



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

### **Globální ekonomický výhled - srpen 2011**

Babecká, Oxana; Klíma, Milan; Novotný, Filip; Benecká, Soňa; Hošek, Jan; Kadlčáková, Narcisa; Adam, Tomáš  
2011

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123862>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 03.06.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .

# GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – SRPEN

Sekce měnová a statistiky  
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2011

<b>OBSAH</b>	<b>2</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>3</b>
<b>II PŘEDPOVĚDI MEZINÁRODNÍCH INSTITUCÍ</b>	<b>4</b>
<b>II.1 HDP</b>	<b>4</b>
<b>II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>5</b>
<b>II.3 Inflace</b>	<b>6</b>
<b>II.4 Předpověď inflace a její změna oproti předchozí předpovědi</b>	<b>7</b>
<b>III PŘEDSTIHOVÉ UKAZATELE</b>	<b>8</b>
<b>IV VÝHLED ÚROKOVÝCH SAZEB</b>	<b>9</b>
<b>IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna</b>	<b>9</b>
<b>IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA</b>	<b>9</b>
<b>V VÝHLED KURZŮ VYBRANÝCH MĚN</b>	<b>10</b>
<b>VI VÝHLED CEN KOMODIT</b>	<b>11</b>
<b>VI.1 Ropa a zemní plyn</b>	<b>11</b>
<b>VI.2 Ostatní komodity</b>	<b>11</b>
<b>VII ZAOSTŘENO NA...</b>	<b>12</b>
Eurodolarové trhy	12
<b>VIII AKTUÁLNÍ TÉMA</b>	<b>20</b>
Zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny	20
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>22</b>
<b>SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V ROCE 2011</b>	<b>23</b>

Autoři:	Oxana Babecká	II.
	Milan Klíma	III.
	Filip Novotný	IV.
	Soňa Benecká	V.
	Jan Hošek	VI., Shrnutí
	Narcisa Kadlčáková	Zaostřeno na...
	Tomáš Adam, Soňa Benecká	Aktuální téma

Editoři: Oxana Babecká  
Martin Motl

Garant: Luboš Komárek

Srpnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pohled na aktuální i očekávaný vývoj ve vybraných zemích optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V pravidelné podrobnější analýze (kap. VII „Zaostřeno na ...“) se věnujeme stručnému přehledu na EURODOLAROVÝCH TRZÍCH (závazky bank, dluhopisy a implikace pro domácí měnovou politiku). Vzhledem k mimořádně dramatickému vývoji byla v tomto čísle zařazena ještě kapitola VIII „Aktuální téma“ s názvem „ZVÝŠENÁ NEJISTOTA NA FINANČNÍCH TRZÍCH EUROZÓNY“.

Přetrvávající rozpočtové a dluhové problémy některých zemí eurozóny vyvolávají stupňující se nejistotu na finančních trzích, která následně ohrožuje i další země měnové unie. Obavy o budoucí globální ekonomický vývoj zesilují i zprávy z USA. Tam řeší rovněž rozpočtové problémy, které se promítly mj. do snížení ratingu amerického vládního dluhu agenturou Standard and Poor's. Navíc v první polovině roku 2011 došlo k výraznému zpomalení amerického HDP. Obavy z budoucího vývoje odráží i měnová politika eurozóny a USA. Fed se snaží uklidnit situaci závazkem udržovat rekordně nízké sazby až do poloviny roku 2013, současné zpomalení přičítá na vrub vysokým cenám energií a potravin a dočasnému výpadku japonské produkce. V případě pokračování negativního vývoje je připraven opět použít široké spektrum netradičních měnověpolitických nástrojů. ECB sice již začala zvyšovat úrokové sazby, ale její politika dle vlastního hodnocení zůstává akomodativní. I v eurozóně se očekává po vysokém růstu v 1. čtvrtletí 2011 zpomalení. Na zvýšené napětí na finančních trzích zareagovala ECB v srpnu prodloužením režimu nestandardního dodávání likvidity. Osud světové ekonomiky tak bude závislý zejména na vývoji ve velkých rozvíjejících se ekonomikách. Ty si zatím udržují vysoký růst, i když Čína se snaží svou měnovou politikou tlumit vysokou vnitřní poptávku a investice.

Výše uvedené nejistoty se odrazily ve snížení výhledu ekonomického růstu, které je patrné zatím zejména v předpovědích aktualizovaných s vyšší frekvencí (CF). Přehodnocení je výraznější pro USA než pro eurozónu. Výhled inflace ve vyspělých zemích se prakticky nemění, průběžně je však zvyšován v Číně, což by mohlo vést k případné rychlejší apreciaci tamější měny.

Sledované předstihové ukazatele (PMI) signalizují u všech zemí ochlazení růstu průmyslové výroby. Ostatní ukazatele nejsou až tak jednoznačné. Kompozitní ukazatele OECD předpokládají snížení hospodářského růstu v eurozóně, které by však v Německu nemělo být zatím nijak výrazné. V USA by měl na základě tohoto ukazatele růst pokračovat na zhruba stejné úrovni.

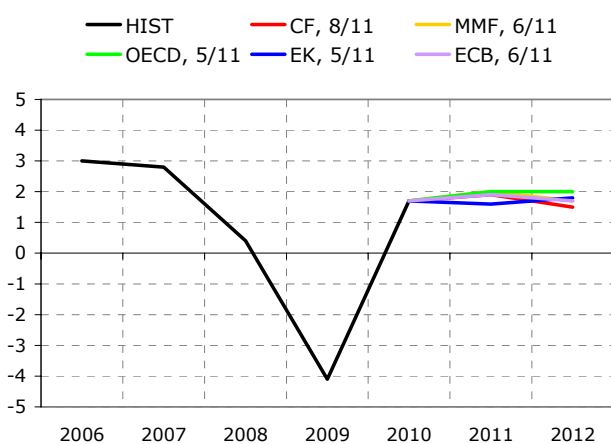
Co se týče úrokových sazeb, tak výrazně poklesly zejména výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů nejméně rizikových zemí (Německo, USA) a s tím i jejich výhled v ročním horizontu. V eurozóně se v důsledku plánovaného dodávání likvidity snížil i výhled tříměsíčních a jednoletých sazeb na mezibankovním trhu. Ty by dokonce měly začít klesat ze svých aktuálních úrovní. Naopak v důsledku rizik jak v eurozóně, tak v USA, se prakticky nezměnil výhled kurzu USD/EUR. Posílily však „bezpečné“ měny, jako jsou švýcarský frank a japonský jen. *Consensus Forecasts* však očekává, že tyto měny budou část svého minulého posílení korigovat.

Komoditní trhy reflektují jak obavy z očekávaného snížení světové poptávky, tak turbulence na finančních trzích. Ceny ropy a průmyslových kovů výrazně poklesly, a to včetně křivek očekávaných budoucích cen. K daleko menšímu poklesu došlo u cen potravinářských komodit, u kterých futures kontrakty signalizují do budoucna u některých spíše pokračování cenového růstu.

## II.1 HDP

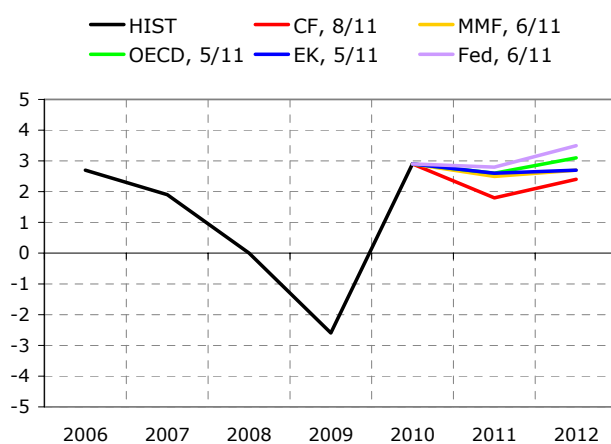
V důsledku přetrvávání dluhových potíží v eurozóně, jejich šíření na další země měnové unie a s tím spojené nejistoty na finančních trzích snížil CF výhled růstu HDP v eurozóně pro letošní i příští rok na 1,9 % respektive 1,5 %. V Německu přes zpomalení růstu světové ekonomiky a první náznaky možného oslabení růstu domácí ekonomiky ve 2. pololetí zatím CF očekává 3,4 % růst v roce 2011. V následujícím roce by největší ekonomika eurozóny měla zpomalit na 1,9 %. Špatné makroekonomické údaje ze Spojených států, vysoké zadlužení veřejných financí, ohlášené ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni po delší dobu, zvýšená nejistota ohledně udržitelnosti finanční rovnováhy a v neposlední řadě i snížení ratingu na AA+ agenturou Standard & Poor's vedly k podstatné revizi výhledů ekonomického růstu USA ve dvouletém horizontu. Pro letošní rok *Consensus Forecasts* očekává pouze 1,8% růst a v příštím roce zrychlení na 2,4 %. V Číně se již potřetí v řadě očekává růst HDP na úrovni 9,2 % v roce 2011 a 8,8 % pro rok 2012.

## EUROZÓNA



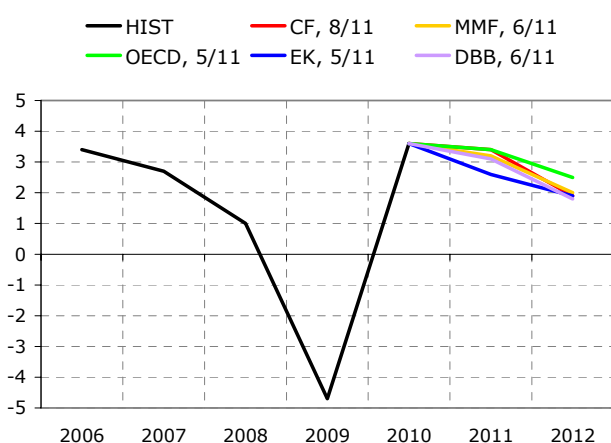
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2010	1,7					
2011		1,9	2,0	2,0	1,6	1,9
2012		1,5	1,7	2,0	1,8	1,7

## USA



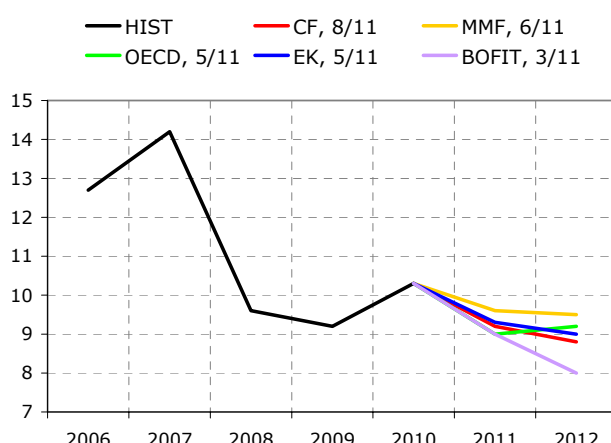
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2010	2,9					
2011		1,8	2,5	2,6	2,6	2,8
2012		2,4	2,7	3,1	2,7	3,5

## NĚMECKO



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

## ČÍNA



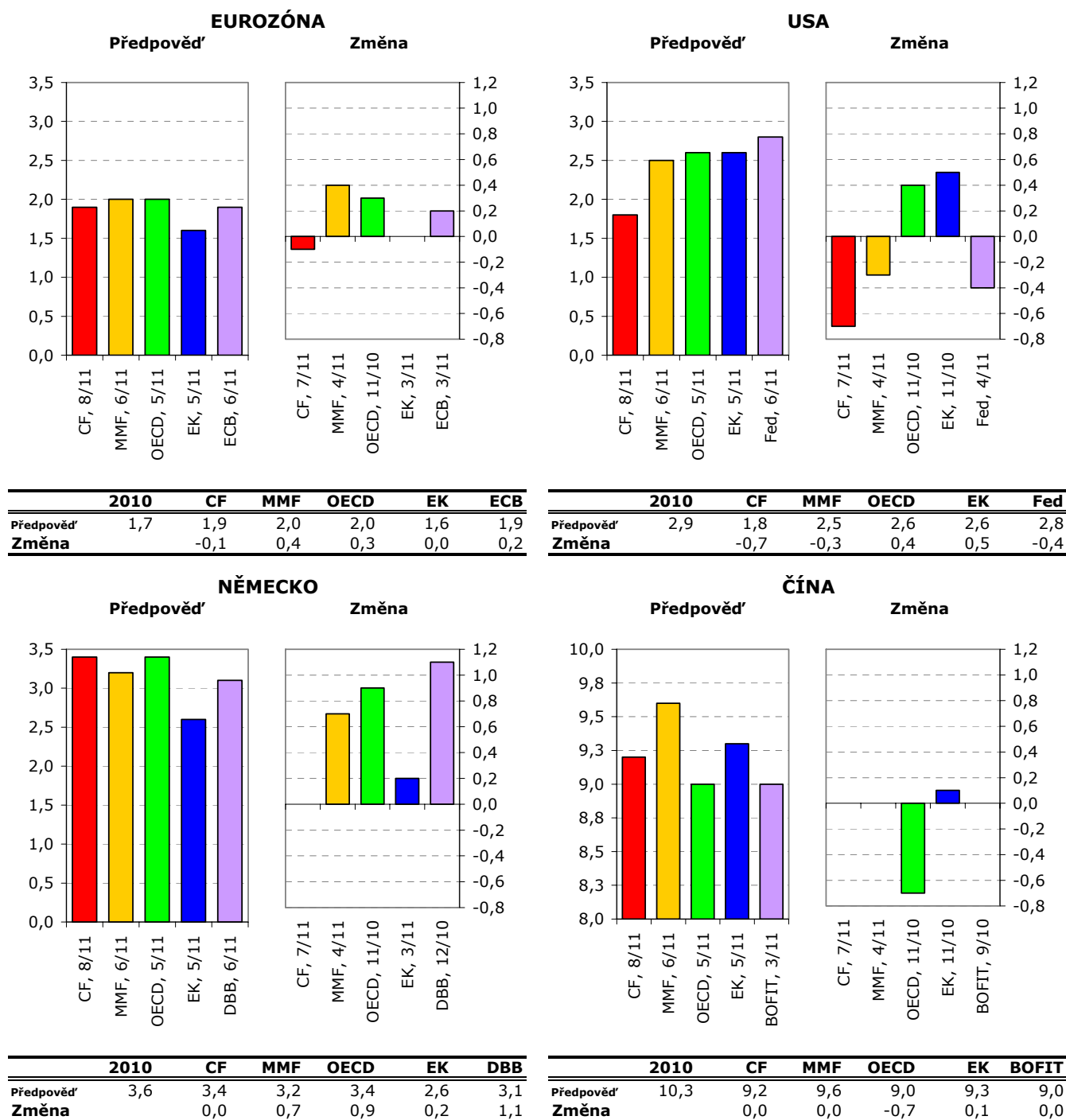
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
2010	10,3					
2011		9,2	9,6	9,0	9,3	9,0
2012		8,8	9,5	9,2	9,0	8,0

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: 12. srpna 2011]

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

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

Srpnový CF revidoval výhled růstu HDP eurozóny ve dvouletém horizontu o 0,1 p.b. směrem k nižším hodnotám. K největší změně došlo u Spojených států, když CF snížil jejich předpokládaný růst o 0,7 p.b. pro letošní rok a o 0,6 p.b. pro příští rok. Tak velkou revizi ekonomické aktivity USA *Consensus Forecasts* naposledy provedl v březnu 2009, kdy snížil výhled růstu HDP pro rok 2009 z -2,1 % na -2,8 %. Výhledy pro Německo a Čínu zachoval CF beze změny.



Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 12. srpna 2011]

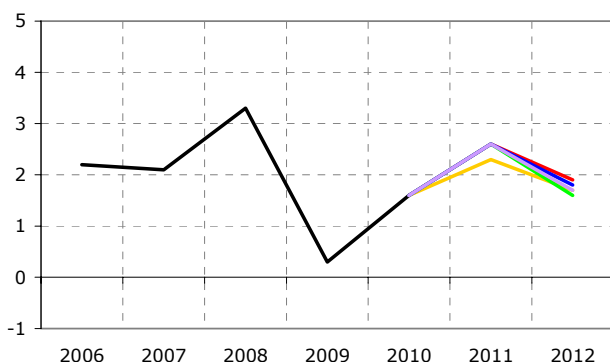
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Eurostat, CF, MMF, OECD, EK, ECB, Fed, DBB a BOFITu.

### II.3 Inflace

Výhled růstu cen v eurozóně již třetí měsíc po sobě zůstává na úrovni 2,6 % pro rok 2011 a 1,9 % pro rok 2012 (CF). Inflace v Německu by měla dosáhnout ve stejném období hodnot 2,3 % resp. 2,2 %. Tříprocentní inflace se letos očekává ve Spojených státech. Následující rok by měl přinést zpomalení na 2,1 %. Výhled čínské inflace se od konce roku 2010 pravidelně zvyšuje a v srpnu zaznamenal hodnotu 5,3 % pro rok 2011. V příštím roce by tam ceny měly růst 4,1% tempem. Rostoucí inflace podporuje vnitřními tlaky na rychlejší apreciaci renminbi. Politika Číny však zatím kontroluje inflaci potlačováním domácí spotřeby a investic a dle CF to zvyšuje obavy ohledně dalšího ekonomického růstu Číny.

#### EUROZÓNA

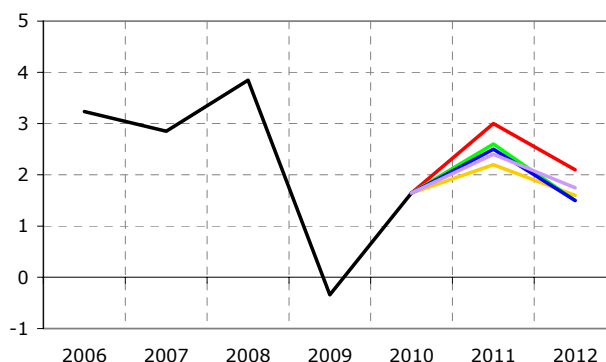
— HIST    — CF, 8/11    — MMF, 4/11  
— OECD, 5/11    — EK, 5/11    — ECB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
<b>2010</b>	1,6					
<b>2011</b>		2,6	2,3	2,6	2,6	2,6
<b>2012</b>		1,9	1,7	1,6	1,8	1,7

#### USA

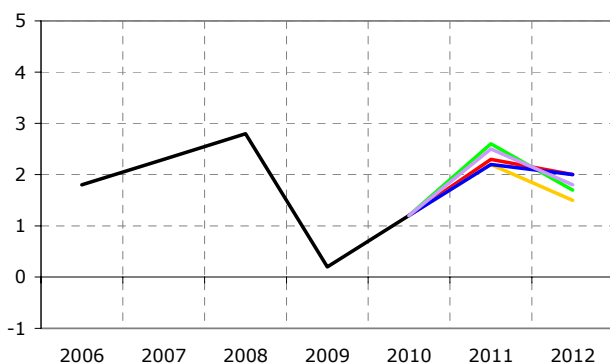
— HIST    — CF, 8/11    — MMF, 4/11  
— OECD, 5/11    — EK, 5/11    — Fed, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
<b>2010</b>	1,6					
<b>2011</b>		3,0	2,2	2,6	2,5	2,4
<b>2012</b>		2,1	1,6	1,5	1,5	1,8

#### NĚMECKO

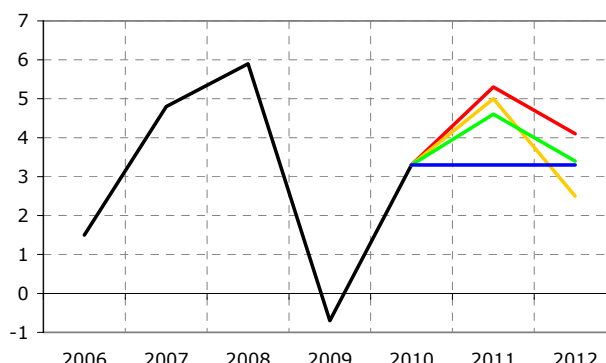
— HIST    — CF, 8/11    — MMF, 4/11  
— OECD, 5/11    — EK, 5/11    — DBB, 6/11



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
<b>2010</b>	1,2					
<b>2011</b>		2,3	2,2	2,6	2,2	2,5
<b>2012</b>		2,0	1,5	1,7	2,0	1,8

#### ČÍNA

— HIST    — CF, 8/11    — MMF, 4/11  
— OECD, 5/11    — EK, 11/10    — BOFIT, N/A



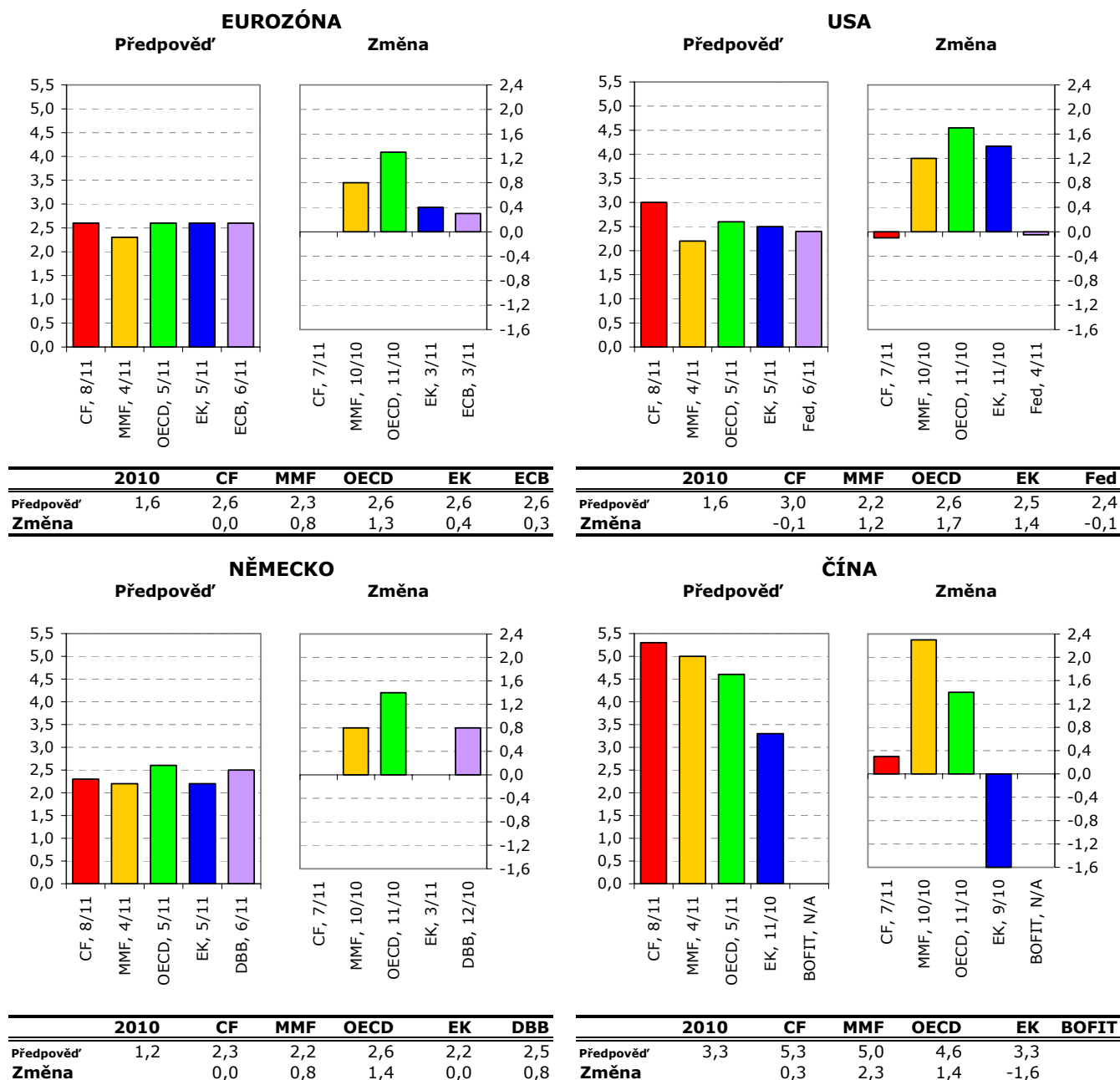
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	BOFIT
<b>2010</b>	3,3					
<b>2011</b>		5,3	5,0	4,6	3,3	
<b>2012</b>		4,1	2,5	3,4	3,3	

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: 12. srpna 2011]

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

### II.4 Předpověď inflace a její změna proti předchozí předpovědi

Výhled inflace v eurozóně a Německu se dle srpnového CF nezměnil. O jednu desetinu procentního bodu mírnější růst cen se letos očekává v USA. Pro další rok se prognóza nezměnila. Inflaci v Číně CF pro letošní rok očekává o 0,3 p.b. vyšší oproti minulé předpovědi; výhled inflace na příští rok byl zvýšen o 0,2 p.b.



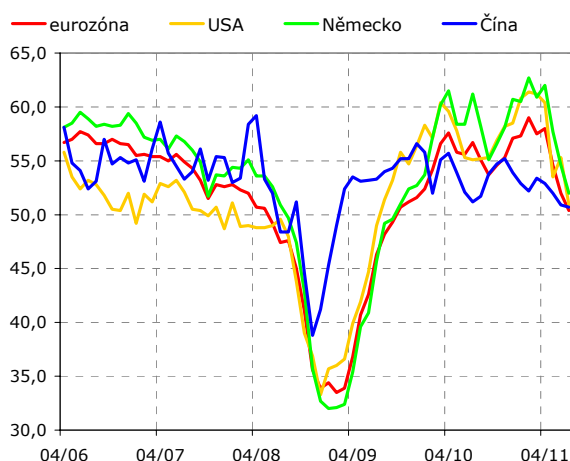
Poznámka: Horizontální osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 12. srpna 2011]

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



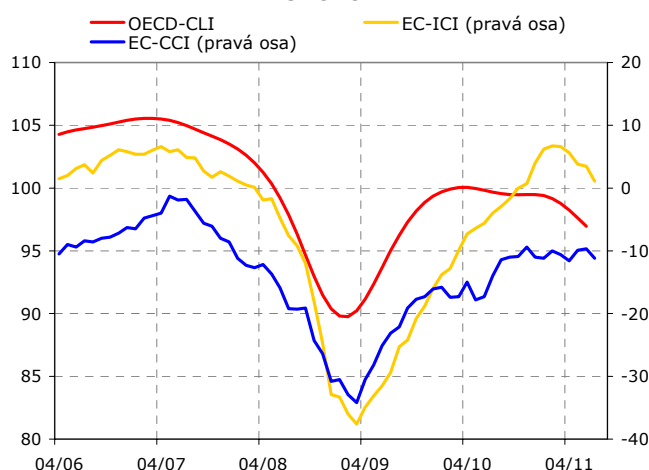
Výhled pro světovou ekonomiku ve 2. pololetí letošního roku se v srpnu proti červenci zhoršil. Hodnoty indexů PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu pokračovaly v srpnu v poklesu ve všech sledovaných zemích a regionech a potvrzují tak negativní očekávání pro 2. pololetí. Výhled pro americkou ekonomiku je poněkud nejasný, vedle PMI, který se poklesem nebezpečně přiblížil k hranici 50 bodů oddělující budoucí pokles od růstu, některé předstihové ukazatele signalizují urychlení a jiné naopak zpomalení očekávaného růstu. V eurozóně i Německu se snížily vedle PMI také hodnoty všech ostatních sledovaných předstihových ukazatelů. Odhady budoucího evropského hospodářského růstu se tak proti předchozímu měsíci značně zhoršily.

PMI V PRŮMYSLU



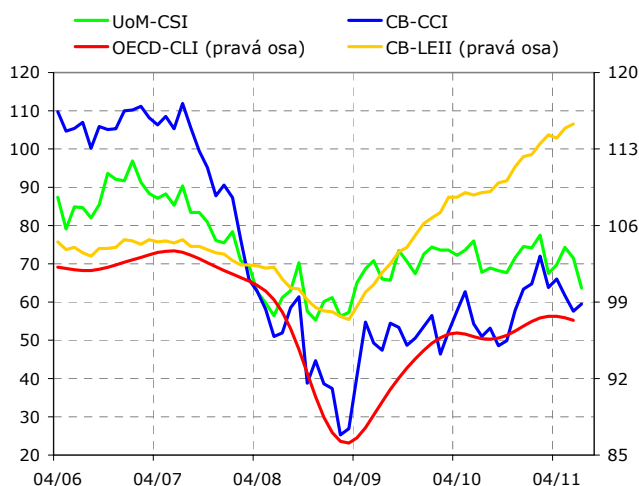
	EA	US	DE	CN
<b>5/11</b>	54,6	53,5	57,7	52,0
<b>6/11</b>	52,0	55,3	54,6	50,9
<b>7/11</b>	50,4	50,9	52,0	50,7

EUROZÓNA



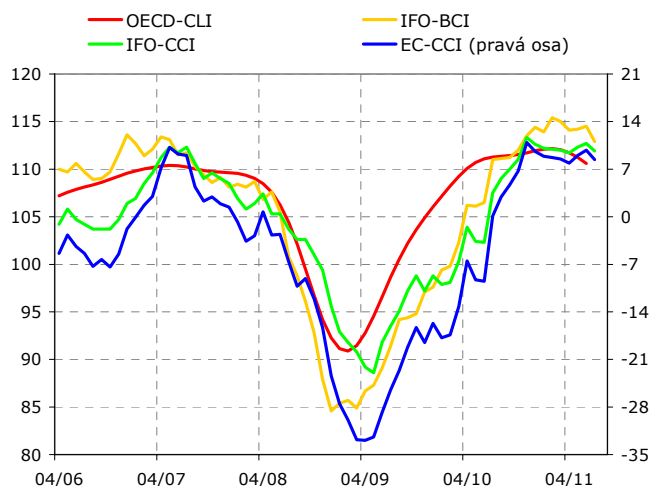
	OECD-CLI	EC-ICI	EC-CCI
<b>5/11</b>	97,6	3,8	-9,9
<b>6/11</b>	96,9	3,5	-9,7
<b>7/11</b>		1,1	-11,2

USA



	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
<b>5/11</b>	97,6	114,9	74,3	61,7
<b>6/11</b>	97,3	115,3	71,5	57,6
<b>7/11</b>			63,7	59,5

NĚMECKO



	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
<b>5/11</b>	111,2	114,2	112,3	9,0
<b>6/11</b>	110,6	114,5	112,7	9,8
<b>7/11</b>		112,9	111,9	8,4

Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator Index, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University of Michigan Consumer Sentiment Index, IFO-BCI je Institute for Economic Research – Business Climate Index, IFO-CCI je IFO Consumer Confidence Index. [Uzávěrka dat: 11. srpna 2011]

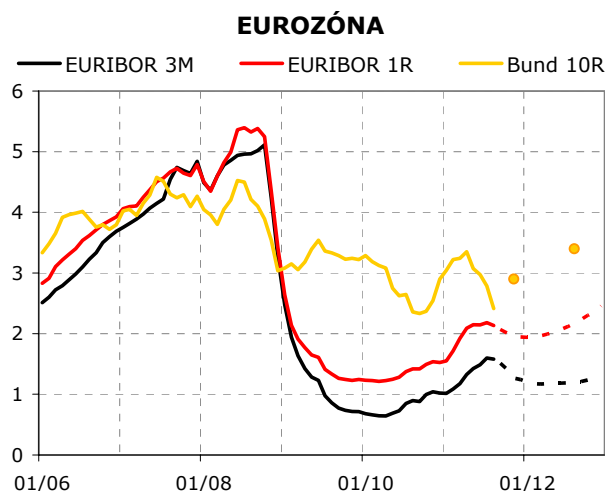
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze OECD, EK, IFO a University of Michigan.

### IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

ECB na svém srpnovém zasedání ponechala základní úrokovou sazbu beze změny na úrovni 1,5 %. Nicméně tříměsíční i jednoleté úrokové sazby Euribor v reakci na toto zasedání poklesly o cca 9 b.b. Zároveň poklesly i výhledy sazeb na základě tržních kontraktů. Aktuálně je tak očekávána tříměsíční sazba Euribor na úrovni 1,2 % v březnu příštího roku a následně její mírný růst. Jednoletý Euribor by měl dosáhnout nejnižší hodnoty v lednu 2012 (1,9 %) a poté by měl také mírně růst. Výnos německého desetiletého vládního dluhopisu se na začátku srpna pohyboval okolo hodnoty 2,4 % a jeho výhled se oproti předchozímu měsíci nezměnil. Ve vývoji úrokových sazeb se projevila zvýšená nejistota na finančních trzích eurozóny v souvislosti s možnými problémy financování vládního dluhu v zemích jižního křídla eurozóny. ECB nejprve na svém měnověpolitickém zasedání 4. srpna opět rozšířila poskytování likvidity na 6 měsíců za fixní sazbu. V druhém srpnovém týdnu pak začala nakupovat vládní dluhopisy Itálie a Španělska.

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 odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 8. srpna 2011]

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



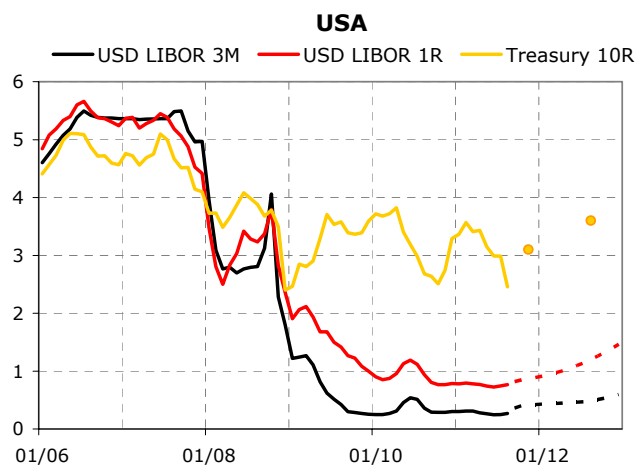
	07/11	08/11	06/12	12/12	06/13	12/13
<b>EURIBOR 3M</b>	1,60	1,58	1,18	1,30	1,59	1,94
<b>EURIBOR 1R</b>	2,18	2,13	2,07	2,45	2,98	3,50
	07/11	08/11	11/11	08/12		
<b>Bund 10R</b>	2,79	2,41	2,90	3,40		

### IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Fed pokračoval i v průběhu července a srpna v rekordně uvolněné měnové politice a zatím ani neexistují náznaky zvyšování měnověpolitických sazeb. Naopak se v poslední době v souvislosti s ochabujícím ekonomickým růstem začaly množit spekulace na možnou další (v pořadí již třetí) vlnu kvantitativního uvolňování. Tříměsíční a jednoleté úrokové sazby peněžního trhu se v na začátku srpna pohybovaly na úrovni 0,27 %, resp. 0,77 % s rostoucím výhledem. Na konci příštího roku by tak tříměsíční sazby měly dosáhnout úrovně 0,6 %. Výnos desetiletého vládního dluhopisu od konce července klesal. Na začátku srpna sice došlo k jeho mírnému nárůstu vlivem snížení ratingu Spojených států agenturou Standard and Poor's, poté však výnos pokračoval opět v poklesu. V ročním horizontu by však měl výnos narůst až na 3,6 %.

Poznámka: Předpověď dolarových sazeb LIBOR 3M a 1R je vytvořena na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu (do 3M jsou použity sazby USD LIBOR, do 15M tříměsíční FRA a pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpověď sazeb pro americký vládní dluhopis (Treasury 10R) je odvozena od předpovědi CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled. [Uzávěrka dat: 8. srpna 2011]

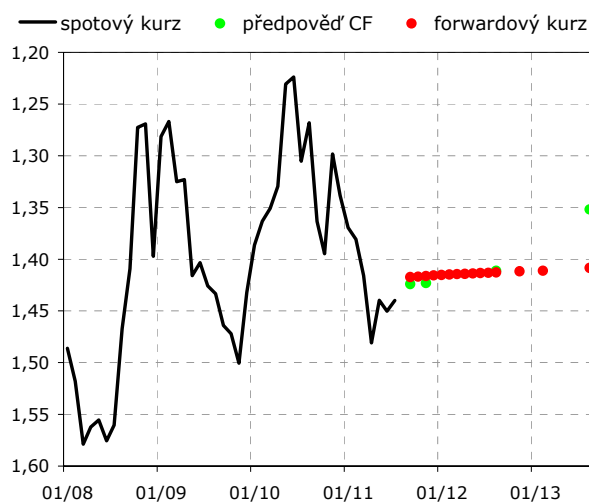
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.



	07/11	08/11	06/12	12/12	06/13	12/13
<b>USD LIBOR 3M</b>	0,25	0,27	0,46	0,60	0,80	1,09
<b>USD LIBOR 1R</b>	0,75	0,77	1,09	1,47	1,99	2,76
	07/11	08/11	11/11	08/12		
<b>Treasury 10R</b>	2,99	2,46	3,10	3,60		

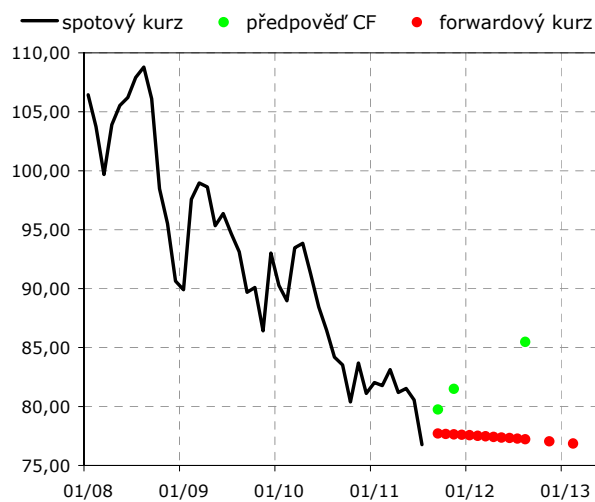
Zvýšená nejistota na finančních trzích (viz naše Aktuální téma – Kap. VIII) spojená s problémy eurozóny i USA se odrazila na vývoji kurzu eura vůči dolaru. Rizika jsou však značná v obou regionech, takže předpověď se oproti minulému měsíci prakticky nezměnila. V červenci se v eurozóně dostaly pod tlak zejména italské dluhopisy, v USA byla zveřejněna revize dat o růstu HDP směrem k horším číslům. V srpnu byl snížen i americký rating (původně AAA) agenturou Standard and Poor's, což prudce zvýšilo volatilitu na akciových trzích. Nově se objevily i spekulace o možných problémech Francie. Z nárůstu nejistoty profitoval švýcarský frank jako bezpečné aktivum a trajektorie jeho očekávaného kurzu se opět posunula směrem k silnějším hodnotám. I japonský jen posílil vůči dolaru, ale jeho výhled se oproti červenci příliš nezměnil.

USD/EUR



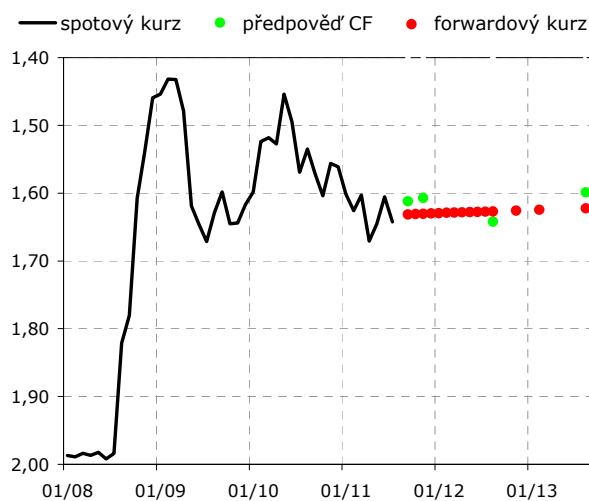
	8/8/11	09/11	11/11	08/12	08/13
spotový kurz	1,418				
předpověď CF		1,424	1,423	1,411	1,352
forwardový kurz		1,417	1,416	1,413	1,409

JPY/USD



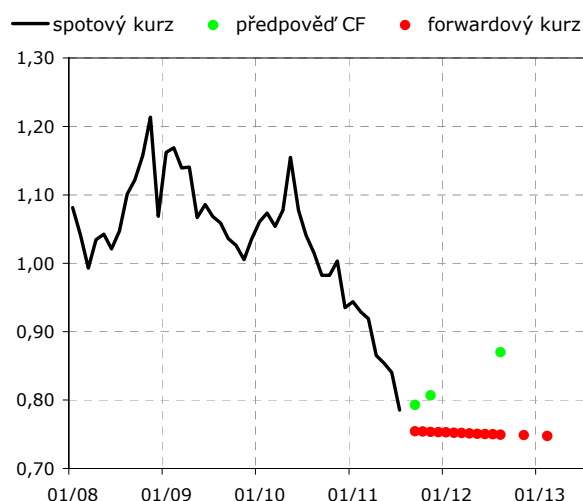
	8/8/11	09/11	11/11	08/12	08/13
spotový kurz	77,77				
předpověď CF		79,74	81,49	85,48	90,23
forwardový kurz		77,70	77,63	77,21	76,37

USD/GBP



	8/8/11	09/11	11/11	08/12	08/13
spotový kurz	1,632				
předpověď CF		1,612	1,607	1,642	1,599
forwardový kurz		1,631	1,630	1,627	1,622

CHF/USD



	8/8/11	09/11	11/11	08/12	08/13
spotový kurz	0,755				
předpověď CF		0,793	0,807	0,870	0,975
forwardový kurz		0,755	0,754	0,750	0,744

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: 11. srpna 2011]

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

### VI.1 Ropa a zemní plyn

Poté, co v prvním červencovém týdnu prudce vzrostla, pohybovala se cena ropy Brent ve zbytku měsíce v úzkém rozmezí 116-118 USD/b. Na počátku srpna se však negativní sentiment z akciových trhů přenesl i na komoditní trhy, když se k problémům se zadlužením v eurozóně i USA přidaly špatné zprávy z reálné ekonomiky (americký HDP, předstihové ukazatele ISM, průmyslová produkce v Německu). Následovala vlna výprodejů, kterou ještě zesílilo snížení ratingu amerického vládního dluhu. Cena ropy Brent spadla během pěti obchodních dnů až těsně nad hranici 100 USD/b. Teprve 9. srpna se výprodeje zastavily a cena ropy mírně korigovala předchozí propad. K uklidnění přispěl jak závazek Fedu držet sazby nízkou, tak silný pokles zásob v USA. Srpnový výhled na základě tržních dat vychází z aktuální ceny a je proto výrazně nižší oproti předpovědi z minulého měsíce. Sklon křivky budoucích cen se však téměř nezměnil a zůstává jen nepatrně klesající.

Poznámka: Ceny ropy v USD/barel jsou přebírány z kotací londýnské Mezinárodní burzy ICE Futures Europe. Ceny ruského zemního plynu na hranici s Německem v USD/1000m<sup>3</sup> jsou počítány na základě dat MMF. Budoucí ceny plynu jsou odvozeny z futures kontraktů na ropu. Přerušovaná čára zobrazuje výhled.

[Uzávěrka dat: 9. srpna 2011]. Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

### VI.2 Ostatní komodity

Obavy o budoucí vývoj globální ekonomiky vedly i k propadu indexu cen průmyslových kovů (ten - měřeno měsíčními průměry - poklesl o 10,5 %, tedy jen o cca 2 p.b. méně, než cena ropy Brent). Ve stejném rozsahu se posunula i předpověď. Naopak pokles indexu cen potravinářských komodit byl mnohem menší a nadále je očekáván jeho mírný růst až do poloviny roku 2012.

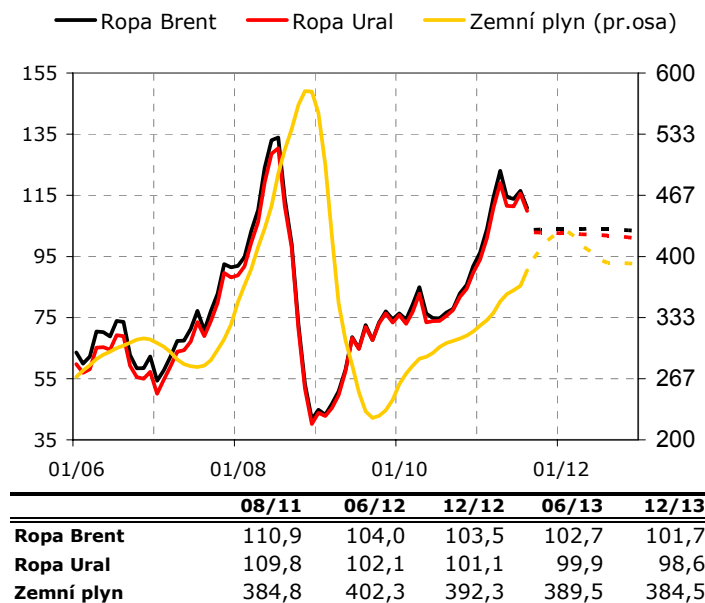
I když většina zemědělských komodit byla srpnovým výprodejem na komoditních trzích zasažena (kromě masa a rýže), cenové poklesy byly většinou relativně malé vzhledem k minulé volatilitě. Za zmínku tak stojí jen výrazný pokles ceny bavlny na počátku července. Předpověď zůstává mírně rostoucí u pšenice, rýže a hovězího masa, klesat by měly naopak ceny kukuřice, sóji a cukru. Propady cen průmyslových kovů byly vesměs výrazné, mírný budoucí růst se očekává pouze u ceny hliníku.

Poznámka: Graf zobrazuje indexy, rok 2005=100. Přerušovaná čára představuje výhled.

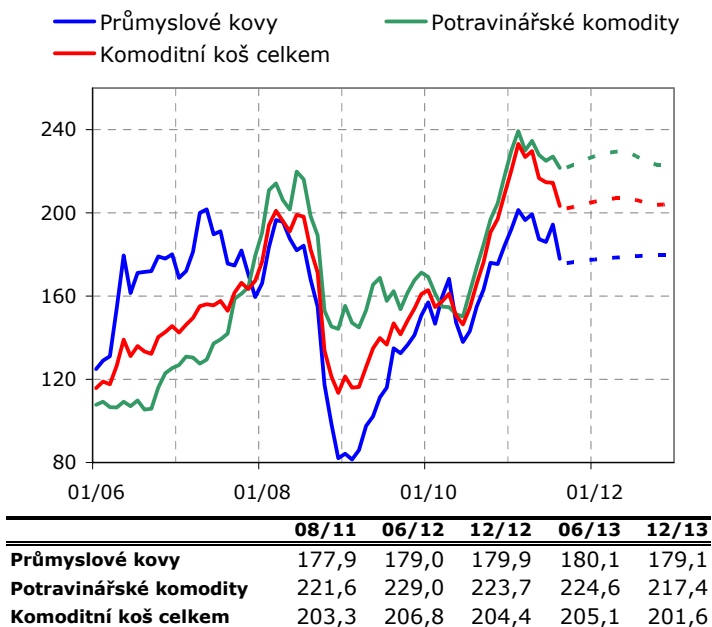
[Uzávěrka dat: 9. srpna 2011].

Zdroj: Bloomberg, výhledy na základě futures kontraktů.

#### VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU



#### VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



## EURODOLAROVÉ TRHY<sup>1</sup>

*Tento článek uvádí stručný přehled vývoje eurodolarových trhů. Dlouhodobější vývoj na trhu závazků bank mimo Spojené státy denominovaných v amerických dolarech – což je formální definice eurodolarového trhu – je analyzován na základě dat poskytnutých Bankou pro mezinárodní platby. Druhá část obsahuje stručný popis eurodolarového trhu dluhopisů. Závěrečná část článku ve stručnosti popisuje implikace euroměnových trhů pro domácí měnovou politiku a finanční stabilitu.*

### 1. Eurodolarový trh – definice a celkový vývoj

Mezinárodní využití hlavních měn se během posledního půlstoletí dramaticky zvýšilo v důsledku růstu zahraničního obchodu, investic a hromadění devizových rezerv. Americký dolar (USD) si udržoval klíčové postavení ve finančním zprostředkování a jeho role nebyla příliš ohrožena ostatními měnami. Lze očekávat, že transakce potřebné pro zahraniční financování, zejména mimo Spojené státy, budou a priori financovány pobočkami a dceřinými společnostmi amerických bank. Ve skutečnosti však významnou roli ve vzniku a rozvoji trhu dolarového financování mimo Spojené státy hrály britské banky. V počátečních fázích internacionalizace dolaru tak Londýn působil – řečeno pozdější terminologií – téměř jako offshore centrum<sup>2</sup> pro danou měnu. Trh s americkými dolary mimo Spojené státy vytrvale rostl a položil základy tzv. eurodolarového trhu.

Výraz eurodolar původně označoval bankovní vklady v amerických dolarech v bankách mimo Spojené státy. Zpravidla se používal pro termínované vklady s měsíční, tříměsíční nebo šestiměsíční splatností a pro vkladové certifikáty. Transakce musely být zaznamenány bankou mimo Spojené státy, ale pro definování eurodolarového trhu nebyla důležitá domovská země banky ani vkladatele. Rozlišení mezi vklady splatnými na požádání a termínovanými vklady bylo postupně překonáno. Přinejmenším některé studie dnes do analýzy eurodolarového trhu zahrnují veškeré bankovní závazky s požadovanými vlastnostmi. Je třeba také zmínit, že předpona „euro-“ nemá žádnou souvislost s měnou eurozóny. Znamená pouze, že daná měna je použita mimo oblast, kde byla vydána jako zákonné platidlo. V tomto smyslu lze obecněji hovořit o eurodolaru, euroeuru, eurojenu či jakékoli jiné euroměnové kombinaci. Výraz „eurodolar“ obsahuje předponu „euro-“, protože se původně týkal amerických dolarů uložených v evropských bankách. V širším pojetí může být použit také pro nástroje obchodované na trzích mimo Spojené státy, např. eurodolarové dluhopisy, akcie, futures, opce atd.

Přehled o vývoji některých hlavních euroměnových trhů poskytuje obrázek VII-1, který ukazuje objem zahraničních závazků bank denominovaných v pěti měnách v období 1977–2010. Údaje byly získány z přeshraničních bankovních statistik (Locational Banking Statistics) Banky pro mezinárodní platby (BIS) a mají čtvrtletní frekvenci. Údaje pro přeshraniční statistiky BIS poskytuje velká skupina vykazujících finančních institucí, které přijímají vklady nebo jejich blízké náhražky (tj. ne nutně jen komerční banky) a v současné době sídlí ve 43 různých zemích. Seznam vykazujících institucí je dostupný

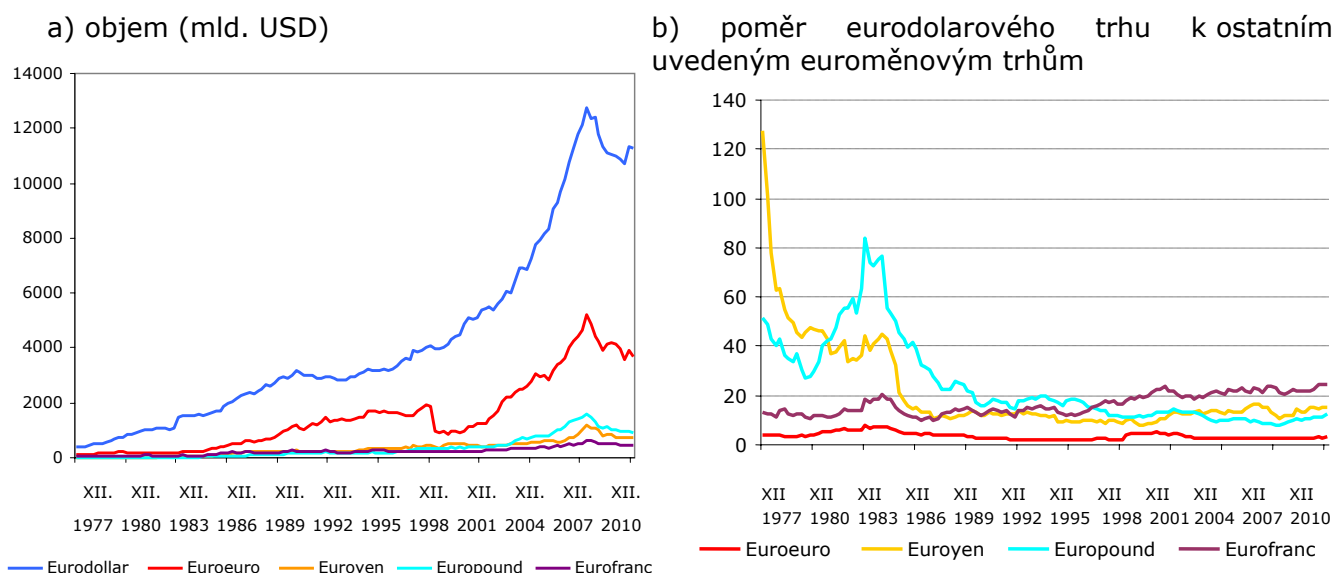
<sup>1</sup> Autorkou je Narcisa Kadlčáková ([Narcisa.Kadlcakova@cnb.cz](mailto:Narcisa.Kadlcakova@cnb.cz)). Obsah tohoto článku vyjadřuje výlučně názory autorky, a nemusí tedy odrážet oficiální stanovisko České národní banky.

<sup>2</sup> Formální definice offshore centra podle BIS je bankovní/finanční centrum, které provádí finanční transakce s nerezidenty nebo v cizí měně v objemu významně převyšujícím domácí transakce. Tvzení, že podle této definice je Londýn offshore centrem, je pochopitelně výrazně přehnané. Je zde spíše kladen důraz na geografický aspekt slova offshore. To znamená, že příjmy ze zahraničního obchodu v amerických dolarech a zahraniční investice v Londýně nebyly automaticky zahrnuty do oficiálních rezerv či vyměněny na devizových trzích za libry šterlinků. Byly použity na financování místních podniků prostřednictvím úvěrů v dolarech, čímž došlo ke vzniku samostatného trhu.

v elektronické podobě na internetových stránkách BIS (viz tabulka II-1 v pravidlech pro přeshraniční bankovní statistiky na adrese <http://www.bis.org/statistics/locbankstatsguide.pdf>). Přestože v časových řadách došlo ke strukturálním změnám (v důsledku změn metodiky výkaznictví či účetnictví, změn ve vzorku zemí či institucí, atd.), jsou zde prezentována data pro celý vzorek. Cílem je podtrhnout silný růst, který tyto trhy v období 1997–2010 zaznamenaly.

Časové řady byly sestaveny jako úhrn přeshraničních a vnitrostátních závazků<sup>3</sup> vykazujících bank v cizí měně vůči všem sektorům. Například časová řada pro USD zobrazuje závazky bank mimo Spojené státy v USD (ale pouze v zastoupených státech) vůči nerezidentům (přeshraniční závazky) i rezidentům (vnitrostátní závazky). Do vzorku jsou zahrnuty také pobočky a dceřiné společnosti amerických bank a jejich závazky v USD jsou považovány za závazky v cizí měně. S cílem usnadnit srovnání jsou údaje pro všechny euroměny zobrazené v obrázku VII-1 uvedeny v mld. USD.<sup>4</sup>

### Obrázek VII-1: Velikost jednotlivých euroměnových trhů



Zdroj: BIS (BIS Locational Banking Statistics)

Obrázek VII-1 ukazuje nesporné vedoucí postavení USD mezi měnami pro mezinárodní bankovní vklady ve sledovaném období. K rychlému růstu eurodolarového trhu došlo zejména mezi lety 2000 a 2007. Z hodnoty těsně pod 5 000 mld. USD v prosinci 2000 se velikost tohoto trhu téměř ztrojnásobila na 12 750 mld. USD v březnu 2008, kdy byla dosažena historicky nejvyšší hodnota. Po vypuknutí finanční krize ztratil eurodolarový trh od března 2008 do června 2010 přibližně 2 000 mld. USD a poté došlo k mírnému zotavení. Všechny ostatní euroměnové trhy prošly podobným vývojem: v březnu 2008 dosáhly nejvyšší hodnoty a poté jejich velikost klesala. Za zmínku také stojí, že během posledního desetiletí se eurodolarový trh stabilizoval vůči ostatním sledovaným euroměnovým trhům. Jeho objem představuje zhruba trojnásobek euroeurového,

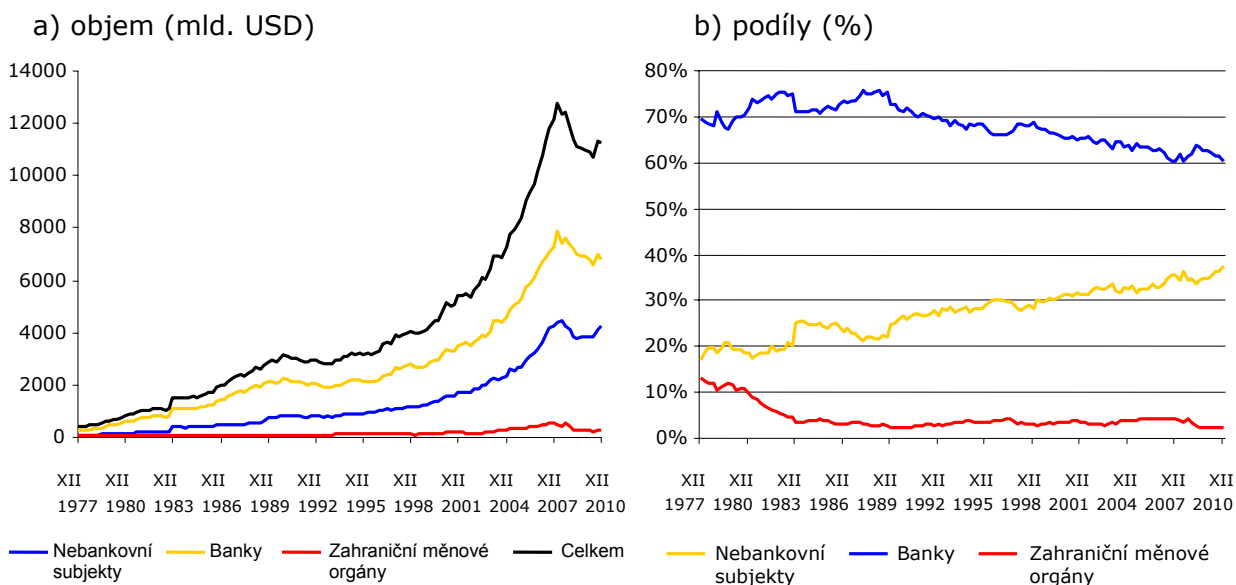
<sup>3</sup> Hlavními položkami na straně pasiv bank vykazujících údaje pro BIS jsou vklady a úvěry přijaté od bank i nebankovních subjektů. Tyto banky jsou rovněž povinny vykazovat emise vlastních cenných papírů na mezinárodních trzích a prostředky přijaté a investované vlastním jménem na základě správy majetku. Nevykazují obchody s cennými papíry.

<sup>4</sup> Údaje jsou ze strany BIS rovněž uváděny přímo v USD. Za tímto účelem jsou stavy v původních měnách přepočteny na USD s použitím kurzů pro příslušné měnové páry ke konci jednotlivých čtvrtletí. Je zřejmé, že výkyvy měnových kurzů mohou ovlivnit konečné hodnoty stavů závazků. Je také vhodné zmínit, že v doprovodné technické dokumentaci není popsána definice eurových závazků před zavedením eura v roce 1999.

třináctinásobek eurojenového, desetinásobek eurolibrového a jedenadvacetinásobek eurofrankového trhu.

Údaje BIS umožňují členění závazků vykazujících bank v USD podle těchto tří sektorů: bank, nebankovních subjektů a zahraničních měnových orgánů (v zásadě zahraničních centrálních bank). Podle této klasifikace lze určit, kdo byli nejdůležitější vkladatelé v bankách a zda došlo k případným posunům mezi sektory. Jak ukazuje obrázek VII-2, je zřejmé, že největší podíl na eurodolarovém trhu byl zajištěn prostřednictvím mezibankovního financování<sup>5</sup>. Během sledovaného období bylo 60 % až 75 % poptávky bank po financování zajišťováno ostatními bankami. Na začátku 90. let 20. století došlo k posunu mezi sektory. Podíl mezibankovních závazků postupně klesal ze 70 % až 75 % v 80. letech 20. století až na 60 % v prosinci 2010. Pokles bankovních závazků byl kompenzován zvýšením závazků vůči nebankovním subjektům, jejichž podíl vzrostl z 25 % v prosinci 1989 na 38 % v prosinci 2010. Podíl dolarových vkladů zahraničních centrálních bank od 80. let 20. století kolísal mezi 2 % a 4 %.

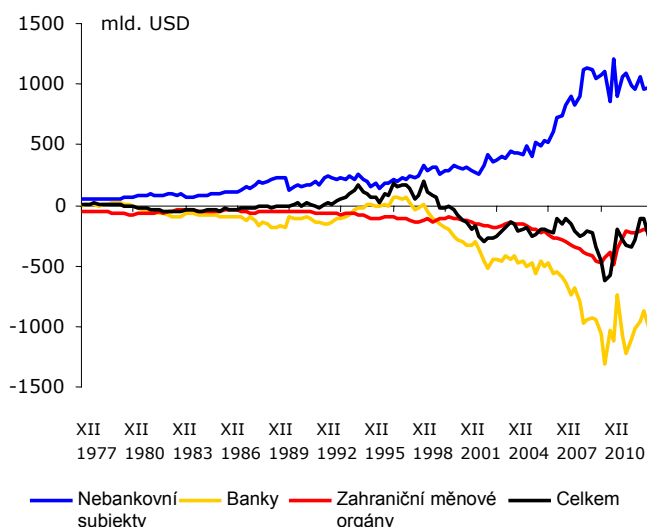
### Obrázek VII-2: Sektorové členění eurodolarového trhu



Zdroj: BIS (BIS Locational Banking Statistics)

Podobným způsobem lze odhadnout aktivní položky bankovních rozvah (v terminologii BIS pohledávky) denominované v USD. Čisté pozice (aktiva minus pasiva) by ukázaly, jak banky mimo Spojené státy řídily svoji bilanci dolarových aktiv a pasiv na sektorové úrovni. Jak je patrné z obrázku VII-3, zahraniční banky měly stále výraznější zápornou čistou pozici dolarových transakcí vůči všem sektorům, přičemž rekordní hodnoty 629 mld. USD dosáhly v březnu 2008. Je však zajímavé sledovat asymetrický způsob, jakým se tato záporná čistá pozice nahromadila. Během celého období 1990–2010 banky držely dlouhou pozici (půjčovaly více, než si samy vypůjčovaly) vůči nebankovním subjektům a krátkou pozici vůči bankám a zahraničním měnovým orgánům. Jinými slovy, banky vracely stále méně amerických dolarů získaných od ostatních bank zpátky na mezibankovní trh a spíše je směřovaly do nebankovního sektoru.

<sup>5</sup> Jsou zde zahrnuty rovněž bankovní vklady domácích centrálních bank v USD. Je tak zohledněn podíl dolarových rezerv držaných vykazujícími bankami u svých centrálních bank.

**Obrázek VII-3:** Čistá pozice vykazujících bank v USD podle sektoru

Zdroj: BIS (BIS Locational Banking Statistics)

Naše zdroje dat neumožňují analyzovat diverzifikaci prostředků z eurodolarových trhů od bankovních k nebankovním klientům. Jiné studie však tuto otázku objasnily. Např. McGuire (2004) zdůrazňuje, že Londýn začal v rostoucí míře přesouvat prostředky z mezibankovního trhu do nebankovního sektoru od druhé poloviny 90. let 20. století. To odráželo posilování vazeb mezi londýnskými bankami a nebankovními finančními institucemi, jako jsou hedgeové fondy a obchodníci s cennými papíry (zejména ve Spojených státech), jehož cílem bylo větší využití finanční páky v dluhopisových portfoliích. Je rozumné předpokládat, že banky využívaly podobnou strategii také vůči nebankovním finančním institucím na eurodolarovém trhu.

Tato rostoucí mezera mezi aktivy a pasivy a nesoulad splatností u dolarových pozic však pravděpodobně byly hlavní příčinou zranitelnosti bank, která se ukázala během současné krize. McGuire (2009) podrobně analyzuje, jak tyto expozice učinily evropské banky zranitelnými vůči nedávno zaznamenanému dolarovému likviditnímu šoku. Před krizí evropské banky získávaly potřebné devizové prostředky, které nebyly pokryty mezibankovním trhem a centrálními bankami, prostřednictvím měnových swapů. Japonské banky si vypůjčovaly v jenech od rezidentů a americké banky vykazovaly výpůjčky od podílových fondů a dalších nebankovních institucí ve Spojených státech prostřednictvím offshore center v Karibiku. Po začátku krize byly zdroje dolarového financování evropských bank náhle zasaženy likviditním šokem. Mezibankovní trh procházel krizí důvěry způsobenou bankrotem předních amerických bank, trh měnových swapů byl zahlcen zvýšenou poptávkou po dolarech, některé zahraniční centrální banky stahovaly likviditu na podporu svých domácích finančních systémů a fondy peněžního trhu snižovaly svoji držbu bankovních dluhopisů. Evropské banky také čelily značným problémům s redukcí objemu svých aktiv denominovaných v dolarech (zejména cenných papírů krytých aktivy) a zaznamenávaly ztráty z důvodu prodejů na klesajících trzích. Zvládnutí těchto nevyvážených pozic v období finančního napětí si nakonec vyžádalo masivní podporu států.



## 2. Trh eurodolarových dluhopisů

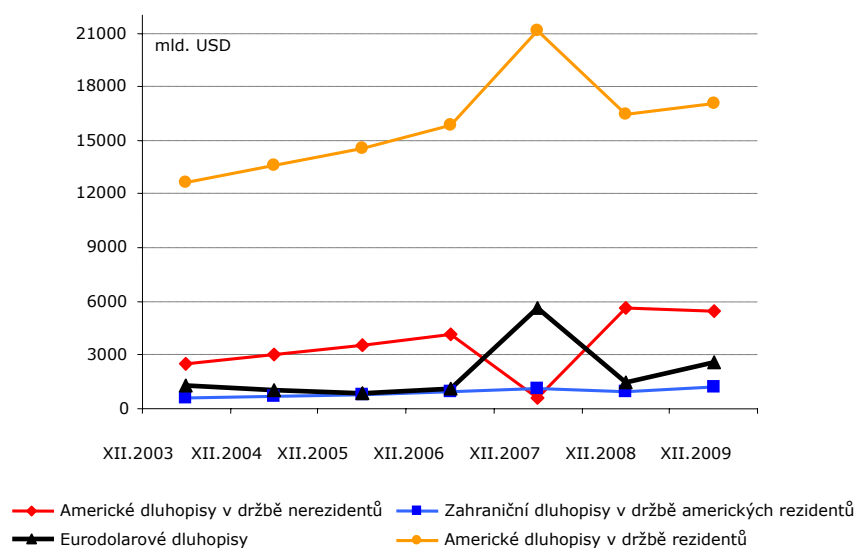
Souvisejícím tématem je také trh euroměnových dluhopisů. Euroměnové dluhopisy jsou dluhopisy prodávané mimo zemi, která emituje měnu, na niž dluhopisy znějí. Eurodolarové dluhopisy jsou dluhopisy denominované v amerických dolarech a emitované mimo Spojené státy. Eurodolarové dluhopisy mají několik vlastností, které je činí atraktivními pro investory i emitenty. Zprvu, vzhledem k obchodování mimo oblast spadající pod jurisdikci Spojených států nepodléhají předpisům Komise pro cenné papíry a burzy (SEC) a dalším informačním povinnostem. To je činí zajímavějšími pro investory a pravděpodobně to napomáhá také likviditě trhu. Zadruhé, vzhledem k tomu, že se jedná o dluhopisy na doručitele, není známa totožnost držitele a kupónové platby nebo kapitálové příjmy nejsou nutně zdaněny.<sup>6</sup> Zatřetí, v mezinárodním měřítku lze oslovit širší základnu investorů, což je výhoda pro americké firmy působící v zahraničí. V neposlední řadě mohou být eurodolarové dluhopisy použity jako zajišťovací nástroje k řízení měnového rizika portfolií, a jsou tak výhodné pro institucionální investory s velkou expozicí vůči americkému dolaru.

Údaje o velikosti trhu eurodolarových dluhopisů lze získat kombinací statistik BIS a amerického ministerstva financí, Federální rezervní banky v New Yorku a Rady guvernérů Federálního rezervního systému. BIS poskytuje čtvrtletní statistiku stavu mezinárodních dluhových cenných papírů. Definují se jako cenné papíry splňující některé z následujících třech kritérií: (i) cenné papíry v cizí měně emitované rezidenty i nerezidenty v dané zemi, (ii) cenné papíry v domácí měně emitované v domovské zemi cizinci a (iii) cenné papíry v domácí měně emitované v domovské zemi rezidenty, ale v držbě nerezidentů. Údaje BIS jsou souhrnem těchto třech kategorií. Definici euroměnového dluhopisu ale odpovídá pouze bod (i). Údaje týkající se kategorií (ii) a (iii) jsou naštěstí dostupné díky výše uvedeným americkým vládním agenturám. Údaje pro bod (ii) jsou zde odhadnuty jako stav zahraničních cenných papírů držných v amerických portfoliích a údaje pro bod (iii) jako stav amerických cenných papírů držných v zahraničních portfoliích. Tyto statistiky jsou poskytovány každoročně, v prvním případě k prosinci každého roku a ve druhém případě k červnu. Velikost trhu eurodolarových dluhopisů se získá odečtením obou složek amerických údajů od údajů BIS. Uvažovány jsou pouze dluhopisy denominované v amerických dolarech a pouze dlouhodobé dluhopisy (se splatností nad jeden rok). V obrázku VII-4 je znázorněn vývoj těchto tří segmentů amerického trhu dluhopisů. Abychom se mohli podívat na trh eurodolarových dluhopisů ze srovnatelného pohledu, je zde také vyobrazen stav domácích amerických dlouhodobých dluhopisů prodaných rezidentům.

Jak vyplývá z obrázku VII-4, kromě roku 2007 byl v období let 2003–2009 zaznamenán mírný růst ve všech segmentech zde uvažovaného amerického trhu dluhopisů. Finanční krize v roce 2007 měla rychlý a zásadní dopad na trhy dluhopisů ve Spojených státech. Stav domácích dluhopisů prodaných rezidentům se zvýšil o 33 %, tj. ze 16 bil. USD v prosinci 2006 na 21 bil. USD v prosinci 2007. Je pravděpodobné, že problémy v bankovním systému přiměly investory hledat bezpečný přístav (státní dluhopisy) a americké firmy přiměly hledat alternativní nebankovní financování (emise dluhopisů). Za zmínku stojí rovněž skutečnost, že zahraniční investoři v roce 2007 přešli z domácího amerického trhu na trh eurodolarových dluhopisů. Dluhopisy znějící na americké dolary a emitované ve Spojených státech v držbě nerezidentů v tomto roce významně poklesly o 3,5 bil. USD. Nad tímto poklesem převážil objem obchodování na trzích eurodolarových dluhopisů (4,5 bil. USD).

<sup>6</sup> Jak ukazuje literatura, srážková daň uplatňovaná ve spojených státech od roku 1984 na nákupy podnikových dluhopisů nerezidenty a na úrokové příjmy poskytla další impulz rozvoji trhu eurodolarových dluhopisů.

**Obrázek VII-4:** Trh eurodolarových dluhopisů spolu s ostatními třemi segmenty amerického trhu dluhopisů



Zdroje: BIS (BIS securities statistics and syndicated loans); americké ministerstvo financí, Federální rezervní banka v New Yorku a Rada guvernérů Federálního rezervního systému (*Zpráva o zahraničních cenných papírech držení v amerických portfoliích k 31. 12.*; *Zpráva o amerických cenných papírech držení v zahraničních portfoliích k 30. 6.*)

Eurodolarové derivátové nástroje – derivátové kontrakty využívající eurodolarové nástroje jako podkladová aktiva – byly obchodovány na burzách po celém světě (CME, LIFFE, SIMEX, TIFFE). Vzhledem k rozmanitosti těchto nástrojů a obtížnému sběru údajů zde nebude uveden bližší popis.

### 3. Eurodolarové trhy – otázky měnové politiky a finanční stability

Euroměnové trhy nejsou izolované od zbytku finančního systému a jejich dopad na ostatní sektory se může stát v jistých případech předmětem měnověpolitických obav. Jednou z těchto obav je to, že hráči na euroměnových trzích nepůsobí podle jurisdikce domovské země (musí se ale řídit jurisdikcí hostitelské země), a tudíž jednostranná opatření na kontrolu a regulaci euroměnových trhů nemusí být dostatečně efektivní. Je třeba nastítnit potenciální rizika související s těmito trhy a zdůraznit měnověpolitické reakce určitých zemí z minulosti. Otázky zde probírané jsou detailněji zpracovány v práci Dong a McCauley (2010).

Z měnověpolitického hlediska může mít zahraniční trh vliv na transmisi měnové politiky. V případě centrálních bank, jejichž měnověpolitickým nástrojem je určitá krátkodobá úroková sazba, může dojít k narušení transmise měnové politiky, pokud mezi zahraničními a tuzemskými (peněžními) trhy existuje významná zpětná vazba. Například Yang a kol. (2007) našel významný kauzální vztah mezi tuzemskými (výnosy z vkladových certifikátů) a zahraničními (dolarová sazba LIBOR) sazbami peněžního trhu ve Spojených státech, přičemž tato kauzalita probíhá v určitých obdobích od zahraničních sazeb směrem k sazbám tuzemským. Dobře rozvinutý trh euroměnových dluhopisů může ovlivnit výnosovou křivku podobným způsobem, ale u dlouhodobějších splatností. Například Dong a McCauley (2010) prokázali, že zpřísnování měnové politiky na Novém Zélandu se nepřeneslo na dlouhodobější stranu výnosové křivky kvůli významným japonským nákupům novozélandských dluhopisů na zahraničních trzích.

Proto se zdá, že centrální banky v zemích, jejichž měny jsou významnou měrou používány v zahraničí, by při provádění měnové politiky měly brát v úvahu informace z těchto trhů. V měnových režimech, které cílí peněžní agregát, může existence zahraničního trhu komplikovat měření růstu peněžní zásoby a úvěrů. Před přechodem na cílování sazby z federálních fondů ve Spojených státech se tvůrci měnové politiky vyslovovali pro uložení povinných minimálních rezerv na zahraniční vklady nebo pro podobná opatření pro kontrolu domácích bankovních úvěrů ze zahraničních trhů. Mělo se ale za to, že tyto návrhy postaví americké banky do nevýhodné konkurenční pozice ve vztahu k zahraničním bankám působícím ve Spojených státech (pro které by tato opatření nebyla povinná), a později se od nich ustoupilo. Při zpětném pohledu však někteří argumentují, že vysoká inflace ve Spojených státech během 70. let 20. století měla možná původ v laxních úvěrových standardech na eurodolarových trzích. Stejně tak jiní argumentují, že dluhová krize v Latinské Americe byla ovlivněna snadno dostupnými úvěry, které poskytovaly eurodolarové trhy. Všechny tyto příklady ukazují, že měnová politika není zcela nezávislá na vývoji na zahraničních trzích, a proto je třeba, aby tvůrci měnové politiky tyto trhy pečlivě sledovali.

Z hlediska finanční stability jsou rizika související s eurodolarovým trhem podobná rizikům v souvislosti s bankovními úvěry v cizích měnách. Jak zdůrazňuje obrázek VII-3, eurodolarový trh byl hlavní příčinou některých slabin bank, které byly odhaleny během nedávné krize. Jednou z nejdůležitějších věcí, které nás naučila nedávná krize, bylo to, jak lehce expozice bank v cizích měnách (část z níž byla akumulována přes euroměnové trhy) může ohrozit finanční systém jako celek. V tomto smyslu je vysoce relevantní zkušenost evropských bank. Jejich vysoký nesoulad aktiv a pasiv v amerických dolarech a expozice vůči toxickým americkým aktivům představovaly pro rozvahy těchto bank závažnou zátěž a v určitých případech došlo k pádu banky. Tím to ale neskončilo. Musely zasáhnout centrální banky a další mezinárodní organizace a poskytnout nezbytnou likviditu v amerických dolarech, na niž banky na trhu nemohly dosáhnout. To zase ovlivnilo devizové rezervy centrálních bank a jejich rozvahy. Bez masivní účasti Fedu při poskytování likvidity evropským bankám, přímo i prostřednictvím swapů dohodnutých s evropskými centrálními bankami, by byl tento šok pro dotčené centrální banky zřejmě mnohem škodlivější. Tato situace měla dopad i na euro jako měnu. Zatímco se banky snažily nakoupit na trhu dolary, euro oslabovalo. Je ale ještě pravděpodobnější, že vysoká volatilita měnového kurzu měla v tomto období zhoubnější následky.

Úzkou souvislost s euroměnovými trhy má i to, že bankovní úvěry v cizích měnách podporované těmito trhy mohou mít vliv na bubliny aktiv, což je další významné poučení pro finanční stabilitu. Nedávným příkladem jsou problémy spojené se sektorem nemovitostí v některých zemích střední Evropy, kde byl financující měnou švýcarský frank. Je možné, že tamější banky neměly k dispozici zdravou vkladovou základnu ve švýcarských francích nebo s blížící se krizí došlo k runu na vklady ve švýcarských francích. V každém případě byly v důsledku krize vyvolány obavy ohledně řádného řízení devizové expozice ze strany dotčených bank.

## Závěr

Tento článek uvádí stručný přehled vývoje eurodolarových trhů. Z dlouhodobého vývoje těchto trhů vyplývá, že americký dolar si oproti ostatním měnám udržel vedoucí pozici při pokrývání potřeb financování jejich zahraničních trhů. Zároveň podrobnější sektorové členění zdůrazňuje, že rizikové expozice začaly na eurodolarovém trhu vznikat po roce 2000. Konkrétně řečeno, zahraniční banky ve stále větší míře směřovaly prostředky v amerických dolarech na nebankovní klienty a rozdíl oproti vkladům přijatým od těchto

klientů se prohluboval takřka exponenciálně až do vypuknutí krize. Nesoulad mezi aktivy a pasivy ve vztahu k nebankovnímu sektoru pravděpodobně představoval vážné riziko financování, na které zahraniční banky přistoupily.

Trh eurodolarových dluhopisů měl oproti ostatním segmentům amerického trhu dluhopisů spíše méně významnou pozici. V roce 2007 ale zaznamenal významný nárůst, v němž se odrážel přechod investorů od dolarových dluhopisů emitovaných ve Spojených státech k dolarovým dluhopisům emitovaným v zahraničí.

Euroměnové trhy spolupracují s ostatními sektory ekonomiky a zřejmě si zaslouží pozorné sledování ze strany tvůrců měnové politiky v domovské i hostitelské zemi. Obecně může dojít ke komplikacím, jelikož tyto trhy spadají pod různé jurisdikce. Z měnověpolitického hlediska mohou mít euroměnové trhy vliv na transmisi měnové politiky v domovské zemi kvůli kauzálnímu vztahu, který se obecně vytvoří mezi tuzemskými a zahraničními úrokovými sazbami. Kromě toho může být existencí zahraničního trhu pro domácí měnu ohroženo měření růstu peněžní zásoby a úvěrů. Také lze upozornit na otázky týkající se finanční stability. Na jednu stranu je zřejmě třeba, aby regulatorní orgány pečlivě sledovaly řízení devizových expozic bank v přítomnosti zahraničního trhu. Obecně řečeno, pečlivěji by měly být sledovány také expozice vůči zahraničním bankám a expozice zahraničních bank. Na druhou stranu nárůst nabídky úvěrů spojený s bankovními úvěry v různých měnách může mít dopad na ceny aktiv a vyvolat v ekonomice období konjunktury a propadu.

### **Seznam použité literatury**

Dong, H. – McCauley, R. N. (2010): Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues. BIS Working Paper, No. 320, září 2010

McGuire, P. (2004): A Shift in London's Eurodollar Market. BIS Quarterly Review, září 2004

McGuire, P. (2009): The US Dollar Shortage in Global Banking. BIS Quarterly Review, březen 2009

Yang, J. – Shin, J. – Khan, M. (2007): Causal Linkages between US and Eurodollar Interest Rates: Further Evidence. Applied Economics, No. 39(2)

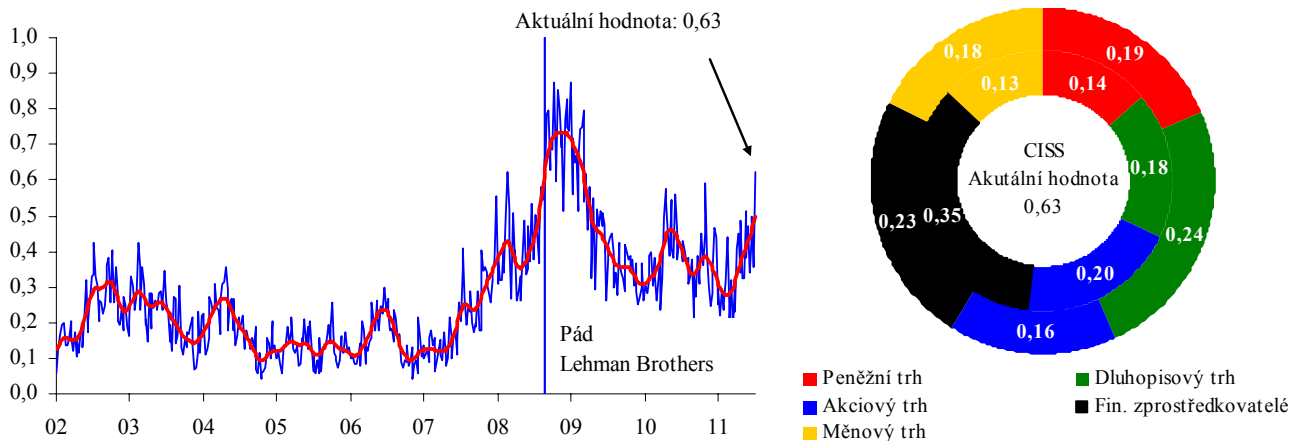
## ZVÝŠENÁ NEJISTOTA NA FINANČNÍCH TRZÍCH EUROZÓNY<sup>1</sup>

*Ještě před měsícem se zdálo, že dluhová krize v eurozóně již dosáhla svého maxima, když byla dočasně vyřešena situace Řecka opatřeními schválenými na summitu zemí eurozóny. Nicméně rostoucí nedůvěra ve španělské a zejména italské dluhopisy a vleklé dohady okolo navýšení dluhového stropu v USA na konci července odstartovaly novou vlnu nejistoty na finančních trzích v celosvětovém měřítku. Navíc 6. srpna agentura Standard & Poor's snížila rating USA. Opakuje se tedy situace, kterou trhy eurozóny zažily v době pádu Lehman Brothers?*

Jako měřítko stresu ve finančním systému (nestabilita současně na více trzích) lze použít složený indikátor systémového rizika (CISS),<sup>2</sup> který zachycuje současnou úroveň nestability ve finančním sektoru v jediném čísle. Indikátor CISS pro eurozónu je tvořen na základě vstupů z pěti nejpodstatnějších segmentů finančního systému – peněžního, akciového, dluhopisového, segmentu finančních zprostředkovatelů a konečně trhu se zahraničními měnami. Každý segment je charakterizován třemi dílčími indikátory, které poskytují různé informace o stresu na finančních trzích – především o volatilitě, sentimentu nebo maximální kumulativní ztrátě. Tyto indikátory jsou poté znormalizovány tak, aby jejich hodnota byla navzájem porovnatelná. Nakonec se pět subindexů skládá do konečného CISS indexu použitím portfoliového přístupu. Výsledný index proto není pouhým průměrem jednotlivých subindexů, ale důležité jsou korelace mezi jednotlivými indexy. Hodnota CISS indexu je tedy nejvyšší, když jsou hodnoty jednotlivých indexů vysoké a rovněž korelace mezi nimi jsou vysoké. To odráží požadavek na to, aby hodnota indexu byla nejvyšší v době, kdy je stres na finančních trzích systémový.

Současný vývoj indikátoru CISS naznačuje prudký nárůst nejistoty na finančních trzích v posledním měsíci. V prvním srpnovém týdnu se přiblížil hodnotám ze září 2008, kdy padla banka Lehman Brothers (0,66, viz obrázek VIII-1), a jeho hodnota je nejvyšší od března 2009.

**Obrázek VIII-1:** Vývoj indikátoru CISS a jeho struktura v prvním srpnovém týdnu



Poznámka: Týdenní průměry, červená čára je vyhlazení pomocí HP filtru. Struktura je znázorněna za první srpnový týden (1.-5.8. 2011) a odráží příspěvky jednotlivých trhů k vývoji celkového indexu. Vnitřní graf: prostá agregace - index na základě váženého průměru, vnější graf: agregace na základě portfoliového přístupu.

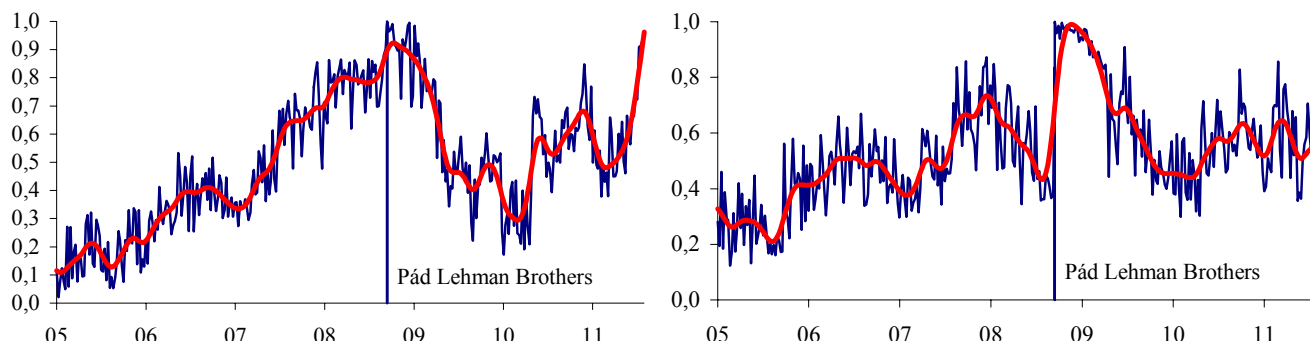
Zdroj: výpočet ČNB pomocí dat z Datastream a Bloomberg.

<sup>1</sup> Autory jsou Tomáš Adam ([Tomas.Adam@cnb.cz](mailto:Tomas.Adam@cnb.cz)) a Soňa Benecká ([Sona.Benecka@cnb.cz](mailto:Sona.Benecka@cnb.cz)). Názory v tomto příspěvku jsou vlastní a neodráží nezbytně oficiální pozici České národní banky.

<sup>2</sup> V literatuře existuje několik možných indikátorů systémového rizika, v naší práci používáme CISS z článku Hollo, Kremer and Lo Duca: "CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system", ECB Working Paper Series, forthcoming. Na rozdíl od jiných indikátorů je velmi přesný pro zachycení stresových faktorů v eurozóně včetně speciálních nástrojů likvidity jako je marginální zápůjční facilitata.

Subindex pro dluhopisový trh a trh finančních zprostředkovatelů se dokonce přiblížil maximálním hodnotám, což odpovídá vývoji před rozvinutím globální finanční krize. Na druhé straně ostatní trhy zatím nevykazují známky tak výrazného stresu.

**Obrázek VIII-2:** Vývoj subindexů pro dluhopisový (vlevo) a peněžní (vpravo) trh



Poznámka: Týdenní průměry, červená čára je vyhlazení pomocí HP filtru.

Zdroj: Výpočet ČNB pomocí dat z Datastream a Bloomberg.

Druhý srpnový týden přinesl navíc zvýšený stres na akciovém trhu, když evropské burzy zaznamenaly výrazné propady. VIX index (měřící implikovanou volatilitu opcí na S&P 500 index) se zdvojnásobil a dosáhl úrovně ze začátku roku 2009. V rámci snah o stabilizaci situace začala Evropská centrální banka na evropském dluhopisovém trhu nakupovat španělské a italské dluhopisy. Pro zvýšení likvidity na peněžním trhu ECB již na posledním měnovém zasedání 4. srpna opět zavedla poskytování likvidity na 6 měsíců za fixní sazbu. Krátkodobé uklidnění na akciových trzích zase podpořilo prohlášení Fedu, že bude úrokové sazby držet na rekordně nízké úrovni kvůli slabé ekonomice ještě minimálně dva roky.

Lze tedy shrnout, že úroveň stresu ve finančním systému podstatně vzrostla, nelze z ní však vyvozovat závěry o začátku další globální finanční krize. Stres se zatím koncentruje jen na několika trzích, proti němu působí snahy o stabilizaci trhů ze strany centrálních bank. Navíc se jedná o stres primárně v rámci eurozóny a indikátory pro USA podstatný nárůst stresu v červenci nenaznačují.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Kansas City Financial Stress Index pro Spojené státy na měsíční bázi je zveřejňován na stránkách <http://www.kansascityfed.org/research/indicatorsdata/kcfsi/>. Poslední dostupné údaje jsou za červenec 2011.

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

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