok 2017 a 2018 na 0,6 % a 2,5 %, což je v porovnání s MMF a EIU nejoptimističtější předpověď, zejména co se týče příštího roku. Inflace by se v horizontu dvou let měla pohybovat mezi 4,2 a 4,5 %.

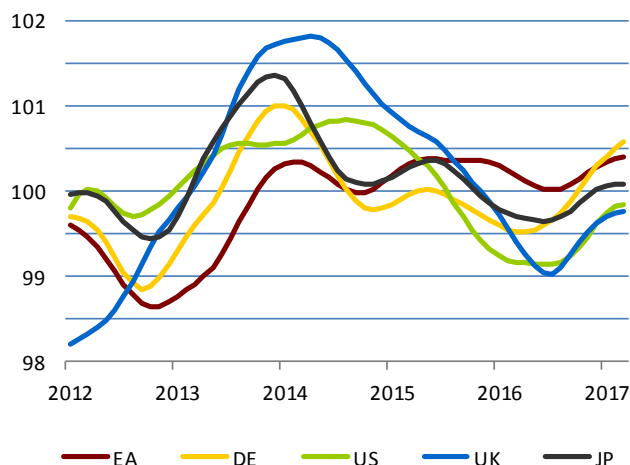


IV.1 Vyspělé země

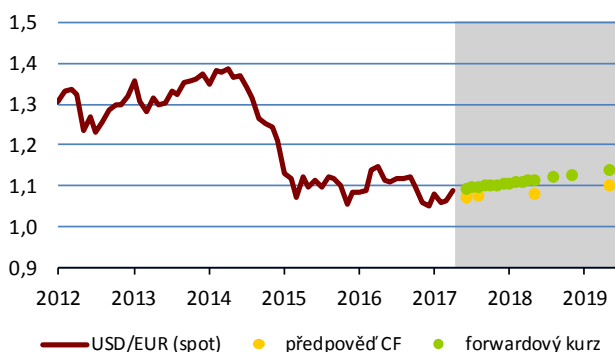
PMI v průmyslu



OECD-CLI

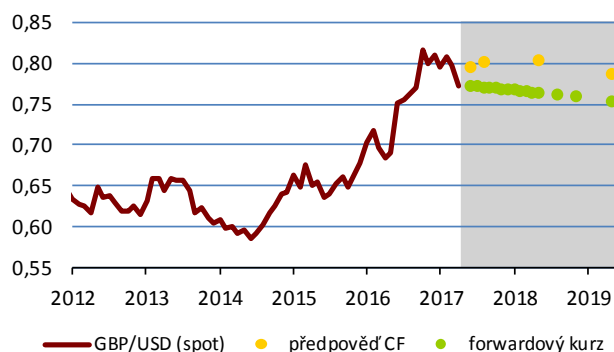


Americký dolar (USD/EUR)



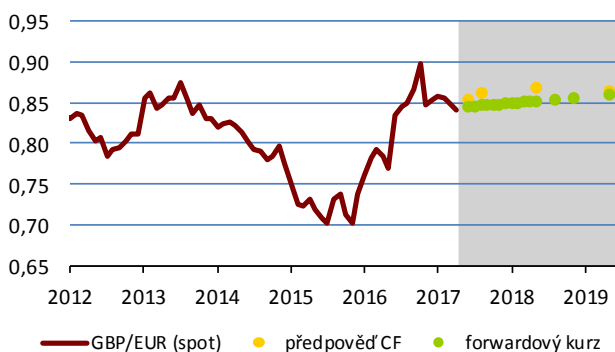
	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	1,093				
předpověď CF		1,073	1,075	1,079	1,099
forwardový kurz		1,094	1,097	1,115	1,140

Britská libra (GBP/USD)



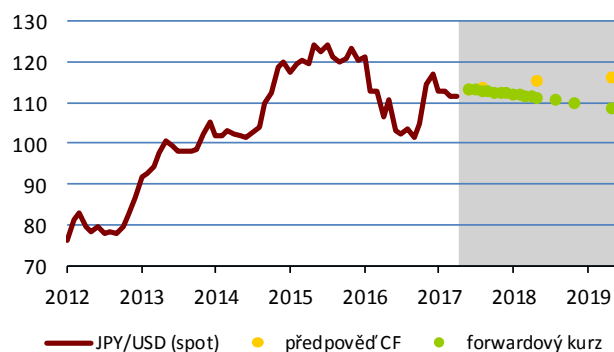
	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	0,773				
předpověď CF		0,794	0,801	0,804	0,786
forwardový kurz		0,772	0,771	0,764	0,754

Britská libra (GBP/EUR)



	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	0,845				
předpověď CF		0,852	0,861	0,867	0,864
forwardový kurz		0,845	0,846	0,852	0,859

Japonský jen (JPY/USD)

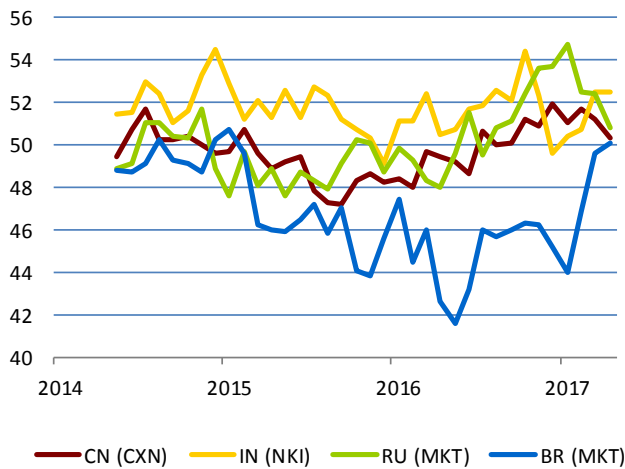


	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	112,8				
předpověď CF		113,0	113,5	115,2	116,3
forwardový kurz		113,1	112,8	111,2	108,5

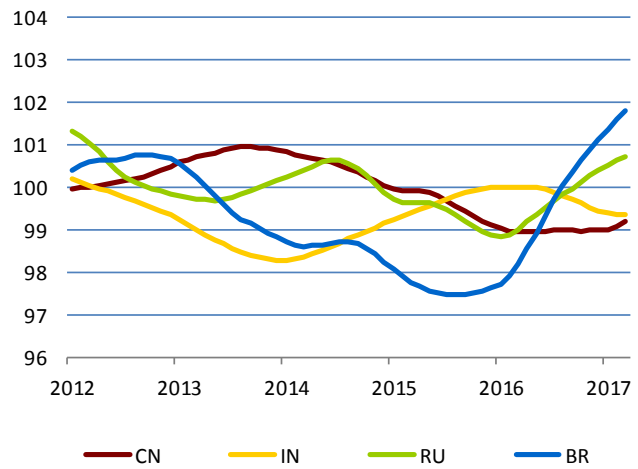
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

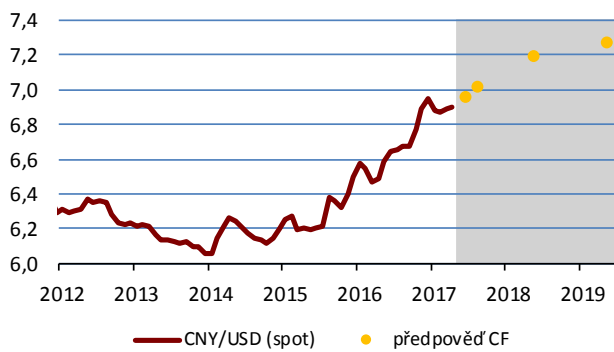
PMI v průmyslu



OECD-CLI

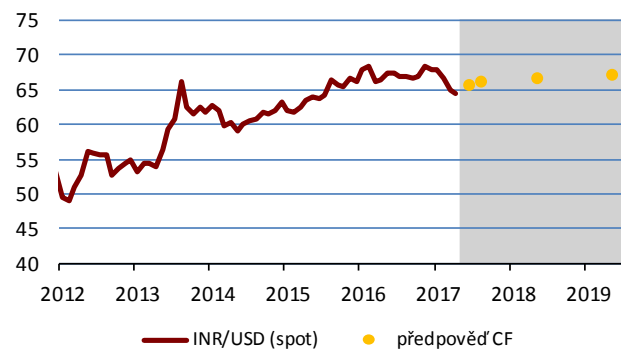


Čínský renminbi (CNY/USD)



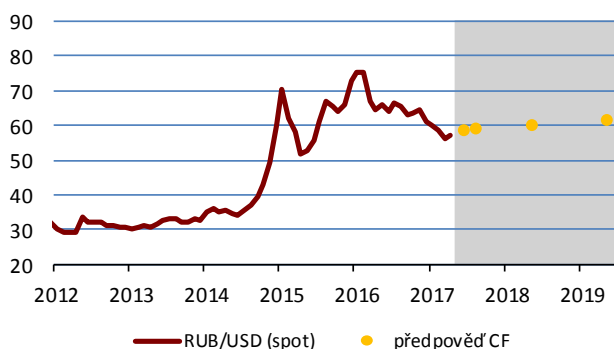
	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	6,903				
předpověď CF		6,962	7,013	7,192	7,273

Indická rupie (INR/USD)



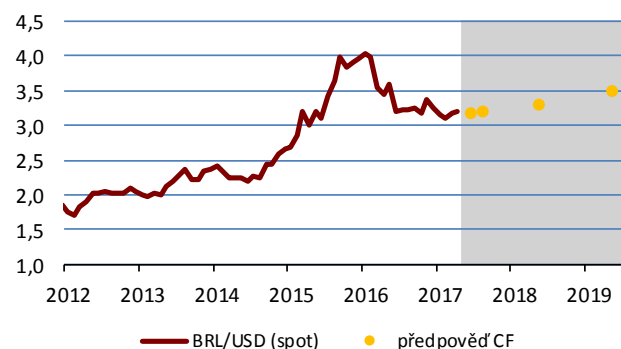
	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	64,29				
předpověď CF		65,69	66,06	66,76	67,03

Ruský rubl (RUB/USD)



	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	58,11				
předpověď CF		58,46	59,03	60,19	61,66

Brazilský real (BRL/USD)



	8/5/17	06/17	08/17	05/18	05/19
spotový kurz	3,194				
předpověď CF		3,17	3,193	3,286	3,502

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

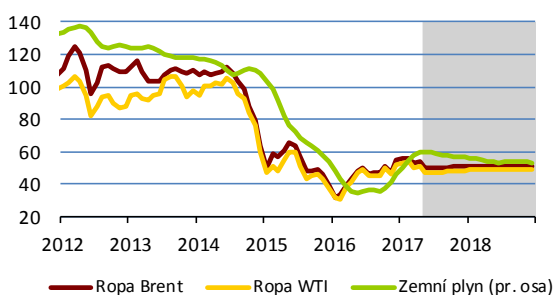
V.1 Ropa a zemní plyn

Po třech měsících stability začala cena ropy od března kolísat. V první polovině dubna rostla a krátce se vrátila až nad 55 USD/barel, když představitelé kartelu OPEC a dalších velkých producentů ropy projevili ochotu prodloužit dobrovolné omezení těžby i do druhé poloviny roku. Poté ale převládly na trhu obavy, že silný růst těžby v USA, který by měl pokračovat i na výhledu, zpomalí pokles globálních zásob, a cena ropy začala opět klesat. V prvním květnovém týdnu se ropa Brent dostala dokonce pod hranici 50 USD/barel, i když následně svůj propad o cca 2 USD/barel korigovala. Ke kolísání cen ropy přispívala silně i aktivita spekulativních investorů, zatímco pohyby kurzu dolaru kolísání naopak tlumily. Velké agentury se zatím nemohou shodnout, zda dochází ke stabilizaci trhu. EIA např. očekává pro letošní rok růst globálních zásob o 0,2 a pro rok 2018 dokonce o 0,5 mil. barelů denně.

Tržní futures křivka k datu průzkumu květnového CF zohlednila posunem dolů opětovný silný pokles cen ropy. Do konce letošního roku je nyní mírně rostoucí a implikuje průměrnou letošní cenu 51,7 USD/barel. Poté je již prakticky vodorovná s průměrnou cenou pro příští rok 51,1 USD/barel. Předpověď květnového CF pro roční horizont je o necelé 4 USD/barel výše a vyšší ceny (53, resp. 57 USD/barel pro letošní a příští rok) očekává i aktuální prognóza EIA.

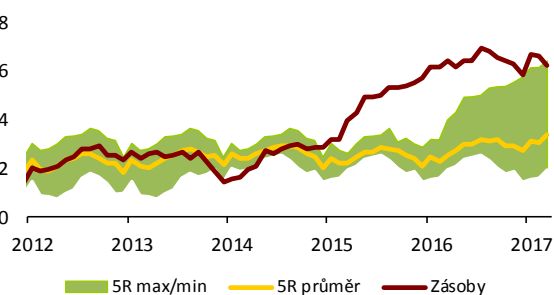
Cena zemního plynu v USA v polovině dubna poklesla, když teplé počasí na začátku jara vedlo k rychlejšímu plnění zásobníků. Přesto byla v průměru za celý měsíc výše než v březnu. Předpověď pro letošní a příští rok očekává další růst díky rostoucím možnostem vývozu z USA a očekávanému růstu poptávky. V Evropě cena plynu v dubnu stagnovala, neboť zásoby zde rostly jen zvolna.

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

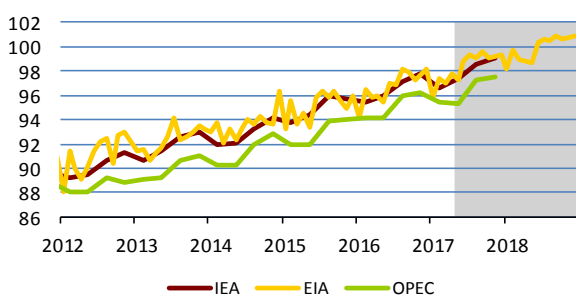


	Brent	WTI	Plyn
2017	51,70 ↘	49,02 ↘	211,52 ↘
2018	51,07 ↘	48,79 ↘	201,97 ↘

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

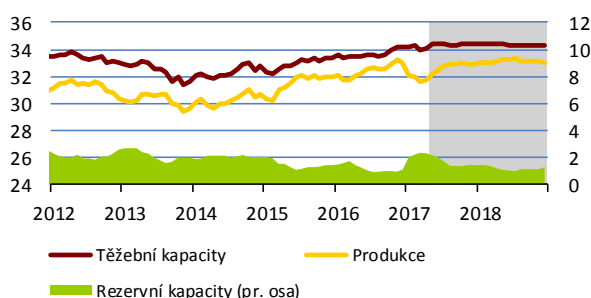


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2017	97,90 ↘	98,30 ↗	96,38 ↗
2018		99,94 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2017	32,46 ↘	34,29 ↘	1,83 ↗
2018	33,14 ↘	34,34 ↘	1,21 ↗

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

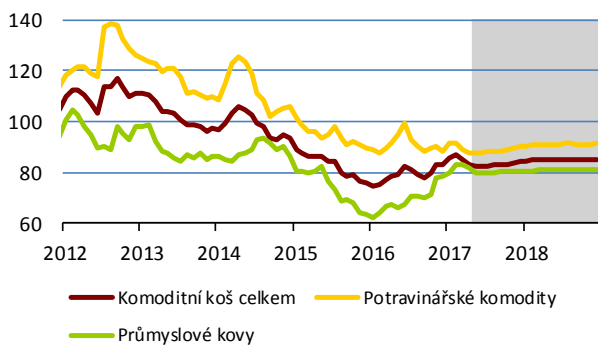
V.2 Ostatní komodity

Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit pokračoval v dubnu a první polovině května v poklesu a obdobně se vyvíjely i oba dílčí indexy, i když pokles indexu cen potravinářských komodit se na počátku května zastavil. Výhled je pro všechny tři indexy jen nepatrně rostoucí.

Vyhledky globálního zpracovatelského průmyslu se v dubnu mírně zhoršily, když JP Morgan PMI nepatrně poklesl z 53 na 52,8. Ke zpomalení růstu průmyslové produkce by mělo dojít zejména v Číně a USA, což bylo hlavním důvodem pokračujícího poklesu indexu cen základních kovů. K poklesu přispěly i slábnoucí naděje na vyšší infrastrukturní investice v USA a slabší růst americké ekonomiky v prvním čtvrtletí 2017. Opačným směrem působil jen oslabující americký dolar. Cena niklu navíc klesala díky slábnoucím obavám z výpadků produkce v Chile a Indonésii. Cena niklu prudce klesla, když nebyly schváleny vládní návrhy ohledně ochrany životního prostředí na Filipínách, a cena železné rudy se propadla v reakci na pokles cen oceli, jejíž světová produkce v březnu vzrostla meziročně o 5,7 % (a v Číně o 1,8 %). V poklesu pokračovala cena kaučuku, v mírném růstu tak pokračovala pouze cena hliníku kvůli očekávanému omezení produkce v Číně.

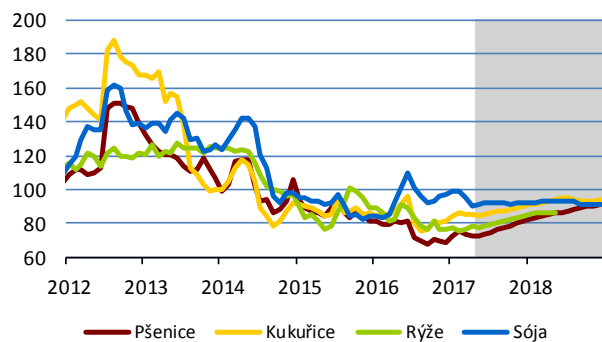
Ceny zrnin reagovaly mírným poklesem na zprávu USDA, která zvýšila odhad jejich konečných zásob ve světě pro letošní obchodní rok. Značně se zvýšily odhady produkce kukuřice a sóji v Brazílii (meziroční růst o 38, resp. 15 %). Cena pšenice však na konci dubna vzrostla kvůli mrazům v hlavních obilnářských oblastech Severní Ameriky. V silném poklesu pokračovala cena cukru (vlivem očekávaného nižšího dovozu do Indie) a cena kakaa. Poměrně silný růst zaznamenala pouze cena hovězího masa.

Indexy cen neenergetických komodit



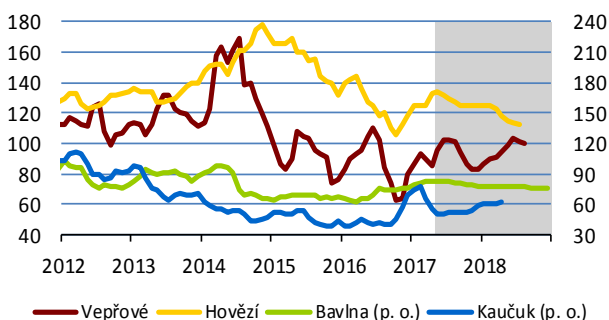
	Celkem	Potraviny	Kovy
2017	83,8	89,0	80,7
2018	85,0	91,0	81,0

Potravinářské komodity



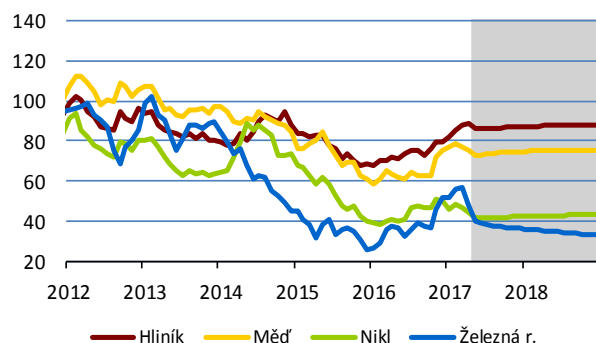
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2017	75,8	86,6	79,8	93,2
2018	86,9	93,3	86,1	92,4

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2017	91,9	127,4	80,8	57,9
2018	95,6	118,8	77,3	61,2

Základní kovy a železná ruda



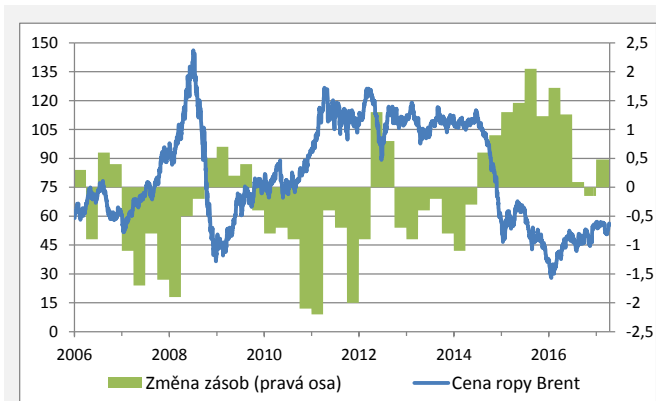
	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2017	86,3	74,9	43,5	42,9
2018	87,7	75,0	42,9	34,6

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Blíží se trh s ropou k rovnováze?³

Od poloviny roku 2014 trvající přebytek ropy na trhu (Graf 1) postupně srazil cenu ropy Brent z hodnot převyšujících 100 USD/barel v září 2014 k necelým 30 USD/barel v únoru 2016. Poté se vložil do hry opět kartel OPEC, který spolu s dalšími velkými producenty vyjednal dohodu, zajišťující na půl roku snížení těžby až o 1,8 mil. barelů denně. To sice vedlo k růstu cen ropy nad 50 USD/barel, ale zároveň opět nastartovalo růst produkce břidlicové ropy v USA. Jaká je tedy v současnosti situace na trhu s ropou? Na to se pokusíme najít odpověď v tomto příspěvku. Zároveň se podíváme, co způsobuje občasné prudké výkyvy cen ropy.



Graf 1 Cena ropy Brent a rozdíl mezi globální těžbou a spotřebou (změna stavu světových zásob) ropy dle IEA

Zdroj: IEA

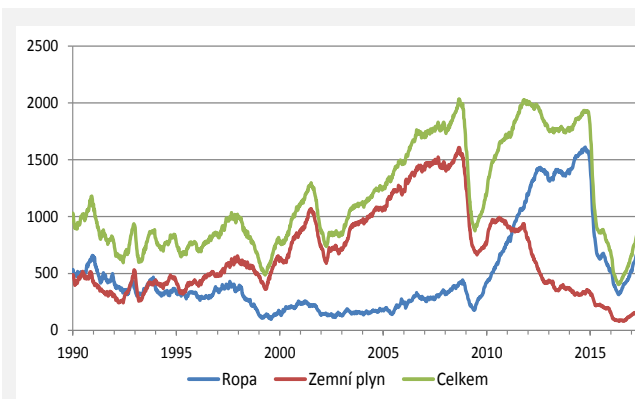
Pozn.: denní data, cena ropy v USD/barel, změna zásob v mil. barelů denně

1 Na úvod: Pohled do minulosti

Klíčovým faktorem vývoje na trhu s ropou byl zhruba od roku 2011 překotný rozvoj těžby ropy z břidlic v USA. Ten byl nastartován vysokou cenou ropy, která způsobila, že zpočátku nákladná technologie začala být rentabilní⁴. Rychlý růst počtu aktivních vrtných souprav orientovaných na vrty produkující převážně ropu⁵ (Graf 2) se následně promítnul do růstu objemu břidlicové těžby, jejíž podíl na celkové těžbě v USA rychle narůstal (Graf 3). Spojené státy tak postupně snižovaly svou závislost na dovozu ropy⁶, zatímco ropný kartel OPEC se snažil udržovat vysokou cenu ropy na úkor růstu své produkce. Tím však klesal jeho podíl na trhu s ropou.

Zhruba v polovině roku 2014 začala cena ropy klesat, když při nadále rostoucí světové produkci zeslábnul růst poptávky. Všichni vzhlíželi ke kartelu OPEC s nadějí, že omezením své těžby ceny ropy

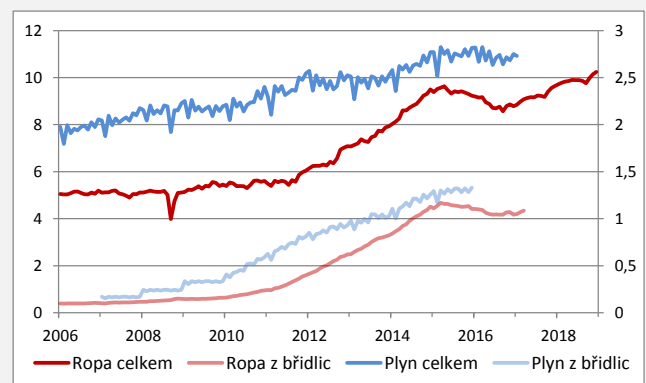
podpoří. Jeho představitelé však uváděli, že jim nižší ceny ropy nevdají, a na zasedání na konci listopadu 2014 potvrdili stávající produkci s tím, že nadále by měl cenu ropy určovat již jen trh⁷. Všeobecně se totiž očekávalo, že pod (z dnešního pohledu relativně vysokou) cenou cca 75 USD/barel začne být břidlicová



Graf 2 Počet aktivních vrtných souprav v USA

Zdroj: Baker Hughes

Pozn.: týdenní data



Graf 3 Těžba ropy a zemního plynu v USA

Zdroj: EIA

Pozn.: ropa v mil. barelů denně (levá osa, od dubna 2017 předpověď EIA), plyn v bil. kubických stop za měsíc (pravá osa)

³ Autorem je Jan Hošek. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

⁴ Vysoká cena ropy vedla i k rozvoji dalších investičně a provozně nákladných způsobů těžby (z ropných písků v Kanadě, v hlubokých vodách oceánu či v arktických oblastech). Využití alternativních zdrojů těžby zároveň potlačilo do té doby hojně zmiňované teorie o blížícím se vyvrcholení těžby ropy (tzv. „peak oil“), které přispívaly k předchozímu rychlému růstu cen.

⁵ Obdobný boom před tím zažila i těžba zemního plynu z břidlic. Vrty orientované převážně na produkci ropy však zároveň produkují i plyn, proto se počet nových vrtných souprav orientovaných primárně na zemní plyn od roku 2009 dramaticky snížil, aniž by to znamenalo pokles těžby plynu.

⁶ Rostoucí těžba v USA v kombinaci s dlouholetým zákazem vývozu surové ropy z USA vedla mj. i k dramatickému nárůstu rozpětí mezi cenou ropy Brent a ropy WTI.

⁷ Zejména představitelé Saudské Arábie, která nesla v minulosti největší břemeno omezení produkce (neboť jako jediná měla velký objem volných těžebních kapacit), prosazovali upřednostnění tržního podílu před vysokou cenou ropy. Primárním cílem této politiky bylo omezení růstu těžby s vysokými investičními a provozními náklady v různých částech světa.

těžba ztrátová a dojde rychle k jejímu poklesu⁸. Tento proces však nebyl zdaleka tak rychlý, jak kartel OPEC očekával. Přestože relativně rychle došlo ke snížení investic do rozvoje nových břidlicových polí, některé faktory celý proces zpomalovaly. Jednak část budoucí produkce byla zajištěna pomocí termínovaných kontraktů, což umožňovalo firmám těžit i při aktuálně ztrátové ceně, jednak ropné firmy na nižší cenu reagovaly změnami technického a technologického rázu⁹. Růst břidlicové těžby se tak zastavil, až když cena ropy v polovině ledna 2015 klesla pod 50 USD/barel. To přimělo finanční investory k uzavírání krátkých pozic a cena ropy tak zhruba do května růstem kompenzovala malou část předchozích ztrát. Při ceně kolem 65 USD/barel ale začala opět oživovat vrtná aktivita v USA. Těžba OPEC se pohybovala na rekordní úrovni (mimo jiné i v důsledku opětovného růstu těžby ropy v Íránu poté, co byly zrušeny mezinárodní sankce a embargo na nákup jeho ropy), a cena ropy se tak opět vydala směrem dolů. V listopadu 2015 na vídeňském zasedání kartel OPEC poprvé za několik desetiletí nestanovil žádné produkční kvóty¹⁰, což urychlilo pád cen na další dno, které pod hranicí 30 USD/barel ropa zaznamenala v polovině ledna 2016.

Nízká cena již dříve působila ve většině zemí OPEC rozpočtové problémy, neboť státní finance těchto zemí jsou značně závislé na příjmech z prodeje ropy. Při této ceně ale začala mít problémy i Saudská Arábie a její představitelé začali zvažovat možnost omezení těžby¹¹ a hledat k takovému kroku další spojence (zejména Rusko). I když se v této fázi jednalo zatím jen o „slovní intervence“ a první jednání mezi kartelem OPEC a Ruskem proběhla až v dubnu, trh zareagoval rychlým růstem a poté stabilizací cen ropy. Definitivní dohoda o omezení těžby OPEC byla oficiálně schválena až na konci listopadu 2016 (půlroční snížení těžby o 1,2 mil. barelů denně) a o týden později se přidalo i 11 nečlenských zemí, které se zavázaly snížit těžbu o dalších 600 tis. barelů denně. Cena ropy reagovala prudkým růstem a ustálila se nad hranicí 50 USD/barel, a to i přes rekordní těžbu, kterou kartel OPEC a Rusko navyšovaly až do konce roku 2016. Od začátku roku 2017 kartel OPEC jako celek skutečně snížil těžbu téměř v dohodnutém rozsahu a postupně snižuje těžbu na cílovou úroveň i Rusko. Ukazuje se však, že předchozí nízké ceny ropy vyvolaly v USA kroky, které vedly jednak ke značnému poklesu nákladů na hloubení a kompletaci břidlicových vrtů a jednak ke zvýšení vydatnosti nových vrtů. Tzv. „break-even“ cena ropy¹² se tím značně snížila a při ceně ropy nad 50 USD/barel tak došlo v USA k obnovení rychlého růstu těžby z břidlic. To omezuje účinnost snížené těžby ze strany OPEC a dalších velkých producentů a na trh se tak vrací nejistota, zda dohodnuté půlroční omezení těžby přiblíží trh s ropou k rovnováze.

2 Vývoj fundamentálních faktorů – poptávka, nabídka a stav zásob

Poptávka po ropě vykazuje silně sezonní vývoj, ale tato sezonnost bývá stabilní. Předpověď poptávky je tak relativně snadná a odvozuje se zejména od očekávaného hospodářského růstu v jednotlivých částech světa¹³. K menším výkyvům může docházet vlivem počasí nebo plánovaných i neplánovaných odstávek rafinérií, které však vedou spíše ke krátkodobým přesunům poptávky mezi obdobími v řádu týdnů až měsíců. Kromě toho se může měnit i struktura poptávky co se týče kvality ropy¹⁴.

Předpověď agregátní nabídky ropy je obecně složitější. Relativně nejjednodušší je v případě USA, kde je sledováno téměř v reálném čase množství ukazatelů, z nichž některé mohou sloužit i jako předstihové (počty povolených, aktuálně hloubených, nedokončených, zkompletovaných nebo produkujících vrtů). V ostatních zemích jsou již předpovědi komplikované, neboť objem těžby může být ovlivňován administrativně a v geopoliticky nestabilních zemích může docházet k neplánovaným výpadkům v důsledku politického napětí a ozbrojených konfliktů. Ani oficiálně publikované údaje o aktuální těžbě nebývají v těchto zemích příliš spolehlivé kvůli strategickým zájmům a komerční statistiky nejsou běžně (bezplatně) dostupné.

Měření poptávky a nabídky v reálném čase je rovněž velmi obtížné, což je i důvod, proč se mírně liší statistiky z různých zdrojů (Graf 4 a 5). Proto se trh řídí zejména informacemi o změně stavu zásob.

⁸ Břidlicové vrty se vyznačují rychlým přirozeným poklesem vydatnosti.

⁹ Např. v rámci jednotlivých nalezišť přesouvaly nové vrty z okrajových částí do těch nejvydatnějších (tzv. „sweet spots“) s lepší ekonomikou těžby, nebo místo do nových vrtů investovaly do postupů, které udržovaly vyšší a delší výtěžnost stávajících vrtů.

¹⁰ V souvislosti s tím se objevily názory, že OPEC přestal být tzv. „swing producer“ (tedy velký producent, který díky velké rezervní těžební kapacitě může záměrně upravovat svou produkci a tím udržovat rovnováhu mezi nabídkou a poptávkou na trhu), a nadále bude tuto roli zastávat pouze břidlicová těžba v USA, která může díky krátkému investičnímu horizontu rovněž relativně pružně reagovat na vývoj ceny. Dohodou z Vídně v listopadu 2016 však OPEC ukázal, že se své cenotvorné role nehodlá úplně vzdát, i když bude muset vzít v úvahu klesající náklady břidlicové těžby.

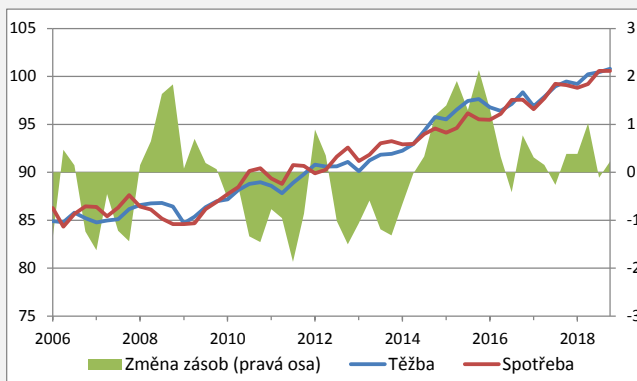
¹¹ Změnu oficiální politiky Saudské Arábie usnadnila i výměna dlouholetého ministra ropného průmyslu v květnu 2016.

¹² Cena, která zajišťuje rentabilní těžbu ropy včetně přiměřené návratnosti investic.

¹³ Větší výkyvy vykazuje poptávka po ropě v Číně. Ta buduje své strategické rezervy a pružně při tom reaguje na cenu ropy. Kromě toho zde v nedávné době bylo povoleno množství malých soukromých rafinérií (tzv. „tea pots“), jimž jsou ad hoc přidělovány kvóty na dovoz ropy.

¹⁴ Moderní rafinérie se orientují na tzv. kyselou a těžkou ropu, jejíž zpracování je technologicky náročnější, ale díky zpravidla nižší ceně této ropy dosahují rafinérie vyšších marží. Poté, co kartel OPEC uzavřel dohodu o omezení těžby ropy, snížil zejména těžbu těžké kyselé ropy, aby nezvyšoval příliš cenu lehké ropy typu WTI, která je produktem těžby z břidlic.

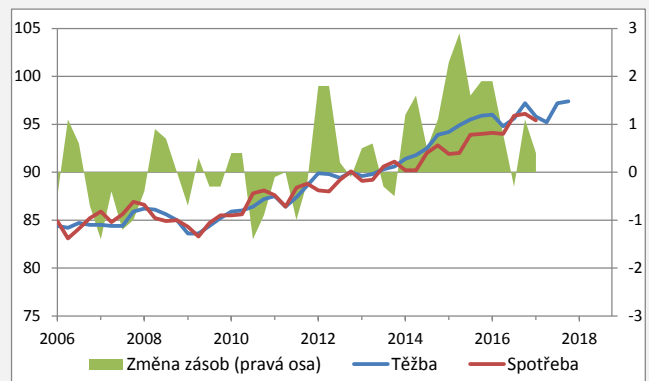
Nejspolehlivější jsou statistiky zásob v USA, dostupné s týdenní frekvencí¹⁵. Jednou měsíčně pak publikuje stav zásob v zemích OECD IEA a OPEC¹⁶. K tomu jsou publikována i data z národních zdrojů, která však nemusí být úplně objektivní. Velkou neznámou jsou zejména údaje o vývoji zásob v Číně, která pružně využívá příznivou cenu ropy k navyšování strategických i komerčních zásob. Toto chování sice na jedné straně vede ke snižování volatility cen ropy, na druhé straně ale komplikuje hodnocení aktuálního poměru agregátní poptávky a nabídky. Kromě přímých ukazatelů se pro hodnocení nabídky využívají i údaje společností, přepravujících ropu. K hodnocení aktuálního stavu zásob se používá většinou jejich poměr vůči průměru za předchozích pět let, a to ve vyjádření objemovém (barely), hmotnostním (tuny), které se může díky různé měrné hmotnosti jednotlivých produktů mírně lišit, a konečně ve dnech budoucí spotřeby. Podprůměrné hodnoty by přitom měly vést k růstu cen ropy a naopak¹⁷.



Graf 4 Globální nabídka, poptávka a změna zásob ropy dle IEA

Zdroj: IEA

Pozn.: čtvrtletní data v mil. barelů denně, od 2. čtvrtletí 2017 předpověď



Graf 5 Globální nabídka, poptávka a změna zásob ropy dle OPEC

Zdroj: OPEC

Pozn.: čtvrtletní data v mil. barelů denně, od 2. čtvrtletí 2017 předpověď

3 Vliv finančních investorů

Jak bylo uvedeno výše, poptávka a zejména nabídka ropy může nepředvídatelně kolísat. Tyto výkyvy jsou kompenzovány patřičnou změnou zásob a případně zvýšením produkce v zemi s volnou těžební kapacitou. Záleží pak na aktuálním stavu zásob a volných těžebních kapacit¹⁸, zda a v jakém rozsahu se toto kolísání zásob přenese do cen ropy. Čas od času ale dochází k takovým výkyvům cen ropy, u nichž je nepravděpodobné, aby byly způsobeny odpovídající změnou fundamentů. Je to tím, že na trhu s ropou neobchodují pouze obchodníci, kteří ropu těží, skladují nebo zpracovávají, ale i další subjekty. Ty na jedné straně fungování trhu usnadňují zvýšením jeho likvidity (bankovní subjekty, poskytující komerčním subjektům zajištění jejich kontraktů), ale na druhé straně mohou způsobovat jeho nadměrnou volatilitu (spekulativní investiční fondy, které se snaží odhadnout budoucí vývoj ceny a realizovat zisk z investovaných peněz). Tyto fondy se sice řídí zprávami o vývoji fundamentálních faktorů, ale často jejich vliv přehnaně zesilují buď masivním nákupem, nebo později masivním prodejem svých pozic. Grafy 6 a 7 dokumentují velice nápadnou souvislost mezi vývojem ceny (jak ropy Brent, tak WTI) a čistými dlouhými pozicemi spekulativních fondů. Z těchto pozic tak lze usuzovat na budoucí vývoj cen ropy a jeho rizika. Pokud čisté dlouhé pozice rostou, očekává se růst cen ropy, investoři zvyšují dlouhé pozice (sázky na růst ceny) a zároveň likvidují krátké pozice (sázky na pokles ceny). V běžném případě časem cena vzroste k očekávané úrovni, investoři své pozice uzavírají a inkasují zisk. Může se však stát, že cena ropy se nevyvíjí očekávaným způsobem¹⁹, čisté dlouhé pozice narostou z historického pohledu na vysokou úroveň (a typicky se zvyšuje i poměr dlouhých a krátkých pozic), a pak existuje riziko rychlé korekce cen ropy směrem dolů. Samozřejmě že uvedený proces funguje i v opačném směru.

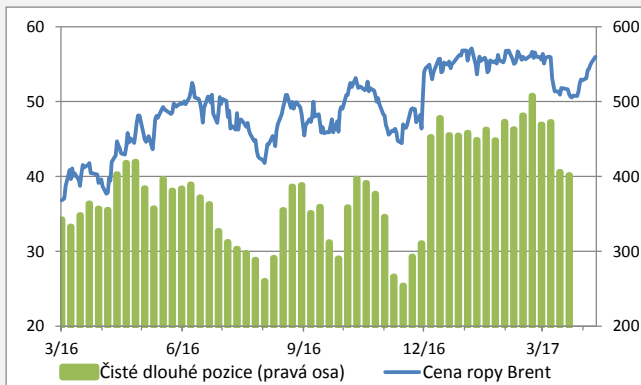
¹⁵ Ty přitom pocházejí hned ze tří hlavních zdrojů. Předběžné údaje zveřejňuje společnost Genscape a po ní API. Oficiální čísla nakonec publikuje IEA.

¹⁶ Podrobné statistiky produkuje i řada komerčních subjektů, ty však jsou placené a veřejně těžko dostupné.

¹⁷ Kromě ropy se sledují zásoby zejména u benzínu a tzv. destilátů, kam patří především nafta a lehký topný olej. Ceny těchto produktů se mohou krátkodobě vyvíjet odlišně, než cena samotné ropy, což vede ke kolísání marží rafinérií.

¹⁸ Ještě nedávno se považovalo za minimální bezpečný objem volných těžebních kapacit 2 mil. barelů denně. S růstem skladovaných zásob vysoko nad průměr však toto kritérium je momentálně odsunuto do pozadí.

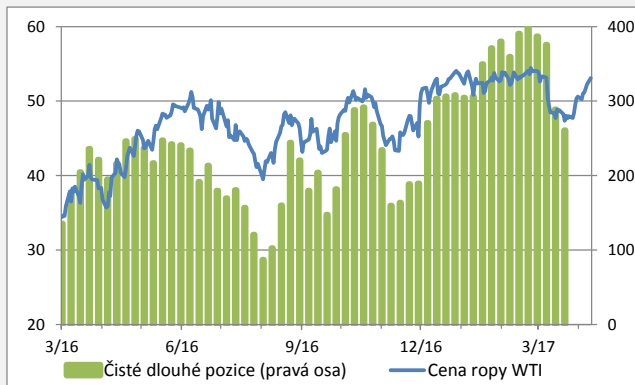
¹⁹ Např. v lednu 2017 silně rostly čisté dlouhé pozice spekulativních fondů na ropu WTI, její cena však stagnovala mírně nad 50 USD/barel. Pravděpodobným důvodem byla zřejmě skutečnost, že protistranou těchto obchodů byli producenti ropy, kteří využívali danou cenu k zajištění budoucí produkce. Následný výprodej spekulativních pozic v březnu však již protistranu na trhu nenašel a cena ropy se rychle propadla o 5 USD/barel, než noví investoři opět začali otevírat pozice, spekulující na růst cen.



Graf 6 Cena ropy Brent vs. spekulativní aktivita na trhu

Zdroj: Bloomberg, ICE

Pozn.: cena ropy Brent v USD/barel, čisté dlouhé pozice spekulativních fondů (tzv. „managed money“) na futures a opce v tis. kontraktů, týdenní data

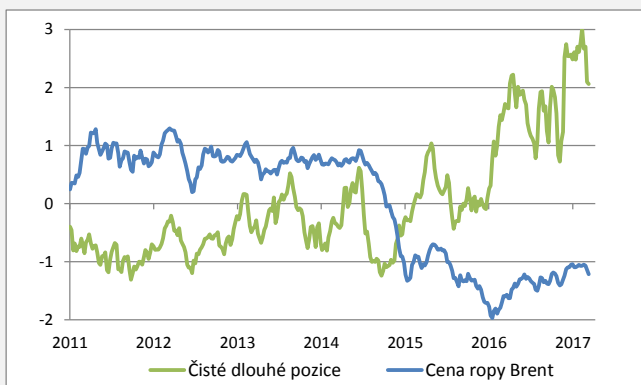


Graf 7 Cena ropy WTI vs. spekulativní aktivita na trhu

Zdroj: Bloomberg, CFTC

Pozn.: cena ropy WTI v USD/barel, čisté dlouhé pozice spekulativních fondů (tzv. „managed money“) na futures a opce v tis. kontraktů, týdenní data

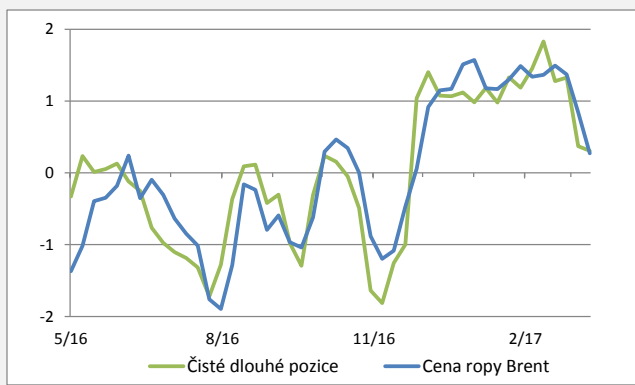
Podíváme-li se, jak se vyvíjel vztah mezi cenou ropy Brent a čistými dlouhými pozicemi spekulativních investorů od roku 2011 (od kdy jsou pozice tzv. „managed money“ odděleně sledovány), je vidět, že můžeme toto období rozdělit zhruba do třech časových úseků (Graf 8). Od března 2011 do června 2014 byla cena ropy Brent relativně stabilní bez výrazného rostoucího nebo klesajícího trendu. Korelace mezi cenou ropy a čistými dlouhými spekulativními pozicemi byla kladná (0,18) a i když na základě Grangerova testu kauzality nemůžeme vyloučit oboustrannou kauzalitu, je ta ve směru od spekulativních pozic k ceně statisticky výrazně významnější. Obdobné závěry můžeme učinit pro období od května 2016 do dubna 2017 (Graf 9). Zde je kladná korelace ještě mnohem vyšší (0,88) a Grangerův test zamítá kauzalitu od ceny ropy k pozicím investorů, zatímco kauzalita v opačném směru je výrazně signifikantní. Ve zbylém období (od července 2014 do dubna 2016) si cena ropy hledala novou úroveň dočasně rovnováhy. Korelace mezi cenou ropy a pozicemi finančních investorů je záporná (-0,64) a kauzalita v Grangerově slova smyslu vede od ceny ropy k pozicím investorů.



Graf 8 Vztah mezi cenou ropy Brent a investiční pozicí spekulativních investorů od roku 2011 do současnosti

Zdroj: Bloomberg, ICE, výpočet ČNB

Pozn.: pro zvýraznění korelace jsou grafy normalizovány



Graf 9 Vztah mezi cenou ropy Brent a investiční pozicí spekulativních investorů od května 2016

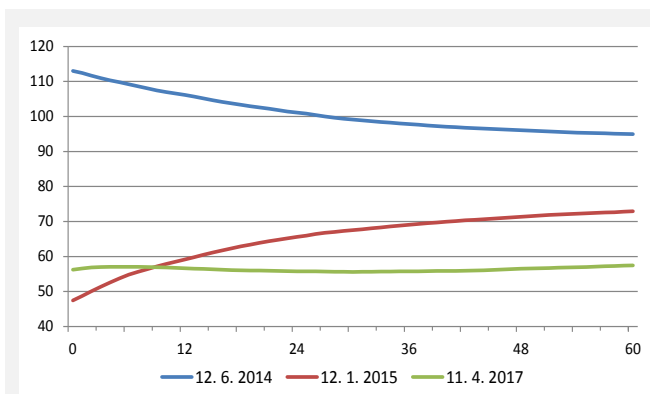
Zdroj: Bloomberg, ICE, výpočet ČNB

Pozn.: pro zvýraznění korelace jsou grafy normalizovány

Na základě uvedené jednoduché analýzy se můžeme domnívat, že chování investorů je odlišné v různých situacích. Pokud si cena ropy najde určitou hodnotu, která je trhem vnímána na základě fundamentů jako rovnovážná, je to právě aktivita investorů, která způsobuje cyklické kolísání kolem této rovnovážné hodnoty, jež nelze vysvětlit samotným fundamentálním vývojem. S budováním (čistých) dlouhých pozic investorů cena ropy roste a naopak. Pokud však na trhu existuje nejistota ohledně „správné“ ceny (která by odpovídala stavu aktuální nabídky a poptávky, případně zásob), investoři při klesající ceně navyšují své čisté dlouhé pozice a naopak, a chovají se tedy proticyklicky.

4 Struktura futures trhu

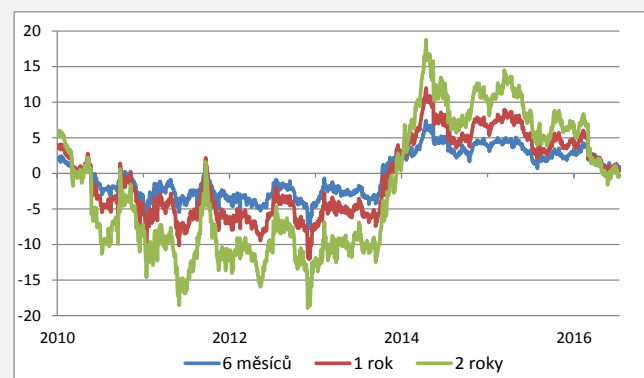
O případném směřování trhu s ropou k rovnováze může vypovídat i v čase se měnící sklon futures křivky (Graf 10). Pokud trh vnímá aktuální nabídku jako nedostatečnou, futures křivka má tvar „backwardation“, tedy ceny kontraktů s pozdějším dodáním jsou nižší než ceny bližších dodávek. To má stimulovat aktuální těžbu a směřovat ji k zákazníkům, neboť za těchto podmínek není skladování nově vytěžené ropy rentabilní. Nedostatek ropy na trhu převládal od roku 2011 do zhruba poloviny roku 2014 (Graf 11). Naopak, tvar futures křivky „contango“, který znamená, že ceny kontraktů se s rostoucím horizontem dodání zvyšují, signalizuje aktuální převis nabídky nad poptávkou. Nižší spotová cena stimuluje aktuální spotřebu a tlumí těžbu. Producenti ropy mohou buď omezovat těžbu, nebo těžit a ropu skladovat²⁰, pokud je sklon futures křivky dostatečný, aby pokryl náklady skladování²¹ a financování zásob. Contango na trhu s ropou bylo typické pro období od poloviny roku 2014 do konce roku 2016 a vedlo k růstu globálních zásob na historická maxima. V současnosti je křivka termínovaných kontraktů prakticky plochá, což by mělo signalizovat zhruba rovnováhu mezi poptávkou po ropě a její nabídkou.



Graf 10 Struktura futures křivky pro vybrané datумы

Zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB

Pozn.: křivky cen budoucích kontraktů na ropu Brent (ICE futures) k vybraným datům, na svislé ose cena v USD/barel, na vodorovné ose počet měsíců do dodání



Graf 11 Vývoj struktury futures trhu

Zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB

Pozn.: cena ropy Brent (USD/barel), rozdíl mezi kontraktem s dodáním za daný počet měsíců a kontraktem s nejbližším dodáním, denní data

5 Závěr

Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, k hodnocení (ne)rovnováhy na trhu s ropou můžeme použít více ukazatelů, a ty mohou dávat i protichůdné signály. Různé agentury i analytické útvary soukromých společností poskytují často jak různé hodnocení aktuální situace na trhu, tak odlišný odhad jeho budoucího vývoje. V současnosti se většinou shodují, že buď již nastala, nebo se blíží situace, kdy poptávka po ropě převyšuje nabídku a dojde k čerpání aktuálně vysokých skladových zásob ropy. Důležitou roli však bude hrát rozhodnutí kartelu OPEC, zda prodlouží dohodu o omezení těžby i do druhé poloviny roku 2017. Většina analytiků se totiž shoduje v tom, že půlroční omezení produkce nebude vzhledem k rychlému růstu těžby ropy v USA stačit k výraznější redukci nadbytečných skladových zásob. Struktura trhu s termínovanými kontrakty naznačuje, že by již nemělo docházet k dalšímu růstu skladových zásob, ale ani nesignalizuje jejich výraznější pokles. EIA naproti tomu očekává pro letošní a příští rok ještě mírný nárůst globálních zásob. OPEC budoucí vývoj globální a zejména vlastní produkce nekomentuje a IEA budoucí vývoj podmiňuje právě rozhodnutím kartelu OPEC, zda prodlouží omezení produkce o dalších půl roku. Je pravděpodobné, že představitelé ropného kartelu budou při svém rozhodování brát v úvahu zejména rychlost růstu produkce ropy v USA. Náklady na produkci břidlicové ropy, které v uplynulých dvou letech dramaticky klesly, nedávají cenám ropy ve střednědobém horizontu příliš velký prostor k růstu. Na druhé straně v delším horizontu by se mohl projevit nedostatek investic do investičně náročných velkých projektů (hluboké vody oceánu, arktické oblasti, ropné písky). Tyto projekty mají dlouhý investiční horizont a v uplynulém období jejich uvádění do provozu přispívalo k pomalejšímu poklesu globální těžby. Výpadek investic za uplynulé dva roky se však projevuje až za několik let a mohl by vést k dočasnému nedostatku ropy na trhu.

²⁰ Skladovat ropu nemusí jen producenti, ale i různé obchodní společnosti, případně i finanční investoři. V případě silnějšího sklonu křivky lze skladovat ropu i v plovoucích tankerech na moři, což je ale dražší, než v nádržích na pevnině. Tyto zásoby mohou mít jinou ekonomiku, než provozní zásoby zpracovatelů ropy a uživatelů produktů. Ti skladují ropu, aby zajistili plynulost provozu (případně z technologických důvodů – zajištění rovnoměrné kvality) v případě kolísajících dodávek, a jsou ochotni nést ještě vyšší náklady (o tzv. „convenience yield“).

²¹ Např. agentura Genscape odhaduje náklady na skladování ropy v Cushingu na cca 0,4 USD / barel a měsíc. Kemp (2017) uvádí náklady na skladování ropy na pevnině 0,2–0,3 USD / barel a měsíc a náklady financování 2 % ročně.

Zdroje

Kemp, John (2017): COLUMN-Brent Spreads Imply Big Draw Down in Crude Stocks After June. DownstreamToday. 10. 2. 2017.

http://www.downstreamtoday.com/news/article.aspx?a_id=55301&AspxAutoDetectCookieSupport=1

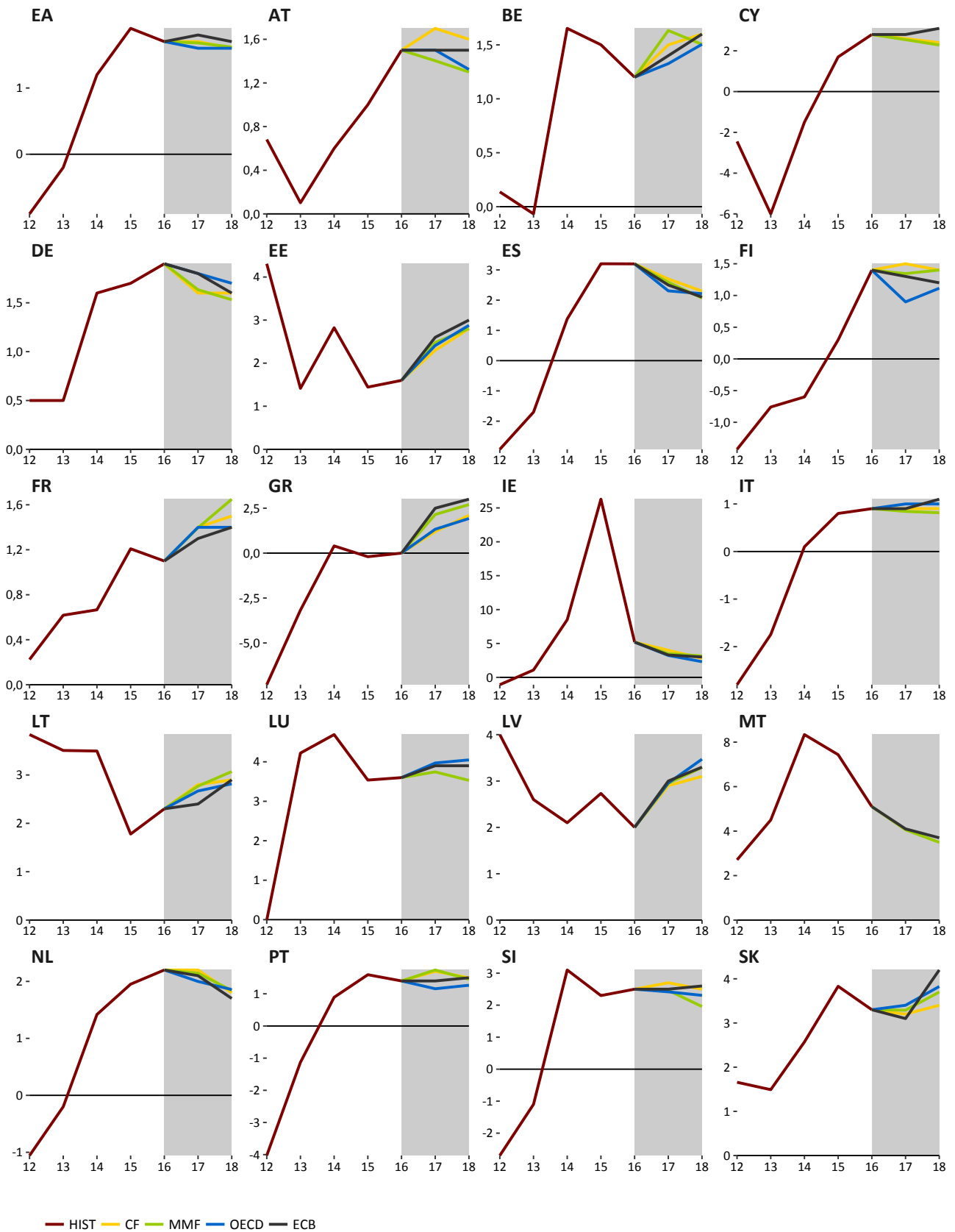
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2017

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/5	+0,1	2017/4	0	2017/3	+0,1	2017/3
		2017/4				2017/1		
DE	+0,1	2017/5	+0,1	2017/4	+0,1	2017/3	+0,2	2016/12
				2017/4				2017/1
US	-0,1	2017/5	+0,0	2017/4	+0,1	2017/3	0	2017/3
				2017/4				2017/1
UK	0	2017/5	+0,5	2017/4	+0,4	2017/3	-0,1	2017/5
				2017/4				2017/1
JP	+0,1	2017/5	+0,4	2017/4	+0,2	2017/3	+0,1	2017/4
				2017/4				2017/1
CN	+0,1	2017/5	+0,1	2017/4	+0,1	2017/3	+0,2	2017/4
				2017/4				2017/1
IN	0	2017/5	-0,0	2017/4	-0,3	2017/3	0	2017/5
				2017/4				2017/1
RU	0	2017/4	+0,3	2017/4	+0,3	2016/11	+0,9	2017/4
				2017/3				2017/1
BR	+0,1	2017/4	-0,0	2017/4	0	2017/3	0	2017/4
				2017/3				2017/1

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2017

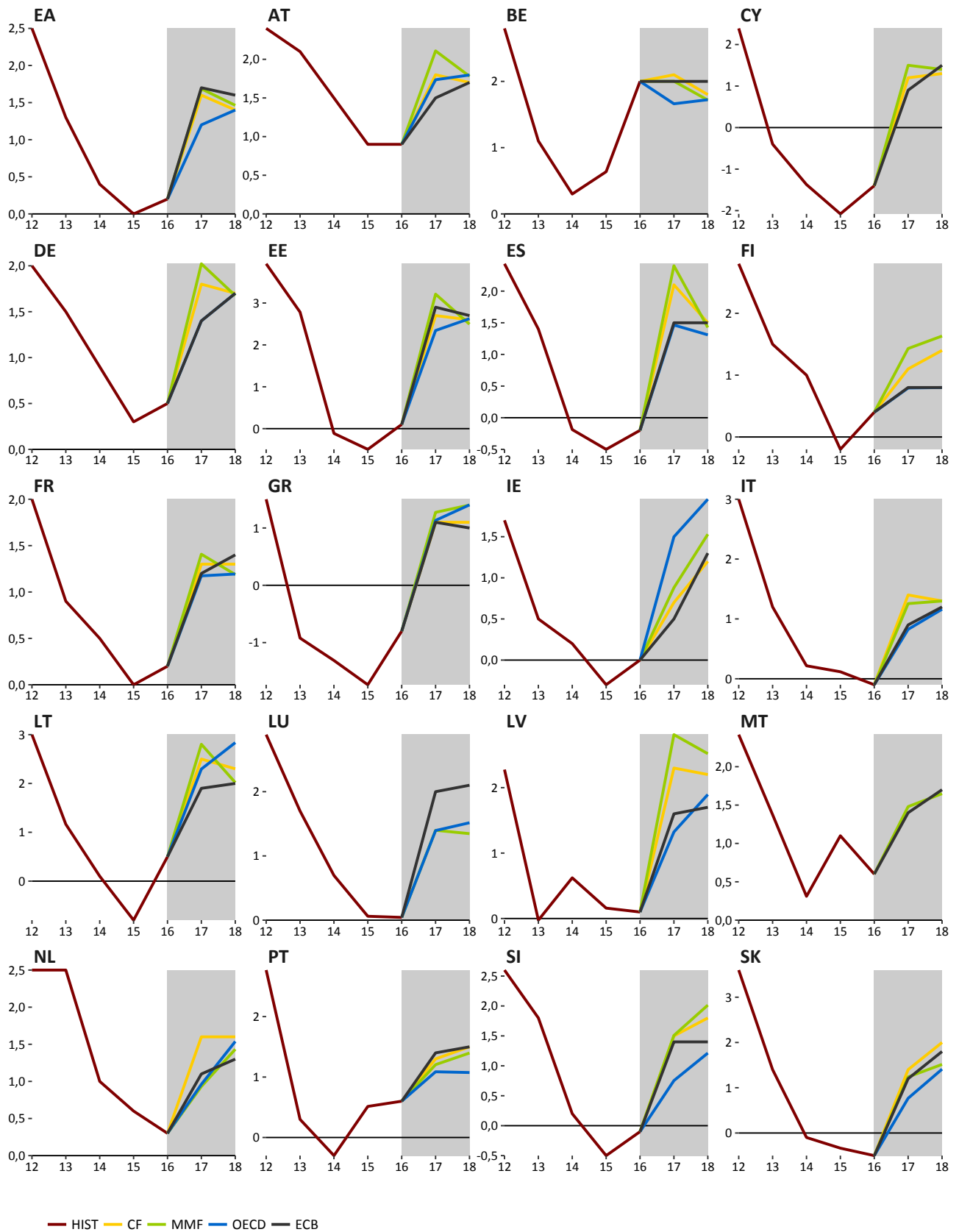
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2017/5	+0,6	2017/4	0	2016/11	+0,4	2017/3
		2017/4				2016/10		
DE	0	2017/5	+0,5	2017/4	-0,1	2016/11	-0,1	2016/12
				2017/4				2016/10
US	-0,1	2017/5	+0,4	2017/4	-0,1	2016/11	0	2017/3
				2017/4				2016/10
UK	0	2017/5	-0,0	2017/4	+0,8	2016/11	+0,1	2017/5
				2017/4				2016/10
JP	0	2017/5	+0,5	2017/4	-1,8	2016/11	-0,1	2017/4
				2017/4				2016/10
CN	-0,2	2017/5	+0,1	2017/4	-0,8	2016/11	-0,1	2017/4
				2017/4				2016/10
IN	0	2017/5	-0,4	2017/4	+0,6	2016/11	-0,1	2017/5
				2017/4				2016/10
RU	-0,2	2017/4	-0,5	2017/4	+0,6	2016/11	-0,4	2017/4
				2017/3				2016/10
BR	-0,1	2017/4	-1,0	2017/4	+0,3	2016/11	0	2017/4
				2017/3				2016/10

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	HDP	hrubý domácí produkt
b	barel	ICE	Intercontinental Exchange
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IE	Irsko
BE	Belgie	IEA	International Energy Agency
BoE	Bank of England	IN	Indie
BoJ	Bank of Japan	INR	indická rupie
BR	Brazílie	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	ISM	Institute for Supply Management
BRL	brazílský real	IT	Itálie
CB	centrální banka	JP	Japonsko
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index	JPY	japonský jen
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	centrální banka Ruska	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský renminbi	LV	Lotyšsko
CXN	Caixin	MKT	Markit
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
DBB	Deutsche Bundesbank	NKI	Nikkei
DE	Německo	NL	Nizozemsko
EA	eurozóna	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ECB	Evropská centrální banka	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator	p. b.	procentní bod
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EE	Estonsko	PT	Portugalsko
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	QE	kvantitativní uvolňování
EIU	Economist Intelligence Unit	RU	Rusko
ES	Španělsko	RUB	ruský rubl
EU	Evropská unie	SI	Slovinsko
EUR	euro	SK	Slovensko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	UK	Spojené království
FI	Finsko	UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FOMC	Federální komise pro volný trh	US	Spojené státy americké
FR	Francie	USD	americký dolar
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
GBP	britská libra	WEO	World Economic Outlook
GR	Řecko	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
		ZEW-ES	ZEW Economic Sentiment

