

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – ÚNOR

Sekce měnová a statistiky
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2012

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

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

Editor: Oxana Babecká

Garant: Luboš Komárek

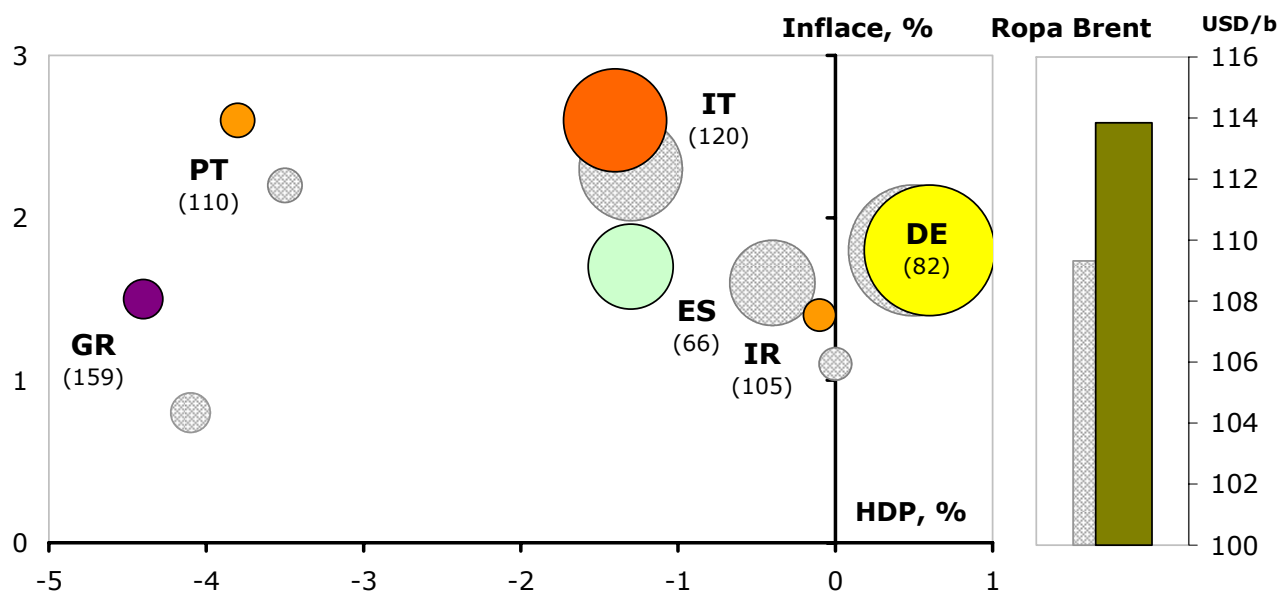
Únorové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje vybraných teritorií optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové indikátory, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na analýzu vývoje dluhopisového trhu eurozóny v průběhu probíhající dluhové krize.

Nejnovější výhledy pro rozvinuté země potvrzují, že rok 2012 bude oproti roku minulému rokem nižší ekonomické výkonnosti. Vyjímkou by měl být hospodářský vývoj Spojených států, které pozvolna zvyšují svoji ekonomickou kondici. Pro země eurozóny nelze stále vyloučit hrozbu příchodu obnovené recese. Německá ekonomika je jedinou z velkých zemí eurozóny, která vykazuje byť mírný hospodářský růst a tím naplňuje roli ekonomické lokomotivy eurozóny. Epicentrem problémů v Evropě zůstává vleklé řešení problémů předluženého a nesolvetního Řecka a dalších zemí jižního křídla eurozóny (Portugalska, Španělska a Itálie). Jak ilustruje níže uvedený obrázek, situace problémových zemí jižního křídla eurozóny je nezáviděhodná, neboť při očekávaném významném hospodářském poklesu pro letošní rok – jehož odhady se navíc zvyšují – nelze očekávat zlepšení jejich dlužnické pozice. Zejména situace Řecka a Portugalska je alarmující.

Hospodářský vývoj rozvíjejících se ekonomik, zejména skupiny zemí BRIC (Brazílie, Ruska, Indie a Číny) ukazuje na dosahování robustního růstu jejich hospodářství při akceptovatelné míře inflace (výjma výhledů inflace pro Indii). Dobrou zprávou pro světovou ekonomiku je, že země skupiny BRIC nejsou tak svázány zadlužením (vyjma Brazílie), což ulehčuje provádění jejich hospodářské politiky a nepůsobí jako bariéra růstu.

Světová ekonomika bude v roce 2012 vystavena stále vysokým cenám ropy a jejich mírně rostoucímu výhledu, které by při sílícím dolaru ještě zvýšily růst inflačního rizika mnoha zemí. Ceny potravinářských a průmyslových komodit by měly být na konci roku 2012 oproti současnosti mírně vyšší. V roce 2012 se již neočekává další snížení sazeb ECB; v případě USA lze očekávat neměnnost sazeb i za horizontem letošního roku.

Výhled ekonomického vývoje vybraných zemí v roce 2012



Státní dluh (% HDP)

60-70 ≤80 ≤90 ≤100 ≤110 ≤120 ≤130 ... ≤160

výhled XII-2012

Poznámka: DE – Německo, GR – Řecko, IE – Irsko, IT – Itálie, PT – Portugalsko, ES – Španělsko. Velikost jednotlivých bodů znázorňuje velikost země / regionu podle nominálního HDP. Barva bodů je přiřazena podle významnosti podílu státního dluhu na HDP v 3Q2011 (viz čísla v závorkách). Šedá barva vyznačuje předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 17. února 2012]

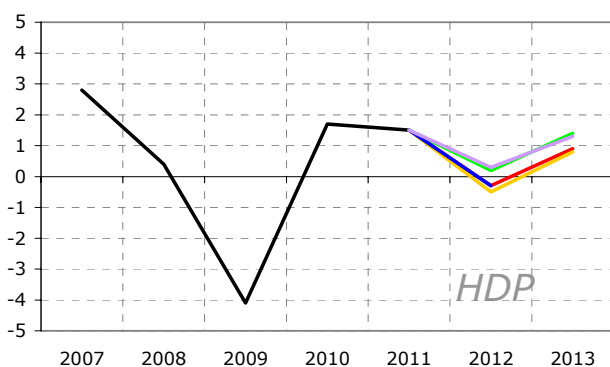
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg, Consensus Economics a Eurostat.

II.1 HDP

Ačkoliv průzkumy naznačují určitou stabilizaci ekonomiky eurozóny, makroekonomické údaje svědčí o pokračujícím zpomalování. **V roce 2012** poklesne ekonomická aktivita eurozóny o 0,3 až 0,5 %. Dle lednového *World Economic Outlook* bude vývoj v regionu negativně ovlivněn růstem výnosů státních dluhopisů některých zemí, fiskální nestabilitou a dodatečnou fiskální konsolidací. Negativní dopad na reálnou ekonomiku bude rovněž mít proces deleveragingu bank. Podle únorového CF zůstane Německo jedinou velkou ekonomikou regionu vykazující pomalý, avšak kladný růst. Podle nových prognóz CF, EK a MMF dosáhne ekonomický růst Německa celkem 0,3 – 0,6 %. Výhled růstu Spojených států (CF, MMF a Fed) je poněkud příznivější (1,8 – 2,5 %), podpořený makroekonomickými daty, zejména optimističtějšími údaji z trhu práce. Zhoršení výhledů vnějšího prostředí negativně ovlivní nejen vyspělé, ale také rostoucí ekonomiky. Ekonomický růst Číny dle nových CF a MMF nepřesáhne 8,2 – 8,4 %. **V roce 2013** se očekává postupné oživení ekonomické aktivity. Růst HDP eurozóny se posune do kladných hodnot, ale nepřesáhne 1 %; 1,5% růst je očekáván v Německu. Růst HDP Spojených států a Číny se zrychlí o necelých 0,5 p.b.

EUROZÓNA

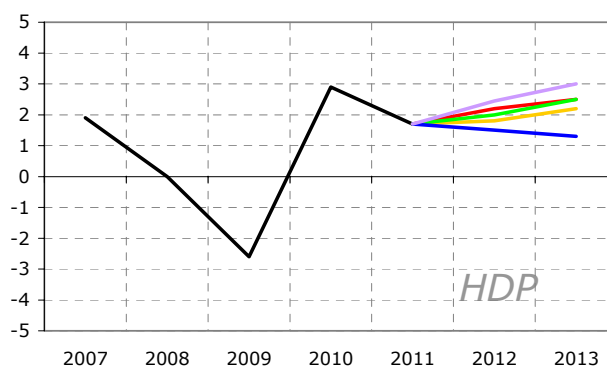
— HIST — CF, 2/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 2/12 — ECB, 12/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	1,5					
2012		-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,3
2013		0,9	0,8	1,4		1,3

USA

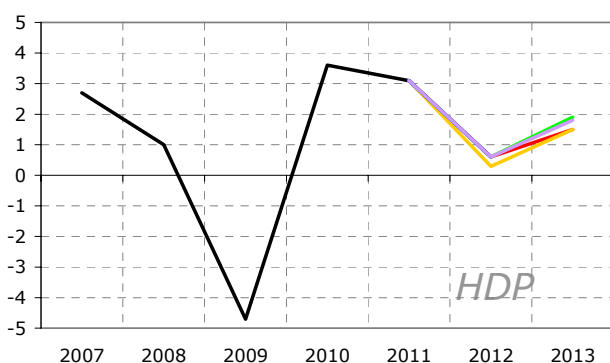
— HIST — CF, 2/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — Fed, 1/12



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

NĚMECKO

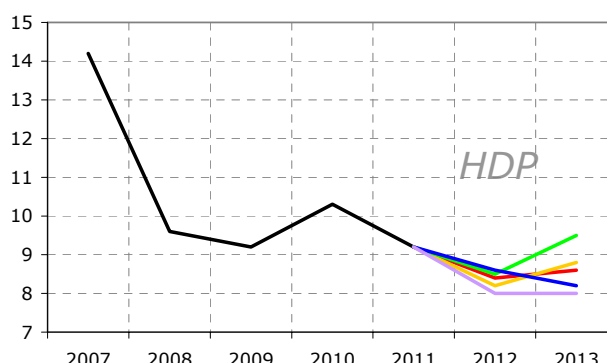
— HIST — CF, 2/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 2/12 — DBB, 12/11



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

ČÍNA

— HIST — CF, 2/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — BOFIT, 9/11



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

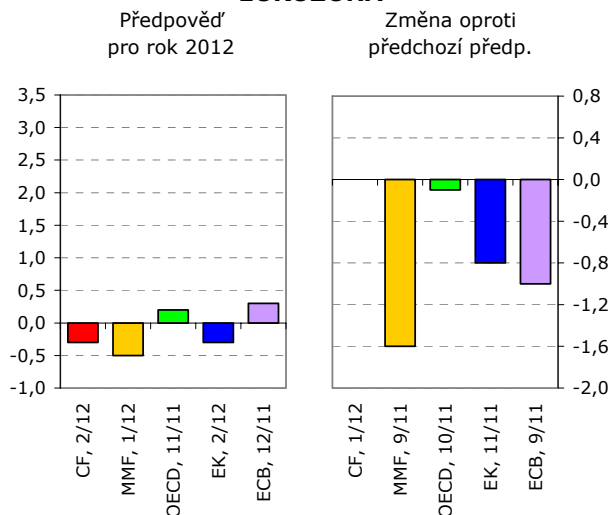
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 23. února 2012]

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

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

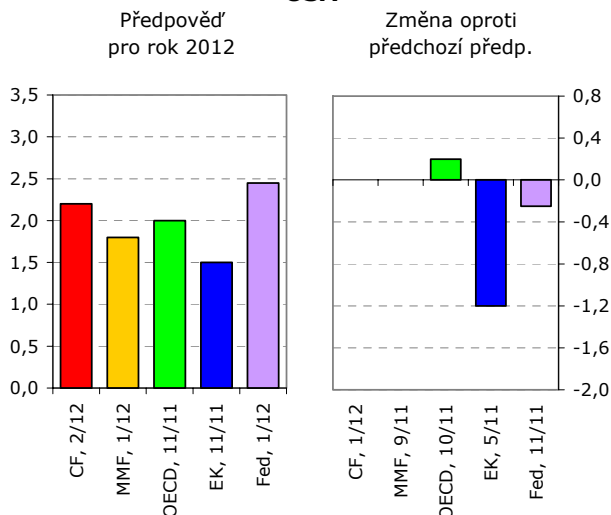
Přestože agregátní výhled růstu HDP eurozóny v roce 2012 byl únorovým CF ponechán beze změny, prognózy pro jednotlivé země, tj. prognózy vytvořené na základě informací poskytnutých pouze domácími institucemi, ukazují na propad ekonomické aktivity - ve srovnání s lednovým CF v průměru o 0,13 p.b. (podle výpočtů ČNB pro 11 zemí představujících 98 % HDP měnové unie). Výhled HDP Německa byl únorovým CF přehodnocen o 0,1 p.b. směrem k vyššímu růstu; EK svůj výhled zhoršila. Lednová prognóza MMF zhoršila výhled růstu HDP všech sledovaných ekonomik s výjimkou Spojených států, kde výhled zůstal na úrovni podzimní prognózy. Nový čtvrtletní výhled Fedu je ve srovnání s předchozí hodnotou o 0,3 p.b. nižší, avšak zůstává na horní hranici výhledů pro USA, které jsou sledovány v GEVU.

EUROZÓNA



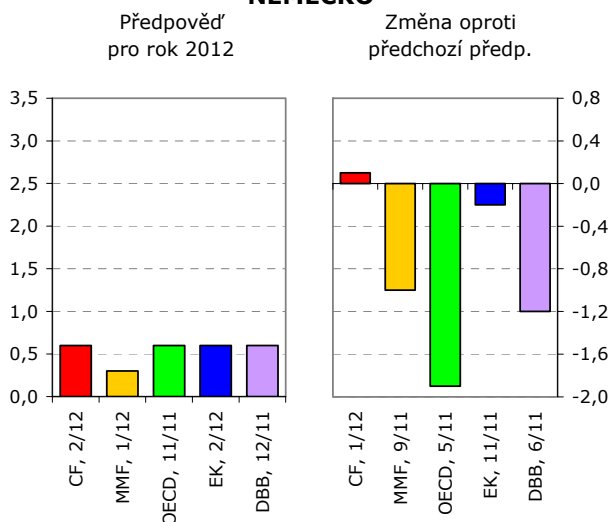
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,5	-0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,3
Změna		0,0	-1,6	-0,1	-0,8	-1,0

USA



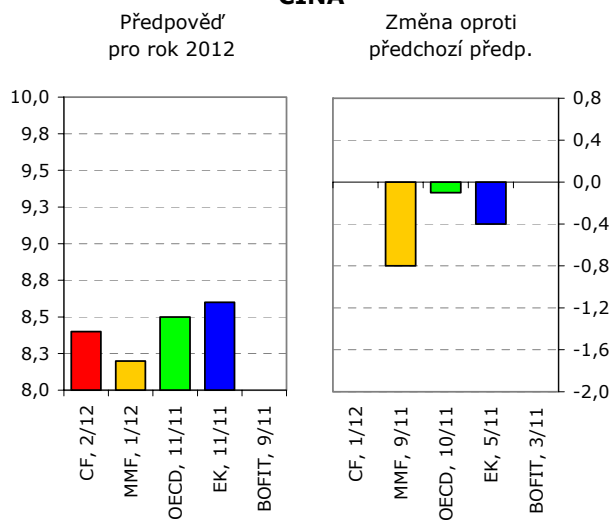
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	1,7	2,2	1,8	2,0	1,5	2,5
Změna		0,0	0,0	0,2	-1,2	-0,3

NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	3,1	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6
Změna		0,1	-1,0	-1,9	-0,2	-1,2

ČÍNA



	2011	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
Předpověď	9,2	8,4	8,2	8,5	8,6	8,0
Změna		0,0	-0,8	-0,1	-0,4	0,0

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

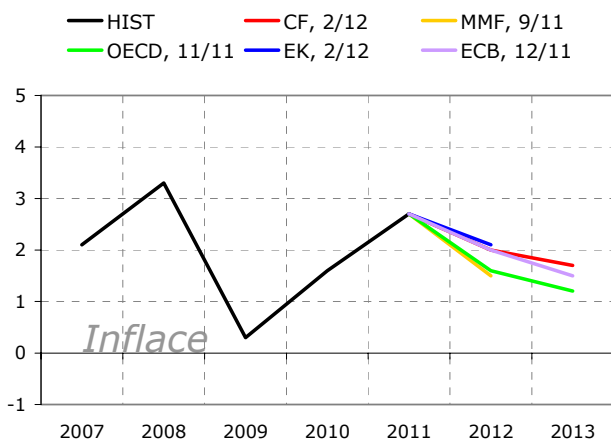
[Uzávěrka dat: 23. února 2012]

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

II.3 Inflace

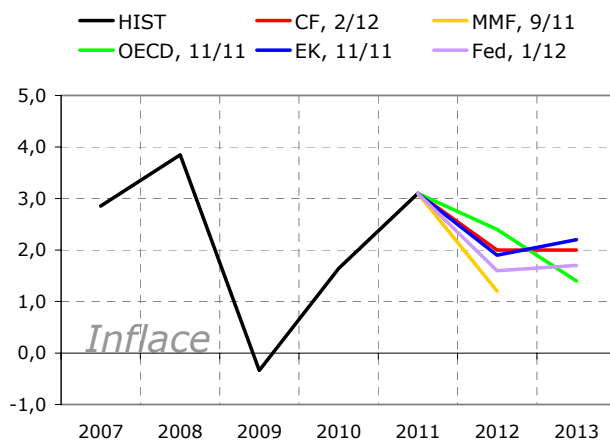
Výhled inflace i nadále zůstává ve stínu zpráv o recesi a dluhové krizi eurozóny. Globální ekonomické zpomalení se promítá do tempa růstu cen, které se snižuje ve všech sledovaných ekonomikách. Dle nových výhledů CF, EK (pro eurozónu a Německo) a Fedu (pro USA) **letos** zaznamenají 1,6% až 2,1% růst cen Německo, eurozóna a Spojené státy. Růst cen v Číně dosáhne 3,3 % (CF). **Příští rok** zůstane inflace ve vyspělých ekonomikách v obdobném rozmezí a inflace v Číně vzroste na 3,7 %.

EUROZÓNA



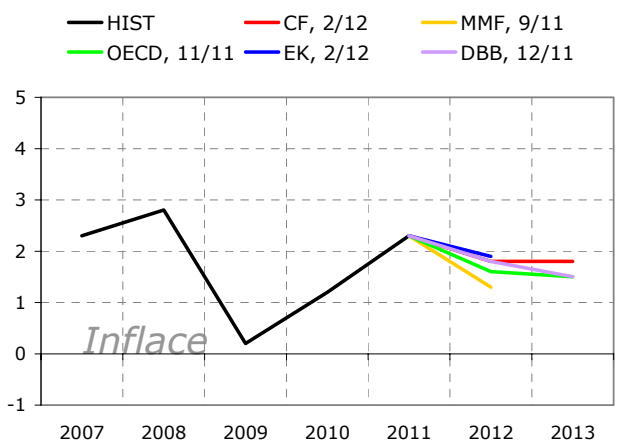
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	2,7					
2012		2,0	1,5	1,6	2,1	2,0
2013		1,7		1,2		1,5

USA



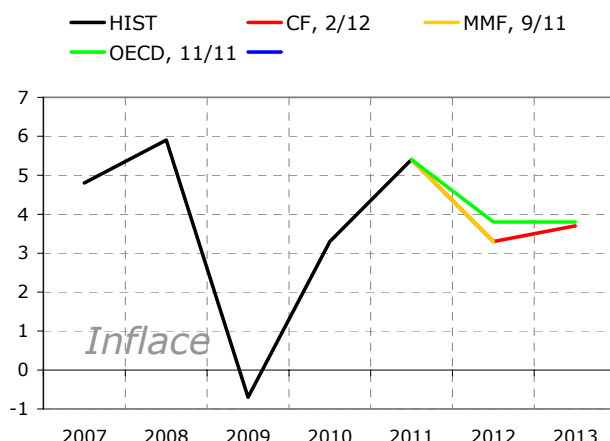
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	3,1					
2012		2,0	1,2	2,4	1,9	1,6
2013		2,0		1,4	2,2	1,7

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	2,3					
2012		1,8	1,3	1,6	1,9	1,8
2013		1,8		1,5		1,5

ČÍNA



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

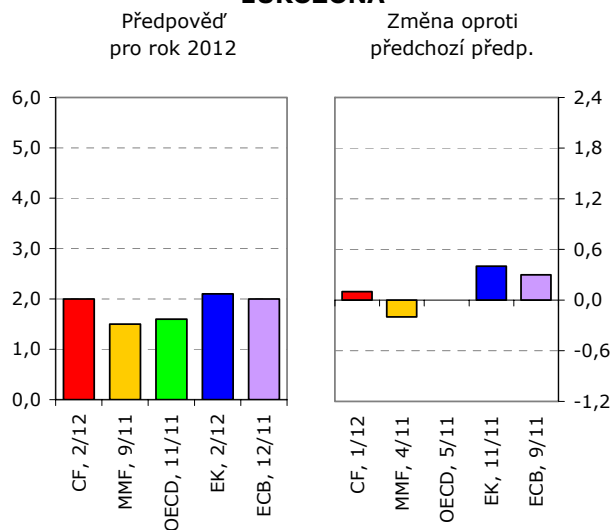
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 23. února 2012]

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

II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi

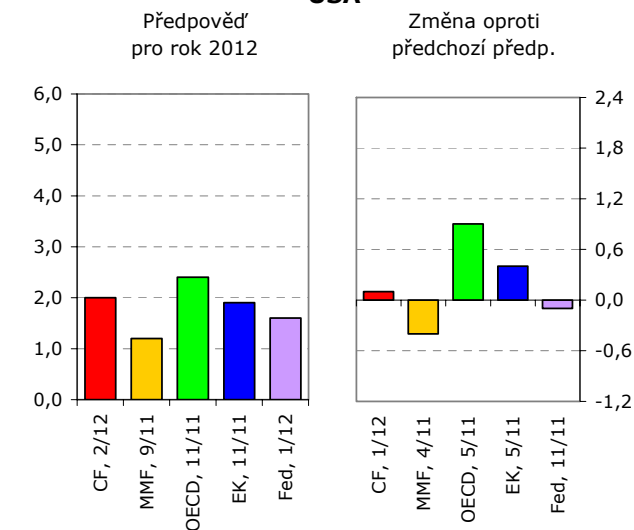
Nové výhledy CF, Fedu a MMF přinášejí nepatrné revize inflace ve všech sledovaných vyspělých ekonomikách. **Letošní** výhled růstu cen v Číně zkorigoval únorový CF o 0,2 p.b. směrem dolů. Lednový MMF naopak očekává o 0,8 p.b. vyšší inflaci ve srovnání se svým zářijovým výhledem, který byl podstatně nižší oproti výhledu CF ze stejného období.

EUROZÓNA



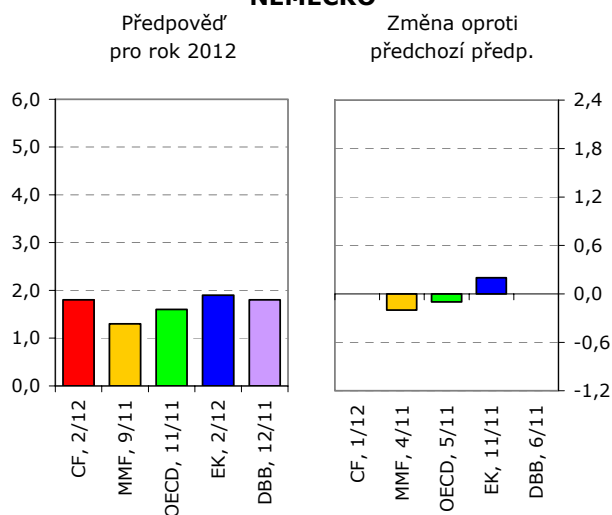
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	2	1,5	1,6	2,1	2
Změna		0,1	-0,2	0,0	0,4	0,3

USA



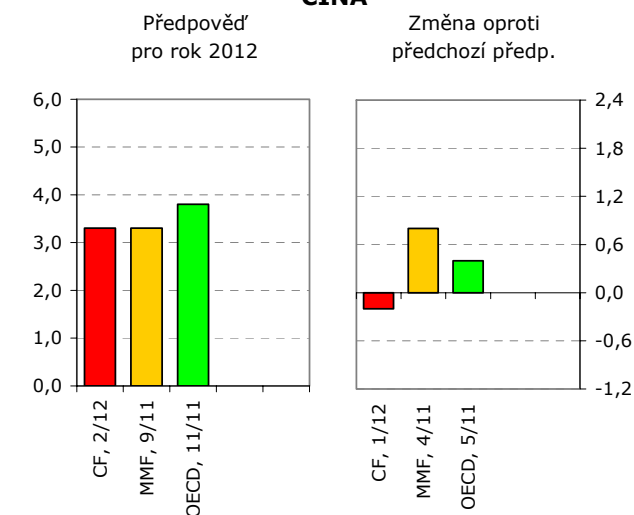
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,1	2,0	1,2	2,4	1,9	1,6
Změna		0,1	-0,4	0,9	0,4	-0,1

NĚMECKO



	2011	CF	MMF	OECD	EK	DBB
Předpověď	2,3	1,8	1,3	1,6	1,9	1,8
Změna		0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,0

ČÍNA



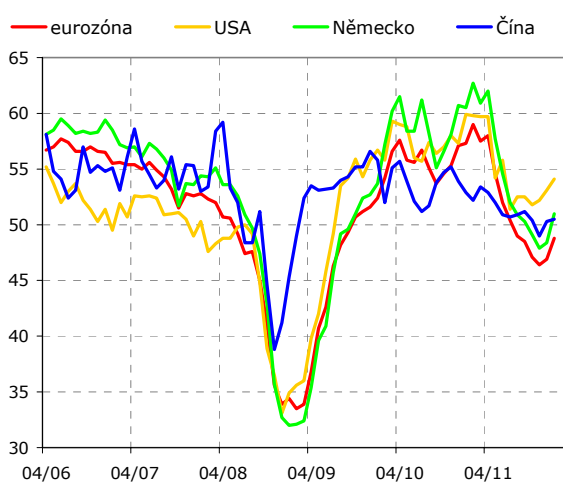
	2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	3,3	3,3	3,8
Změna		-0,2	0,8	0,4

Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 23. února 2012]

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

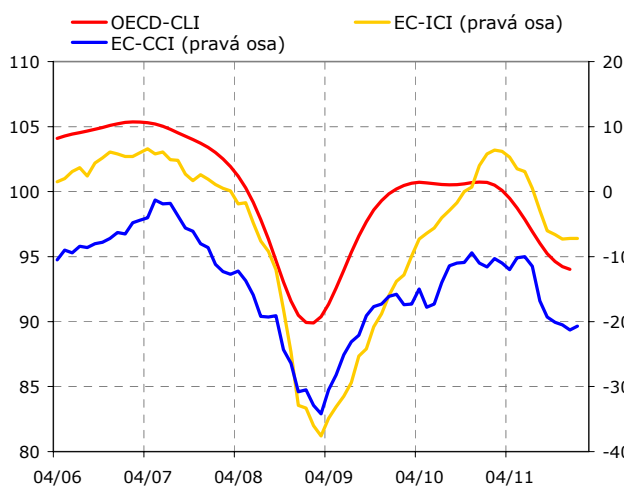
Globální výhled pro průmyslovou výrobu v první polovině letošního roku je příznivý, PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se ve všech sledovaných zemích a regionech zvýšil. Očekávání v ostatních odvětvích jsou smíšená. Výhled pro USA je vesměs příznivý. Důvěra spotřebitelů se sice po několika měsících zlepšování zhoršila, ale PMI v průmyslu se dále značně zvýšil nad 50% hranici a kompozitní ukazatele pokračovaly v růstu. Výhled pro eurozónu je poněkud horší. PMI zůstává přes své zvýšení pod úrovní 50 %, kompozitní ukazatele stagnují a pouze důvěra spotřebitelů se mírně zlepšila. Od situace v celé eurozóně se jasně odlišuje výhled pro německou ekonomiku. Vedle PMI, který se po čtyřech měsících vrátil nad 50% hladinu, se zlepšila také očekávání podnikatelů i spotřebitelů.

PMI V PRŮMYSLU



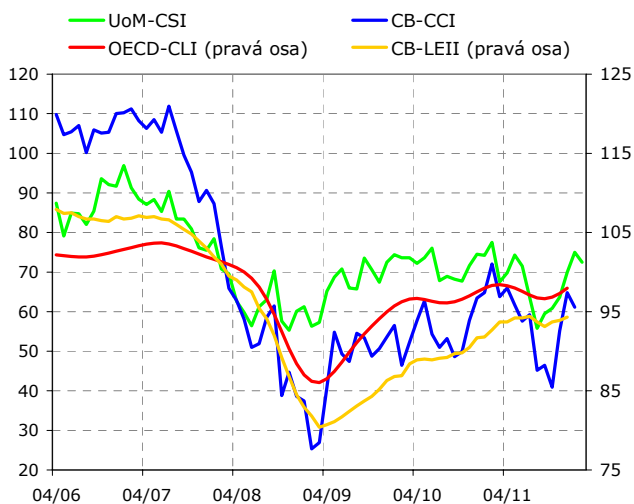
	EA	US	DE	CN
11/11	46,4	52,2	47,9	49,0
12/11	46,9	53,1	48,4	50,3
1/12	48,8	54,1	51,0	50,5

EUROZÓNA



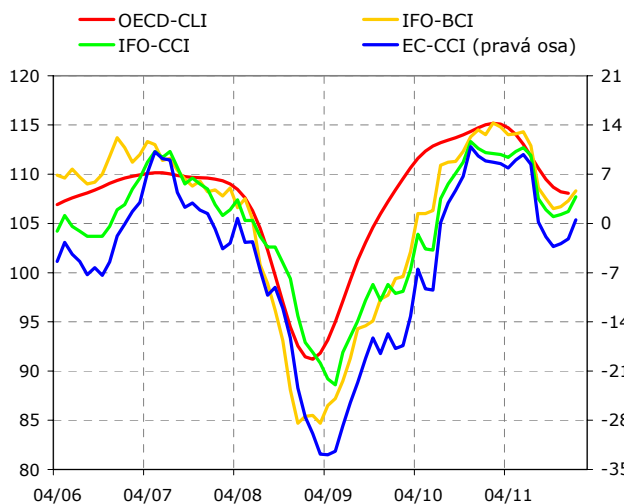
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
11/11	94,2	-7,3	-20,5
12/11	94,0	-7,2	-21,3
1/12		-7,2	-20,7

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
11/11	97,3	93,9	63,7	55,2
12/11	98,0	94,3	69,9	64,8
1/12			75,0	61,1

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
11/11	108,2	106,7	105,9	-2,9
12/11	108,1	107,3	106,2	-2,2
1/12		108,3	107,7	0,5

Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 16. února 2012]

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

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

V důsledku likvidity, kterou v prosinci 2011 ECB poskytla bankám v neomezeném množství pomocí tříletých refinančních operací (LTRO), klesaly i v uplynulém měsíci sazby mezibankovního trhu EURIBOR 3M i 1R poněkud rychleji, než vyplývalo z naší předchozí předpovědi. Aktuální předpověď na základě implikovaných sazeb se tak na obou horizontech splatnosti posunula nepatrně (do 0,1 p.b.) níže.

ECB na svém zasedání 9. února ponechala svou hlavní refinanční sazbu beze změny na hodnotě 1 %. Příliš se nezměnilo ani hodnocení stavu ekonomiky. ECB očekává stabilizaci ekonomické aktivity v eurozóně na nízké úrovni s případnými riziky směrem dolů. Inflace by měla ještě několik měsíců zůstat zvýšená a poté poklesnout pod 2 %.

Rizikové prémie na mezibankovním trhu od počátku roku strmě klesají, což potvrzuje účinnost měnové politiky ECB a jejích LTRO. Analytici CF proto značně změnili názor a očekávají, že ECB již letos nebude uvolňovat měnovou politiku dalším snižováním sazeb.

Průměrný výnos německého desetiletého vládního dluhopisu se od listopadu 2011 udržuje těsně pod hranicí 2 %, analytici CF ponechali jeho mírně rostoucí výhled beze změny.

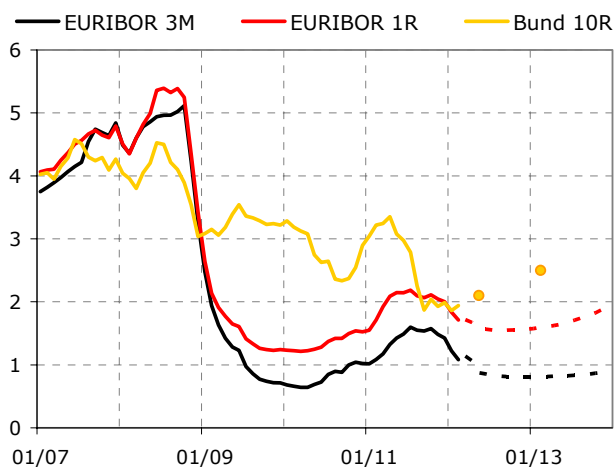
IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Růst tříměsíční i jednoleté dolarové sazby LIBOR, který jsme mohli pozorovat ve druhé polovině roku 2011, se podle očekávání na počátku letošního roku zastavil. Trajektorie implikovaných budoucích sazeb LIBOR 3M i 1Y se od minulého měsíce prakticky nezměnila. Tříměsíční sazba by tak měla stagnovat ještě po většinu roku 2013, jednoletá by měla začít pozvolna růst zhruba od poloviny letošního roku.

I po lednovém zasedání FOMC zůstává postoj měnové politiky Fedu beze změny. Utlumená inflace by měla umožnit zachování současné úrovně základní měnověpolitické sazby 0-0,25 % ještě i po větší část roku 2014.

I v USA se průměrný měsíční výnos desetiletého vládního dluhopisu od listopadu pohybuje bez znatelného trendu těsně pod hranicí 2 % a CF02 po předchozím zvýšení posunul jeho očekávaný růst zpět směrem dolů (v horizontu jednoho roku z 2,8 % na 2,6 %).

EUROZÓNA

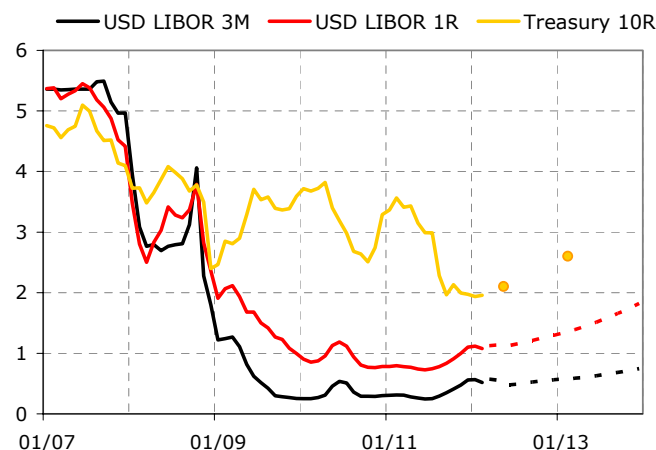


	01/12	02/12	06/12	12/12	06/13	12/13
EURIBOR 3M	1,22	1,08	0,86	0,82	0,83	0,90
EURIBOR 1R	1,84	1,71	1,57	1,57	1,68	1,93
	01/12	02/12	05/12	02/13		
Bund 10R	1,86	1,94	2,10	2,50		

Poznámka: Předpověď sazeb EURIBOR je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď výnosu německého vládního dluhopisu (Bund 10R) je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 13. února 2012]

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

USA



	01/12	02/12	06/12	12/12	06/13	12/13
USD LIBOR 3M	0,57	0,52	0,48	0,56	0,63	0,75
USD LIBOR 1R	1,12	1,08	1,13	1,29	1,51	1,82
	01/12	02/12	05/12	02/13		
Treasury 10R	1,94	1,96	2,10	2,60		

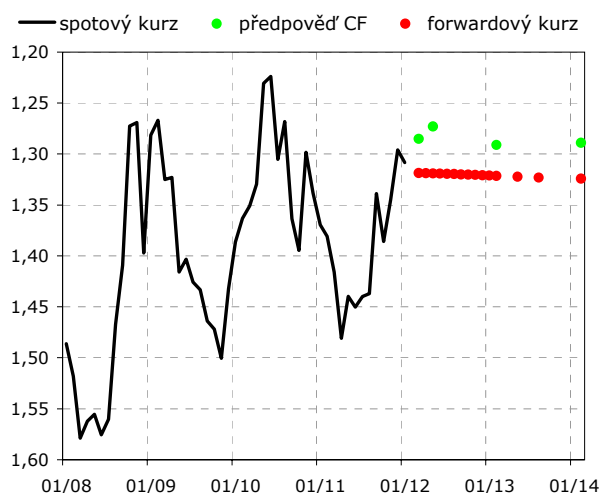
Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled.

[Uzávěrka dat: 13. února 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

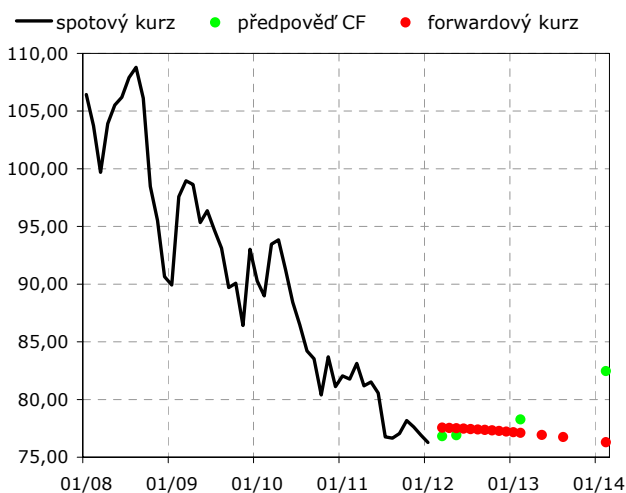
Zájem o americký dolar se v polovině ledna snížil s tím, jak poklesla averze k riziku a nová data z hlavních ekonomik byla méně pesimistická, než se očekávalo. Sada opatření ECB nejen podpořila likviditu komerčních bank, ale také snížila napětí na dluhopisových trzích (viz „Zaostřeno na ...“). Složitou situaci eurozóny však zhoršuje stále nedořešená restrukturalizace dluhu Řecka, což vedlo k dalšímu oslabení eura vůči dolaru na konci ledna. I nová předpověď se posouvá směrem k slabším hodnotám eura, které by v dvouletém horizontu mělo zůstat nad hranicí 1,3 USD/EUR. Snížení averze k riziku se podepsalo také na japonském jenu a švýcarském franku. Obě měny by v horizontu dvou let měly oslabit vůči americkému dolaru o více než 7 %. Zhoršené ekonomické vyhlídky Velké Británie vedly agenturu Moody's k varování ohledně snížení ratingu a také nový CF posunul předpověď směrem ke slabším hodnotám britské libry vůči dolaru. Britská centrální banka se, nejen z obavy z nákazy z eurozóny, snaží podpořit domácí ekonomiku další likviditou.

USD/EUR



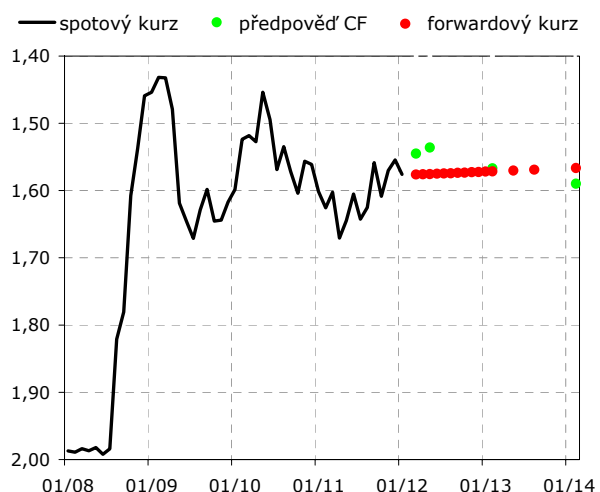
	13/2/12	03/12	05/12	02/13	02/14
spotový kurz	1,319				
předpověď CF		1,285	1,273	1,291	1,289
forwardový kurz		1,319	1,319	1,321	1,324

JPY/USD



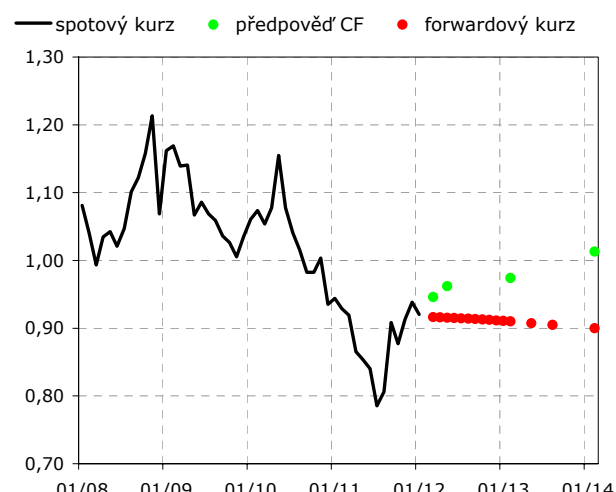
	13/2/12	03/12	05/12	02/13	02/14
spotový kurz	77,57				
předpověď CF		76,81	76,91	78,27	82,46
forwardový kurz		77,55	77,50	77,10	76,28

USD/GBP



	13/2/12	03/12	05/12	02/13	02/14
spotový kurz	1,577				
předpověď CF		1,545	1,536	1,567	1,590
forwardový kurz		1,576	1,576	1,572	1,566

CHF/USD



	13/2/12	03/12	05/12	02/13	02/14
spotový kurz	0,908				
předpověď CF		0,946	0,962	0,974	1,013
forwardový kurz		0,916	0,915	0,910	0,900

Poznámka: Růst měnového páru představuje posílení amerického dolaru. Data jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnosti zajištění budoucího kurzu.

[Uzávěrka dat: 16. února 2012]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

Příznivá data z americké ekonomiky, napětí kolem Íránu a oslabující kurz amerického dolaru udržovaly cenu ropy Brent během ledna v horní části pásma 100-115 USD/b, které cena prakticky neopustila již od srpna 2011. V první polovině února došlo k dalšímu růstu až těsně pod hranici 120 USD/b, kde byla cena naposled v červenci 2011. Trh tak reagoval nejprve na lepší než očekávaná data z amerického trhu práce a cenu podpořily i nezvykle silné mrazy v Evropě. K dalšímu růstu pak došlo po oznámení vysokého lednového dovozu ropy do Číny. Spíše příznivý průběh schvalování úsporných opatření v Recku částečně tlumil obavy z evropské finanční krize a obchodníci tak ignorovali další mírné snížení očekávané letošní spotřeby ropy jak ze strany IEA, tak kartelem OPEC. V důsledku aktuálně vysokých cen se posunula opět výrazně vzhůru i předpověď na základě futures kontraktů, zejména však na krátkém konci. V horizontu dvou let se tak očekává pokles ceny cca o 10 USD/b na úroveň 108 USD/b.

VI.2 Ostatní komodity

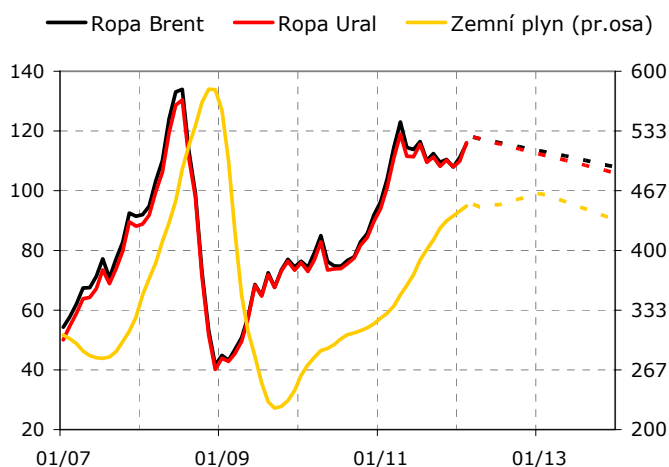
Zatímco předpověď průměrného měsíčního indexu potravinářských komodit se oproti minulému měsíci prakticky nezměnila, index cen průmyslových kovů po tříměsíční stagnaci začal v lednu rychle růst.

Z průmyslových kovů zaznamenala oproti prosincovému průměru v polovině února největší nárůst cena cínu (téměř o 30 %). Růst nad 10 % vykázaly ještě ceny niklu, platiny, mědi a uhlíkové oceli. Vzrostly však i ceny hliníku a zinku (cca o 8 %) a ve stejném rozsahu vzrostla i cena kaučuku. Výhled je však tradičně rostoucí pouze u hliníku, u ostatních kovů by měly ceny na základě futures kontraktů stagnovat.

Ceny u většiny potravinářských komodit vzrostly již ve druhé polovině prosince a v průběhu ledna a první poloviny února si dosažené úrovně navzdory volatilnímu vývoji udržely. Výrazně rostoucí je výhled jen u cen pšenice a hovězího masa.

Cena uhlí pokračovala v poklesu, který trvá již od září 2011, výhled ale zůstává nadále rostoucí. Stejně dlouhý pokles registrujeme i u cen elektřiny, ten se ale v lednu zastavil.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

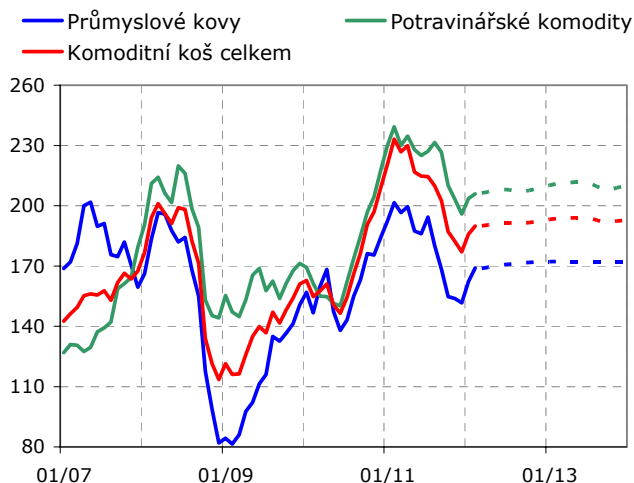


	02/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	115,8	116,5	113,8	111,2	108,2
Ropa Ural	116,1	116,2	112,9	109,6	106,2
Zemní plyn	449,6	451,1	462,2	451,6	435,3

Poznámka: Cena ropy Brent je v USD/barel (kotace ICE). Cena ruského zemního plynu na hranici s Německem je v USD/1000m³ (databáze MMF). Budoucí ceny plynu jsou odvozeny od cen ropy. Přerušovaná čára znamená výhled. [Uzávěrka dat: 13. února 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	02/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	169,1	170,5	172,0	172,1	172,0
Potravinářské komodity	205,8	208,2	209,3	211,8	209,7
Komoditní koš celkem	189,9	191,5	192,6	194,0	192,8

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

[Uzávěrka dat: 13. února 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

DLUHOPISOVÝ TRH EUROZÓNY BĚHEM DLUHOVÉ KRIZE¹

Finanční krize a rozpočtová nekázeň se negativně projevily na hospodaření některých vlád eurozóny, která přestala být vnímána jako homogenní celek. Dluhopisy Portugalska, Itálie, Irsko, Řecka a Španělska se tak dostaly do centra pozornosti. Po eskalaci dluhové krize Řecka v srpnu 2011 se projevilo i riziko nákazy, které se může dále prohloubit v prvním čtvrtletí 2012 s ohledem na splatnosti dluhopisů. Kroky ke stabilizaci finančních trhů ze strany Evropské centrální banky (ECB) jsou klíčové, ale roste riziko její finanční ztráty i poškození reputace.

Úvod

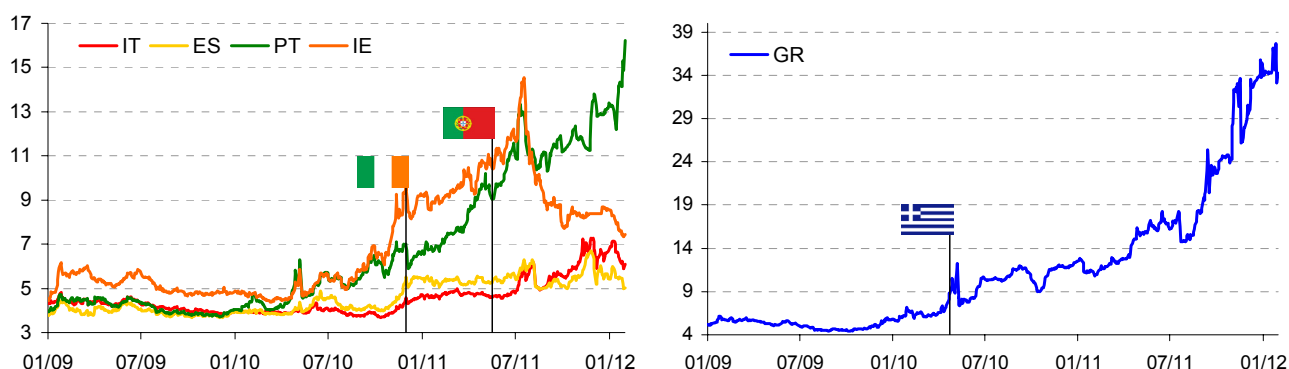
Článek je zaměřen na analýzu vývoje zadluženosti vybraných zemí eurozóny z pohledu dosahování stability finančního systému. Jejich problémy přerostly v nebezpečí systémové krize, které ale není zcela zažehnáno. V první řadě se jedná o přelévání nedůvěry mezi jednotlivými trhy. Navíc fungování dluhopisového trhu eurozóny je klíčové pro zajištěný peněžní trh; propad hodnoty dluhopisů vede k situaci nedostatku kvalitního zajištění (collateral crunch), kterému jsme se věnovali v minulém čísle.

1. Dluhová krize eurozóny

Před propuknutím finanční krize v roce 2008 převládalo přesvědčení, že dlouhodobé úrokové sazby jednotlivých zemí eurozóny budou postupně konvergovat s tím, jak poroste ekonomická sladěnost členských zemí. Konvergence dlouhodobých úrokových sazeb je také jedním z kritérií, které musí země před vstupem do EMU splňovat. Po vzniku eurozóny měly trhy důvěru v koncept jednotné měny a braly členské země jako víceméně homogenní skupinu (viz ČNB, 2011, kapitola D1). Nicméně na konci roku 2008 se projevila různá dopad finanční krize na ekonomiky eurozóny a ten spolu s rozpočtovou nekáznou způsobila, že rozdíly mezi výnosy národních dluhopisů začaly narůstat. Došlo k oddělení (decoupling) úrokových sazeb jádrových zemí eurozóny a zemí jižního křídla a Irsko (viz Obrázek VII-I). V případě Irsko byl důvodem vysoký deficit veřejných financí, který vznikl v souvislosti se záchranou domácích bank. U jižního křídla převládaly obavy o schopnost zemí vypořádat se s ekonomickou stagnací a tedy i obavy o jejich budoucí solventnost, především s ohledem na nízkou produktivitu a vysoké strukturální deficity.

Rostoucí náklady financování veřejných dluhů nakonec donutily Řecko, Irsko a Portugalsko požádat o pomoc Mezinárodní měnový fond (MMF) a Evropskou unii. V případě Irsko se důvěra v úspěšná opatření irské vlády projevila v poklesu výnosů v druhé polovině roku 2011; o návrat na dluhopisový trh a zastavení pomoci MMF se uvažuje již v roce 2013. Naopak opatření Řecka nebyla dostatečná a vývoj dluhu se jevil z dlouhodobého hlediska neudržitelný. Vzhledem k možnému rozšíření nákazy v rámci eurozóny bylo přistoupeno k restrukturalizaci řeckého dluhu, přičemž poskytnutí další pomoci bylo podmíněno dohodou se soukromými věřiteli. V listopadu 2011 prudce vzrostlo napětí také na dluhopisovém trhu Itálie, kdy se italské spready swapů úvěrového selhání (credit default swap, CDS) téměř ztrojnásobily oproti začátku roku 2011.

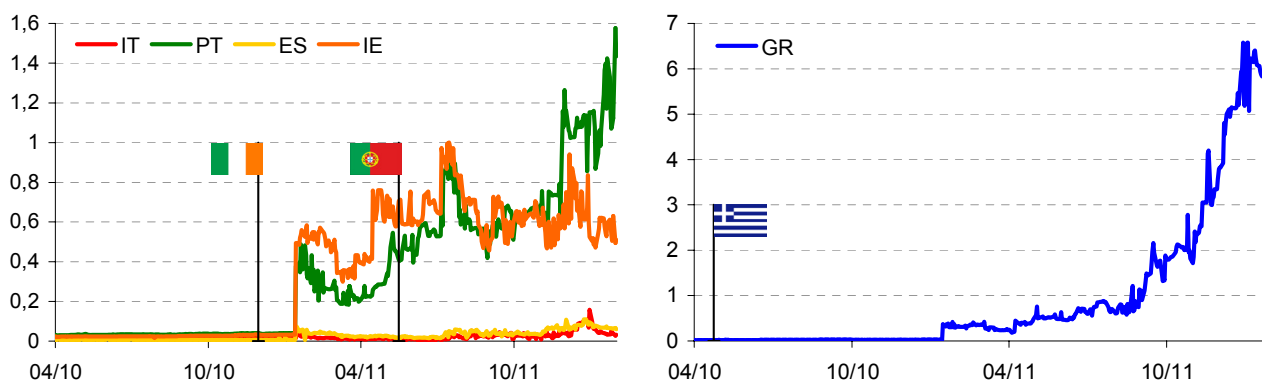
¹ Autory jsou Tomáš Adam (Tomas.Adam@cnb.cz) a Soňa Benecká (Sona.Benecka@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

Obrázek VII-1: Výnosy vybraných zemí eurozóny

Poznámka: denní výnosy desetiletých vládních dluhopisů, v procentech. Vlajčky označují datum, kdy byla Řecku, Irsku a Portugalsku poskytnuta finanční pomoc MMF a záchranných fondů EU. V obrázcích jsou použity následující zkratky: Řecko (GR), Irsko (IE), Itálie (IT), Portugalsko (PT), Španělsko (ES).

Zdroj: Datastream.

Prosincové dodání dlouhodobé likvidity a intervence ECB přinesly v lednu 2012 zklidnění na španělském a italském dluhopisovém trhu a v současnosti se výnosy dlouhodobých dluhopisů obou zemí pohybují pod hranicí 6 %. Málo likvidním však zůstává trh portugalských dluhopisů, což naznačuje rostoucí bid-ask spread (viz Obrázek VII-2).

Obrázek VII-2: Bid-ask spread výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů

Poznámka: bid-ask spread výnosů desetiletých (v případě Irsku pětiletých) vládních dluhopisů, v procentních bodech. Vlajčky označují datum, kdy byla Řecku, Irsku a Portugalsku poskytnuta finanční pomoc MMF a záchranných fondů EU.

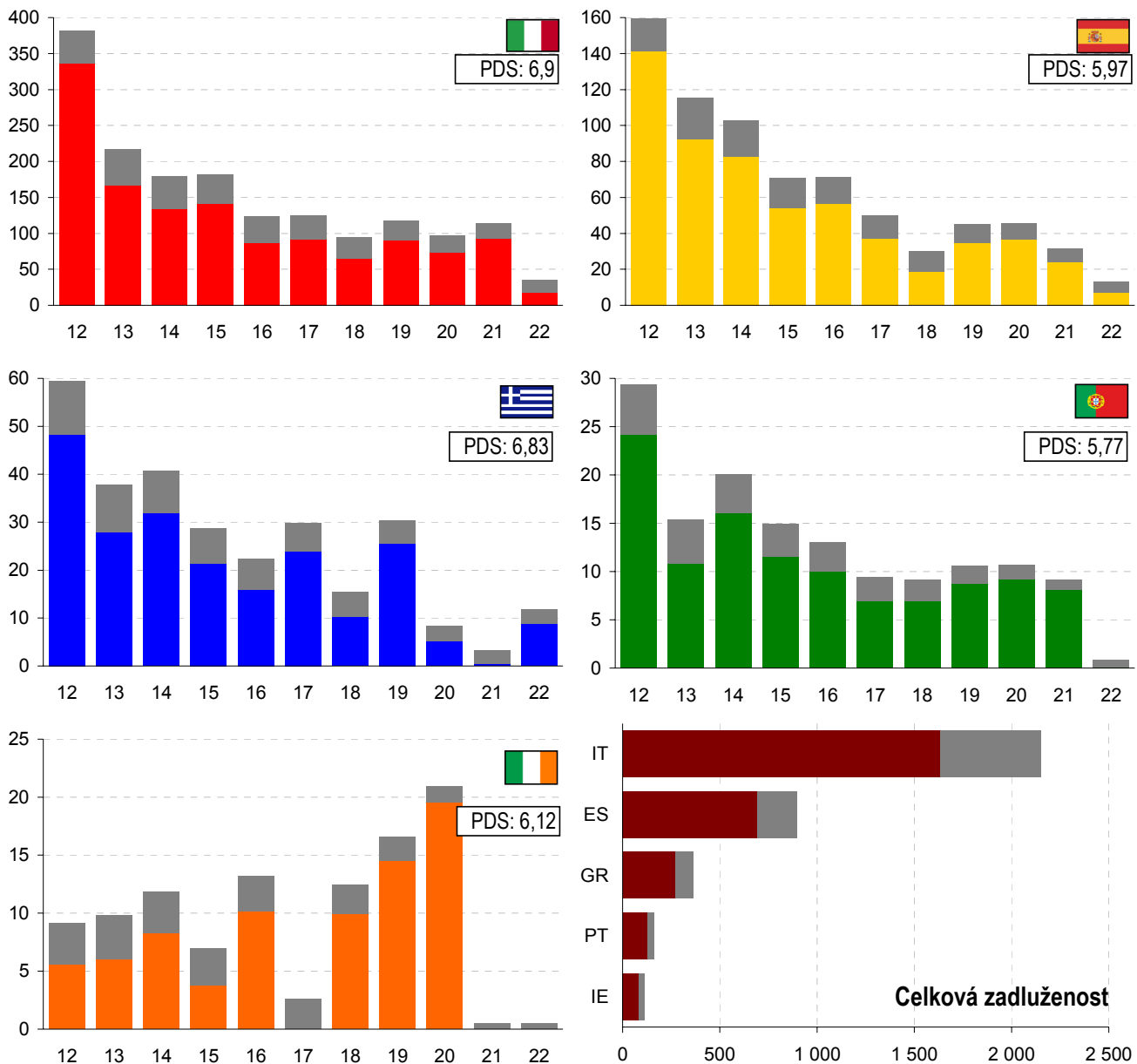
Zdroj: Bloomberg.

Dopad různých faktorů (např. likvidity na trhu či nákazy) na dluhopisové spready v době finanční krize se věnuje celá řada studií např. Barbosa a Costa (2010). De Santis (2012) ve své studii zahrnul i začátek dluhové krize v eurozóně. Z jeho analýzy vyplývá, že hlavními faktory vývoje v období mezi zářím 2008 a srpnem 2011 bylo kreditní riziko země a efekt nákazy řecké krize. Vliv agregátních faktorů, podstatný před rokem 2007, byl omezený a vliv likvidity jen velmi malý. Rozlišení mezi faktory je důležité v pohledu centrální banky, protože její zásahy mají smysl jen v případě rizika nákazy nebo v době nízké likvidity. Naopak kreditní riziko země lze změnit hlavně opatrnou rozpočtovou politikou. V případě měnové unie jsou dle De Grauwe (2011) obě politiky komplementární, jelikož zde dluhopisové trhy jsou křehké z titulu špatného ocenění aktiv a nebezpečí sebezaplňujících se likviditních krizí je větší.

2. Očekávaný vývoj zadlužení v roce 2012

Současnou situaci na dluhopisových trzích eurozóny lze označit jako napjatou. Pro další vývoj se sleduje očekávaný splátkový kalendář (viz Obrázek VII-3), protože kvůli omezeným možnostem hospodářského růstu² zemí bude nutné financovat splacení jistin a úroků vydáním nových dluhopisů. Jen v roce 2012 mají vybrané země eurozóny splatit na jistině dohromady 555,12 mld. EUR.

Obrázek VII-3: Splatnost obligací vybraných zemí eurozóny v letech 2012 – 2022



Poznámka: splatnost obligací. Barevné části sloupců označují jistinu, šedé dluhovou službu; v miliardách EUR. PDS = průměrná doba splatnosti dluhopisů v letech. Údaje k 1. únoru 2012.

Zdroj: Bloomberg.

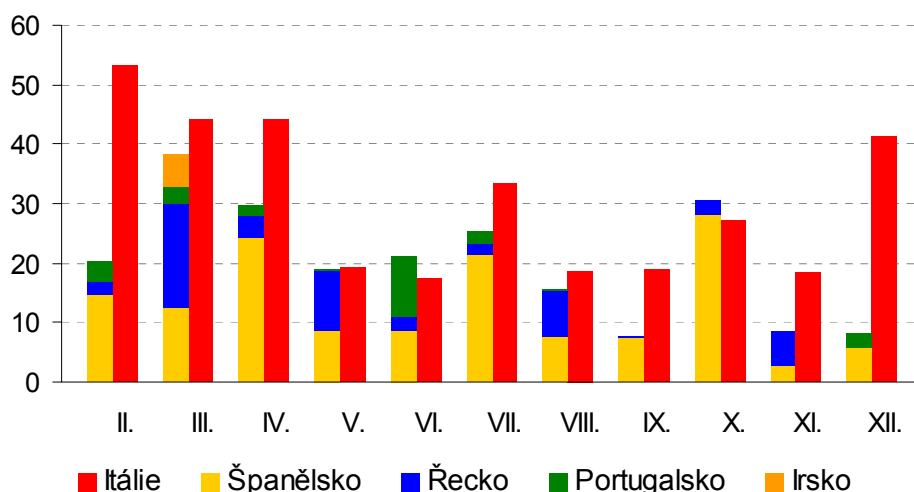
² Únorový CF počítá s poklesem HDP Itálie (o 1,4 %), Španělska (o 1,3 %), Řecka (o 4,4 %), Portugalska (o 3,8 %) a Irska (o 0,1 %) v tomto roce; v příštím roce očekává růst HDP Itálie (o 0,1 %), Španělska (o 0,3 %) a Irska (o 1,4 %) a pokles Řecka (o 0,7 %) a Portugalska (o 1,3 %).

Důležitou charakteristikou zadlužení země je vedle absolutní a relativní výše dluhu (nejčastěji poměřovaného k HDP) také časový profil jeho splatnosti. V současnosti, kdy investoři požadují vysoké výnosy dluhopisů některých nejzadluženějších zemí, je pro tyto země výhodné, aby splácely nominální hodnotu dluhu během co nejdélejší doby. Tak se zvýšené úroky projeví později, kdy výnosy požadované investory mohou být nižší. Nejdélejší průměrnou dobu splatnosti (viz Obrázek VII-3) má Itálie, jejíž hodnota dosahuje téměř sedmi let. Naopak Portugalsko emituje dluhopisy obecně s kratšími splatnostmi a tak nemá podobný polštář, který by efekt vzrůstajících výnosů brzdil.

Největší objem splátek jistiny dluhopisů je naplánován na rok 2012, přičemž pro budoucí vývoj na finančních trzích bude kritické období od února do dubna (Obrázek VII-4). V tomto období bude potřebovat vydat dluhopisy zejména Itálie (přibližně 45 % splátek za celý rok 2012). Její trh patří mezi největší a nejlikvidnější v eurozóně a případné problémy s emisemi by mohly rychle zvýšit nervozitu na trzích. Na druhou stranu velká část italských dluhopisů, především krátkodobých, je držena rezidenty. Zadlužení domácností je relativně nízké, takže i přes veřejný dluh dosahující 120 % HDP není celkové zadlužení Itálie jako země ve srovnání s ostatními příliš vysoké. Také doba splatnosti italských dluhopisů je relativně dlouhá, takže vyšší náklady se projeví později. To by se už mohly projevit efekty reformy nové úřednické vlády, jejíž kroky jsou trhy vnímány pozitivně. Itálie měla navíc donedávna, s výjimkou roku 2009, primární přebytky rozpočtu, i přes stagnující růst, takže při zrychlení ekonomiky by měla být schopna dluhy splácet a zadlužení stabilizovat.

Vzhledem k vývoji na zajištěném peněžním (repo) trhu, který je významným zdrojem poptávky po dluhopisech, se v případě Itálie také spekovalo o změně časové struktury nově vydávaného dluhu ve prospěch kratších splatností. Averse k riziku vede k preferenci bezpečného kolaterálu s kratší splatností, ale změna časové struktury však obnáší vyšší likvidní a tedy i kreditní riziko, což by se opět projevilo na očekávání trhů.

Obrázek VII-4: Splatnost obligací vybraných zemí eurozóny v roce 2012



Poznámka: splatnost obligací v průběhu roku 2012 v miliardách EUR. Částka nezahrnuje výplatu kupónů. Údaje k 1. únoru 2012.

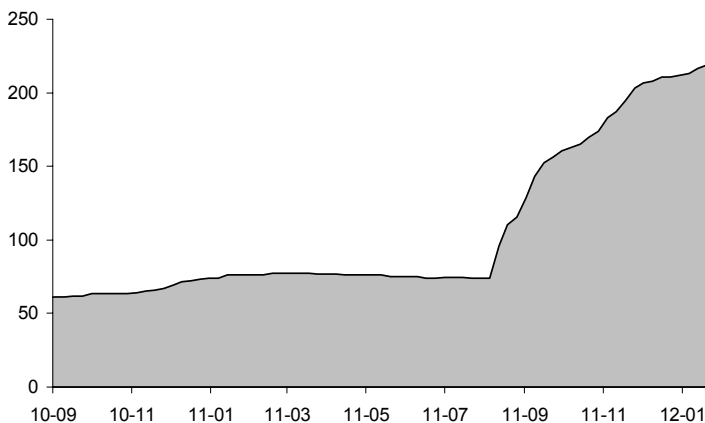
Zdroj: Bloomberg.

3. Role ECB

Významnou roli ve stabilizaci dluhopisového trhu hraje Evropská centrální banka. Podle veřejně dostupných informací intervnuje ve větším měřítku ECB pouze tehdy, když

výnosy dluhopisů přesáhnou určitou mez a situace na trzích není stabilní. Právě eskalace dluhové krize Řecka v srpnu 2011 byla důvodem pro obnovení programu pro trhy s cennými papíry (Securities Markets Programme, SMP). Dalším příkladem stabilizace může být vývoj na italském dluhopisovém trhu v listopadu 2011. Výnosy tehdy přesáhly hranici 7 %, kterou investoři vnímají jako rizikovou. Vývoj nákupů v rámci tohoto programu ze strany celého Eurosystemu (systému centrálních bank eurozóny) ukazuje Obrázek VII-5. Celkový objem nyní přesahuje 200 mld. EUR, což je okolo 1 % HDP eurozóny. Naproti tomu objem aktiv nakoupených v rámci dvou kol kvantitativního uvolňování Fedu i Bank of England přesáhlo 16 % HDP jejich zemí.

Obrázek VII-5: Hodnota akumulovaných nákupů v rámci programu pro trhy s cennými papíry (SMP), v mld. EUR



Zdroj: ECB

Druhým nepřímým kanálem stabilizace dluhopisového trhu eurozóny jsou tzv. dlouhodobé refinanční operace (LTRO), což jsou úvěry s delší splatností zajištěné nejen vládními dluhopisy. Mají tedy formu repo operací a nedochází u nich k vyvedení špatných aktiv z komerčních bank. Naopak vyšší likvidita bank má vést k větší ochotě nakupovat cenné papíry na trhu a tím snížit napětí i na dluhopisových trzích.

Poslední, prosincová aukce tříletých úvěrů přinesla bankovnímu sektoru téměř 490 mld. EUR; byl také rozšířen seznam aktiv přijímaných jako zajištění. Není znám přesný podíl vládních dluhopisů na těchto aktivech, ale v minulých letech se podle výročních zpráv ECB tento podíl pohyboval okolo 40 %. Na přijímaný kolaterál aplikuje ECB tzv. haircut, tj. procento o které je snížena cena dluhopisu pro potřeby zajištění. Tento přístup je standardní v rámci řízení rizik banky³, přispívá však k rozdílnému vnímání různých zemí eurozóny (viz výše zmiňovaný decoupling). Otázkou je také účinnost, tj. do jaké míry budou banky dobrovolně nakupovat dluhopisy předlužených zemí. Pokles výnosů na trzích v lednu 2012 naznačuje, že banky obnovily zájem o tyto cenné papíry. Další snížení výnosů lze očekávat v průběhu února, jelikož na konci měsíce ECB opět nabídne dlouhodobou likviditu.

Svémi operacemi ECB podstatně ovlivnila i vývoj na mezibankovním repo trhu, který je na fungování dluhopisového trhu závislý. Jak ukazuje nová studie ICMA (2012), poklesl podíl repo transakcí na veřejném trhu s německým kolaterálem, když investoři preferují jejich držbu. Poklesl také podíl italských dluhopisů, kde však hraje roli kreditní riziko. Banky tak pravděpodobně využívají dluhopisy jižního křídla právě v dlouhodobých operacích s ECB, což však nelze potvrdit z veřejně dostupných informací. Pokud by došlo

³ Více informací ohledně řízení rizik ECB lze najít na oficiálních stránkách <http://www.ecb.int/paym/coll/risk/riskcontrol/html/index.en.html>.

ke snížení ratingu např. italských dluhopisů ze strany Moody's a Fitch do pásma BBB, mohlo by to vyvolat požadavek na marži (margin call) právě ze strany ECB. Pak by musely banky poskytnout další zajištění. Vzhledem k omezenému fungování nezajištěného peněžního trhu v eurozóně by to mělo dominový efekt na repo trhy obecně, čímž by se opakoval scénář z roku 2008.

Lze tedy shrnout, že dluhopisy zemí jižního křídla tvoří významnou část portfolia Evropské centrální banky a navíc také tvoří značnou část zajištění, které je ze strany banky akceptováno. To samozřejmě vyvolává obavy z kreditního rizika a možné ztráty centrální banky. Proto jsou bedlivě sledovány informace ohledně restrukturalizace dluhu Řecka. Jelikož se jedná primárně o dohodu se soukromými věřiteli, ECB se zatím do diskuzí nezapojila. Banka však nakupovala řecké dluhopisy s premií, proto se spekulovalo o prodeji fondu EFSF za nákupní ceny.⁴

Závěr

Nedůvěra ve schopnost vlád řešit vysokou míru zadlužení některých zemí eurozóny podstatným způsobem ovlivnila vývoj na finančních trzích v roce 2011. Sada opatření ECB vedla na začátku ledna 2012 ke zmírnění napětí nejen na dluhopisových trzích, četná rizika však přetrvávají. Kromě nebezpečí, že dohoda o dobrovolném odpisu části řeckého dluhu nebude nalezena, hrozí i další snížení ratingu Itálie s negativním dopadem nejen na peněžní trhy. Klíčové období pro zajištění financování vládních dluhů bude do konce dubna 2012, ale další dlouhodobá refinanční operace ze strany ECB snižuje možnost eskalace dluhové krize.

Literatura

Barbosa, L. a Costa, S. (2010): Determinants of Sovereign Bond Yield Spreads in the Euro Area in the Context of the Economic and Financial Crisis, Working Papers 22/2010, Banco de Portugal

ČNB (2011): Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou, www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/analyzy_sladenosti_2011.pdf.

De Grauwe, P. (2011): Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Documents 346, May 2011

De Santis, R. (2012): The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal

ICMA (2012): European repo market survey, International Capital Market Association, January 2012,

<http://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/e5/e5106351-2467-47c6-97dc-6f05cc5666aa.pdf>.

⁴ S tímto krokem nakonec ECB souhlasila jakou součástí řešení řecké dluhové krize. Na konci února se totiž podařilo v případě Řecka dosáhnout dohody vedoucí ke snížení veřejného zadlužení. Země dostane další záchranný balík úvěrů ve výši 130 miliard EUR a soukromí investoři odepíší až 53,5 procenta nominální hodnoty dluhů v rámci výměny dluhopisů.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BRIC	Brazílie, Rusko, Indie a Čína
CB-CCI	Conference Board Consumer Confidence Index
CB-LEII	Conference Board Leading Economic Indicator Index
CBOT	Chicago Board of Trade
CF	Consensus Forecasts
CN	Čína
ČNB	Česká národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank
DE	Německo
EA	eurozóna
ECB	Evropská centrální banka
EC-CCI	European Commission Consumer Confidence Indicator
EC-ICI	European Commission Industrial Confidence Indicator
EIU	databáze The Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ES	Španělsko
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
GR	Řecko
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	švýcarský frank
ICE	Intercontinental Exchange
IE	Irsko
IFO	Institute for Economic Research
IFO-BCI	IFO – Business Climate Index
IFO-CCI	IFO – Consumer Confidence Index
IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
IT	Itálie
JP	Japonsko
JPY	japonský jen
LIBOR	úroková sazba amerického mezibankovního trhu
MMF	Mezinárodní měnový fond
N/A	údaj není k dispozici
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
PT	Portugalsko
UoM	University of Michigan
UoM-CSI	University of Michigan Consumer Sentiment Index
US	Spojené státy americké (USA)
USD	americký dolar

2012

	č. GEVU
Likviditní riziko na peněžním trhu eurozóny a operace ECB (Soňa Benecká)	2012-1
Dluhopisový trh eurozóny během dluhové krize (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2012-2

2011

	č. GEVU
Integrace čínského akciového trhu se světem (Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlatuše Komárková)	2011-1
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru (Filip Novotný)	2011-2
Ohlédnutí za jarním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Jan Hošek)	2011-3
Měnová politika čínské centrální banky (Soňa Benecká)	2011-4
Vítězové a poražení ekonomické krize pohledem evropských investorů (Alexis Derviz)	2011-5
Jak se v průběhu krize změnily globální nerovnováhy? (Vladimír Žďárský)	2011-6
Vyhodnocení předpovědí sledovaných v GEVU (Filip Novotný)	2011-7
Eurodolarové trhy (Narcisa Kadlčáková)	2011-8
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny (Tomáš Adam a Soňa Benecká)	2011-8
Měnová politika centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-9
Kde hledat bezpečný měnový přístav? (Soňa Benecká)	2011-9
Ohlédnutí za výročním zasedáním Institutu pro mezinárodní finance (Luboš Komárek)	2011-10
Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI (Jan Hošek a Filip Novotný)	2011-11
Empirická analýza transmise měnové politiky centrální banky Ruské federace (Oxana Babecká)	2011-12