

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – BŘEZEN

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
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv	12
POUŽITÉ ZKRATKY	19
SEZNAM TEMATICKÝCH ČLÁNKŮ PUBLIKOVANÝCH V GEVU	20

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

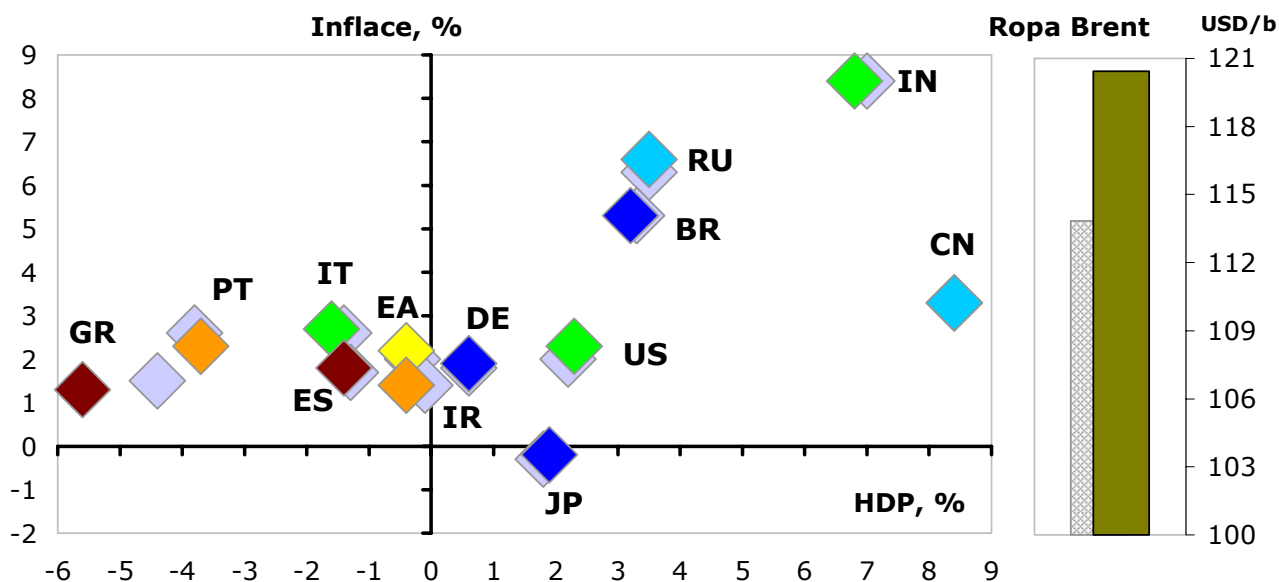
Březnové vydání Globálního ekonomického výhledu přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje vybraných teritorií optikou standardních ukazatelů, jako jsou HDP, inflace, předstihové indikátory, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost dále zaostřena na objasnění makrofinančního pojetí nesladěnosti cen aktiv – jedné z hybných sil v pozadí vzniku finanční krize – v kontextu provádění monetární, fiskální a obezřetnostní politiky.

Aktuální výhledy ekonomické výkonnosti potvrzují, že rok 2012 bude oproti roku minulému rokem nižší ekonomické výkonnosti; výjimkou je hospodářský vývoj Spojených států, které v čase pozvolna zvyšují svoji ekonomickou kondici. Země eurozóny budou nadále taženy „lokomotivou“ německé ekonomiky. Eurozóna jako celek bude čelit slabé domácí i globální potpávce, zdrženlivé fiskální politice a řešení problémů předlužených zemí jejího jižního křídla. Jak ilustruje níže uvedený obrázek, situace problémových zemí jižního křídla eurozóny je nezáviděníhodná, neboť při očekávaném letošním hospodářském poklesu nelze očekávat výrazné zlepšení neutěšené situace na trzích práce. Zejména situace Řecka a Španělska je alarmující, neboť celková míra nezaměstnanosti se tam pohybuje nad 20% hranicí, v určitých věkových strukturách i nad 40% hranicí.

Hospodářský vývoj rozvíjejících se ekonomik, zejména skupiny zemí BRIC (Brazílie, Ruska, Indie a Číny) stále 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 vyšší nezaměstnaností, která je vyjma Indie jednociferná.

Světová ekonomika bude v roce 2012 vystavena stále vysokým cenám ropy. Cena ropy Brent v eurovém vyjádření již pokořila historická maxima z července 2008. Nicméně se očekává její mírná korekce, což by při očekávané stagnaci vývoje kurzu dolaru nemělo vést k eskalaci inflačních rizik. Ceny potravinářských a průmyslových komodit by měly stagnovat kolem současných úrovní. V horizontu jednoho roku se očekává stabilita úrokových sazeb ECB; v případě USA lze očekávat neměnnost sazeb i za horizontem roku 2013.

Výhled ekonomického vývoje vybraných zemí v roce 2012



Nezaměstnanost, % 4 - 6 ≤ 8 ≤ 10 ≤ 12 ≤ 14 ≤ 16 ≤ 18 ≤ 20 ≤ 23

výhled XII-2012

Poznámka: EA – eurozóna, DE – Německo, US – Spojené státy, JP – Japonsko, CN – Čína, IN – Indie, BR – Brazílie, RU – Rusko, GR – Řecko, IE – Irsko, IT – Itálie, PT – Portugalsko, ES – Španělsko. Barva bodů je přiřazena podle očekávané v roce 2012 nezaměstnanosti. Sedlá barva vyznačuje předpověď CF (HDP, inflace) a Bloomberg (cena ropy) z předchozího měsíce. [Uzávěrka dat: 16. března 2012]

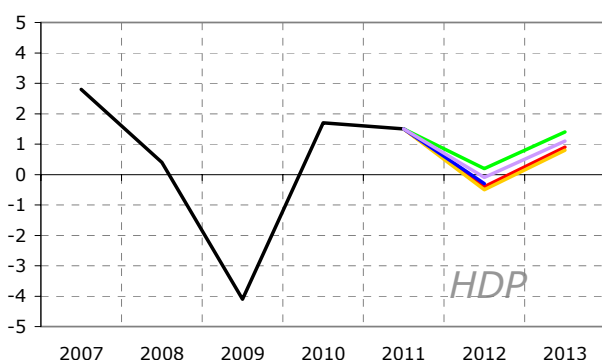
Zdroj: Výpočet ČNB s použitím databáze Bloomberg, Consensus Economics a EIU.

II.1 HDP

Negativní výhled vývoje ekonomiky eurozóny v **letošním roce** je ovlivněn slabou jak globální, tak domácí poptávkou, horší nabídkou úvěrů a zpříšňováním fiskální politiky v některých zemích měnové unie. Přestože důvěra trhu ve schopnost Řecka splatit dluhy i po zahájení jejich restrukturalizace je slabá, averze k riziku klesá. Postupné zlepšování ekonomické situace eurozóny lze však očekávat nejdříve ve druhé polovině roku. Celkem v roce 2012 dle nových výhledů činí propad HDP regionu 0,1 % (ECB, střední hodnota) až 0,4 % (CF 03). Ekonomický růst Německa by měl letos dosáhnout 0,6 %. Příznivá makroekonomická data z USA (především data z trhu práce, revize HDP za 4Q2011 a optimistické předstihové ukazatele) posunula nový výhled CF na 2,3 %. Výhled růstu ekonomické aktivity pro Čínu je dle aktuálního CF 8,4 % a 8% růst očekává BOFIT, tj. předpokládá se, že Čína udrží ekonomický růst nad cílovými 7,5 % (začátkem března čínská vláda snížila cílový růst z 8 % stanovených od roku 2005, na což negativně reagovaly finanční trhy, které spojily tento krok se záměrem snížit závislost ekonomiky na vývozu ve prospěch růstu domácí spotřeby). **Příští rok** lze ve sledovaných rozvinutých ekonomikách očekávat růst 0,9% až 2,6% . Čína bude růst 8% až 8,6% tempem.

EUROZÓNA

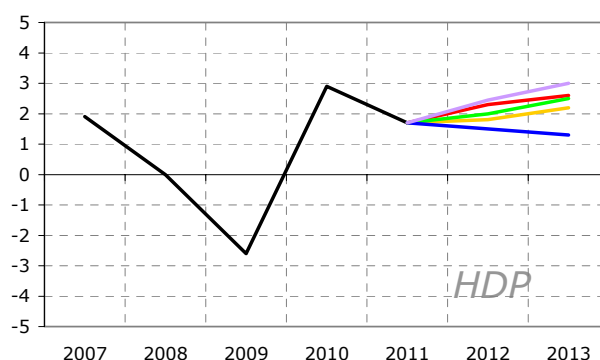
— HIST — CF, 3/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 2/12 — ECB, 3/12



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

USA

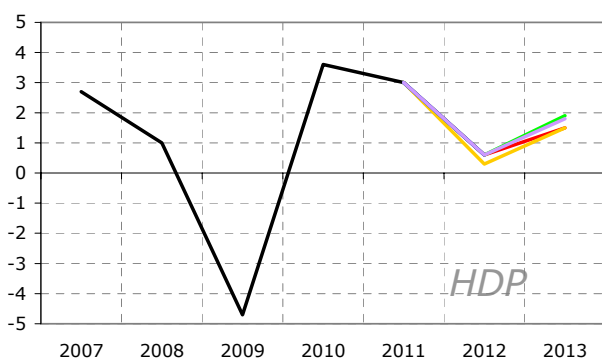
— HIST — CF, 3/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — Fed, 1/12



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

NĚMECKO

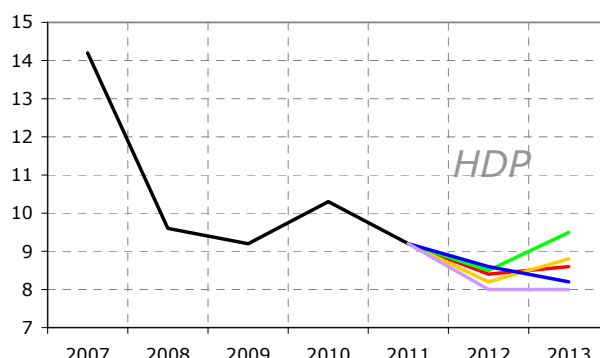
— HIST — CF, 3/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 2/12 — DBB, 12/11



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

ČÍNA

— HIST — CF, 3/12 — MMF, 1/12
— OECD, 11/11 — EK, 11/11 — BOFIT, 3/12



	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

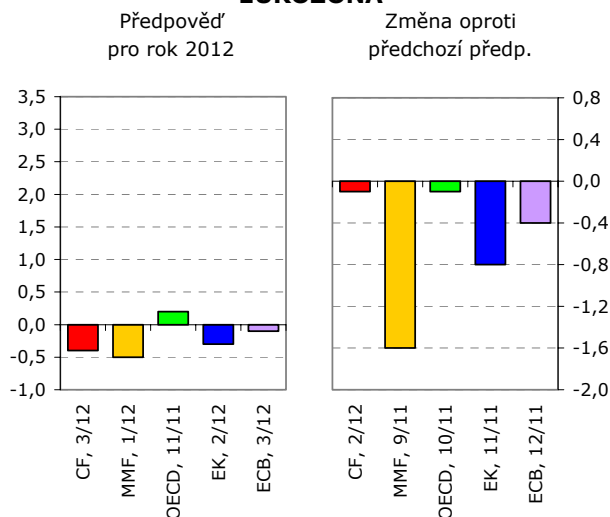
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 16. března 2012]

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

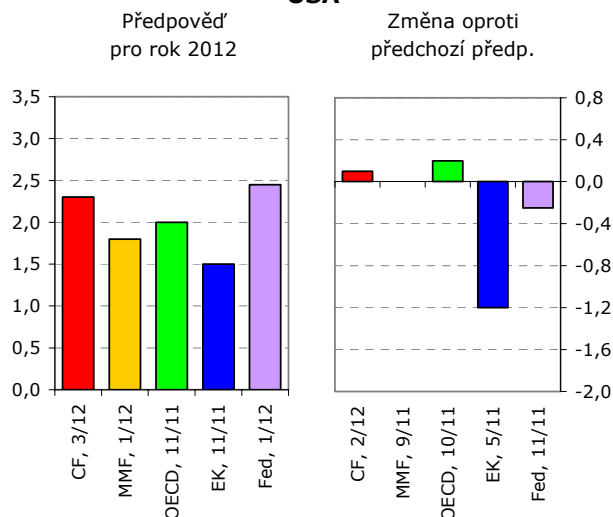
II.2 Aktuální předpověď HDP a její změna oproti předchozí předpovědi

Březnový CF očekává v roce 2012 propad eurozóny o 0,1 p.b. větší ve srovnání s prognózou z minulého měsíce. ECB snížila svoji prognózu růstu eurozóny o 0,4 p.b. směrem dolů. Větší revize (oproti CF) odráží rozdíl ve frekvenci publikací prognóz CF a ECB. Výhled růstu HDP Spojených států se naopak podle nového CF zlepšil o 0,1 p.b. a výhled růstu HDP Německa nebo Číny zůstal v tomto měsíci na úrovni předchozí prognózy.

EUROZÓNA



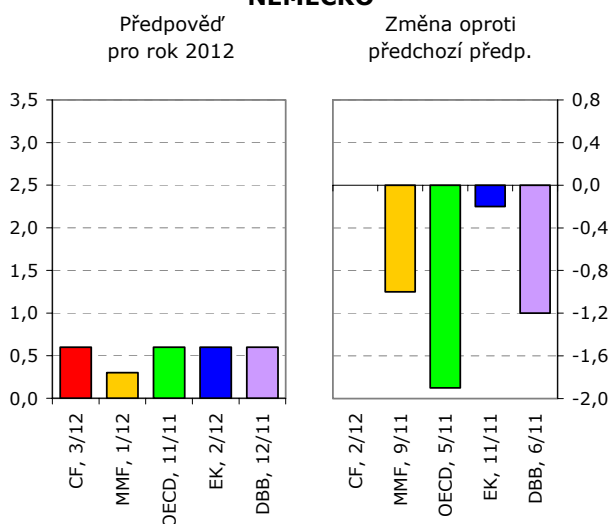
USA



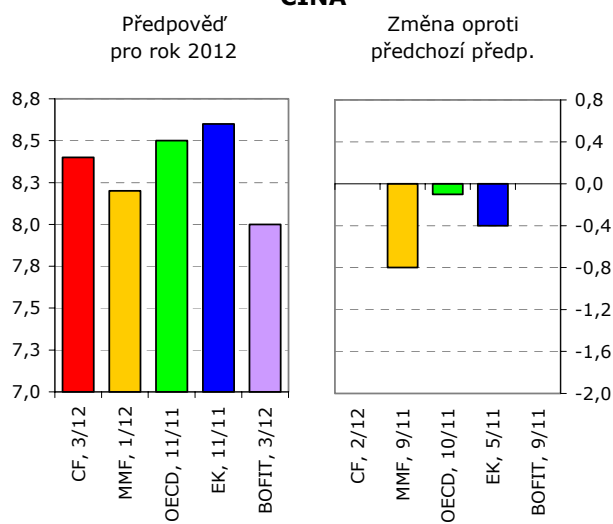
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	1,5	-0,4	-0,5	0,2	-0,3	-0,1
Změna		-0,1	-1,6	-0,1	-0,8	-0,4

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

NĚMECKO



ČÍNA



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

	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.

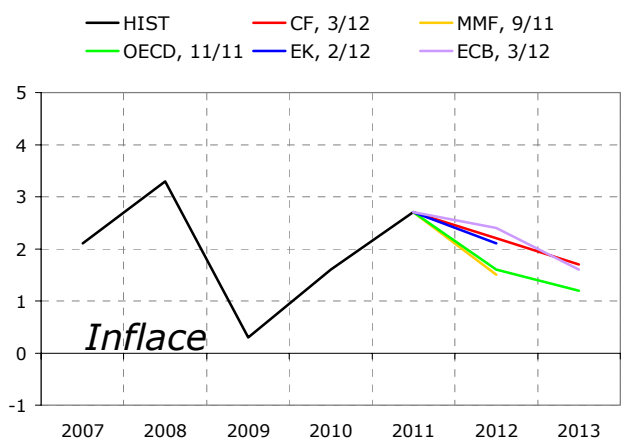
[Uzávěrka dat: 16. března 2012]

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

II.3 Inflace

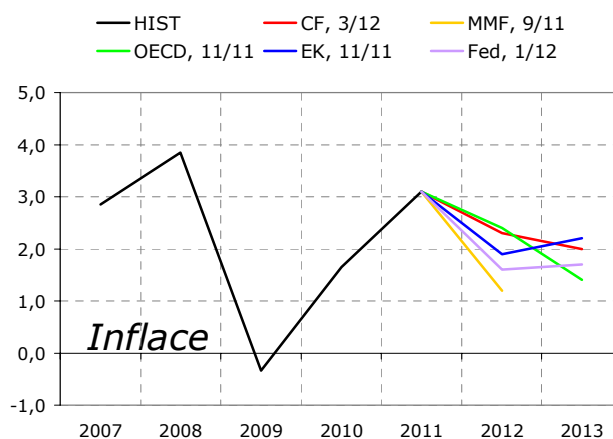
Růst cen energií (především významný skok cen surové ropy) a potravin, stejně jako vliv nepřímých daní a regulovaných cen, stojí za očekáváním růstu celkové inflace **v roce 2012**. V eurozóně letošní růst cen zřejmě překročí 2% cíl (2,2 % dle nového CF a 2,4 % dle březnového výhledu ECB). Nejnižší inflaci ze sledovaných ekonomik lze očekávat v Německu (1,9 %). Ceny ve Spojených státech porostou 2,3% tempem; o 3,3 % vzrostou ceny v Číně (avšak zůstanou výrazně pod cílem, který byl v březnu ponechán na loňské úrovni 4 %, což v aktuálních podmínkách nechá větší prostor pro podporu ekonomického růstu země). **Rok 2013** přinese zmírnění inflačních tlaků ve všech sledovaných vyspělých ekonomikách a růst cen v těchto ekonomikách by měl zůstat v rozpětí 1,7 % až 2 %. Inflace v Číně se naopak mírně zrychlí a dosáhne 3,7 %.

EUROZÓNA



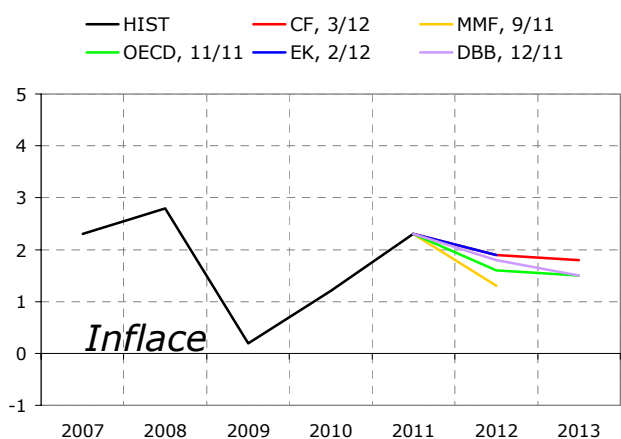
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	ECB
2011	2,7					
2012		2,2	1,5	1,6	2,1	2,4
2013		1,7		1,2		1,6

USA



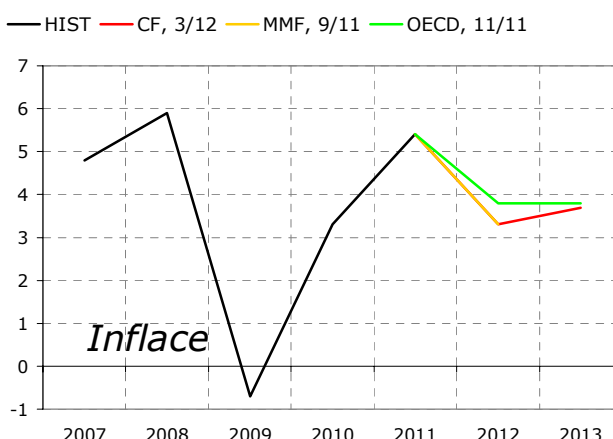
	HIST	CF	MMF	OECD	EK	Fed
2011	3,1					
2012		2,3	1,2	2,4	1,9	1,6
2013		2,0		1,4	2,2	1,7

NĚMECKO



	HIST	CF	MMF	OECD	EK	DBB
2011	2,3					
2012		1,9	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

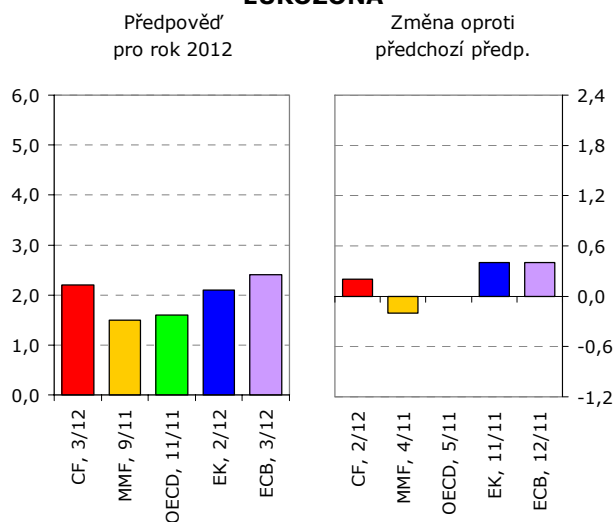
Poznámka: Legenda zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 16. března 2012]

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

II.4 Předpověď inflace a její změna proti předchozí předpovědi

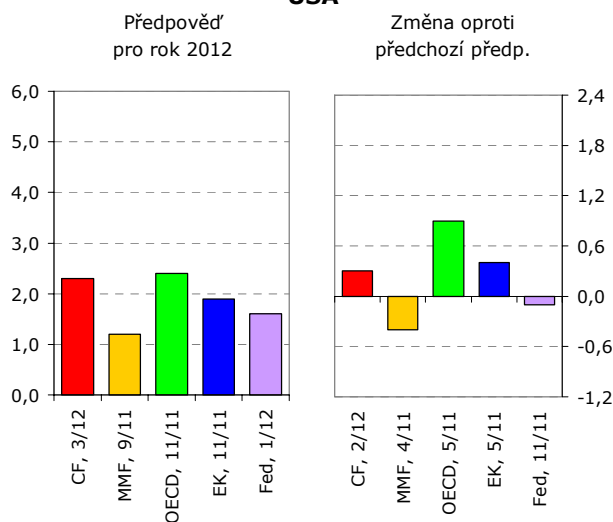
S výjimkou Číny, pro kterou byl výhled inflace ponechán pro **letošní rok** beze změny, pro ostatní sledované ekonomiky očekává březnový CF (ve srovnání s únorovou publikací) vyšší růst cen. Zejména výhled pro eurozónu byl revidován o 0,2 p.b. a pro Německo o 0,1 p.b.; o 0,3 p.b. rychlejší růst cen lze očekávat ve Spojených státech. Březnový výhled ECB (střed prognózy) pro rok 2012 je o 0,4 p.b. nižší ve srovnání s prosincovým výhledem.

EUROZÓNA



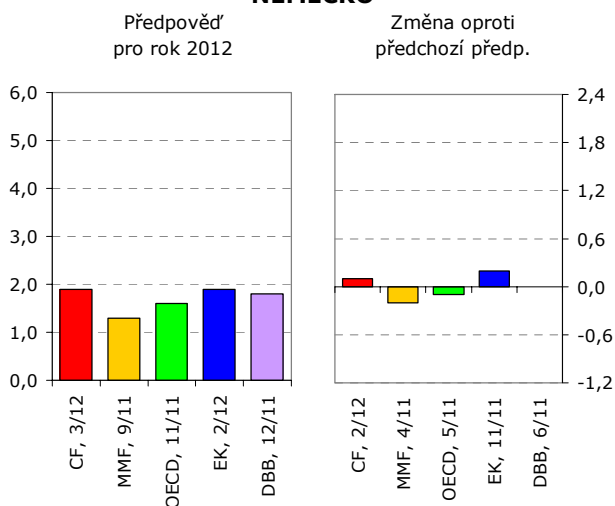
	2011	CF	MMF	OECD	EK	ECB
Předpověď	2,7	2,2	1,5	1,6	2,1	2,4
Změna		0,2	-0,2	0,0	0,4	0,4

USA



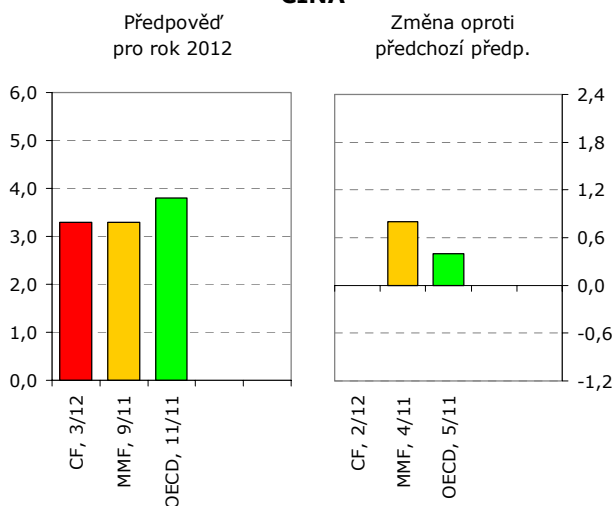
	2011	CF	MMF	OECD	EK	Fed
Předpověď	3,1	2,3	1,2	2,4	1,9	1,6
Změna		0,3	-0,4	0,9	0,4	-0,1

NĚMECKO



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

ČÍNA

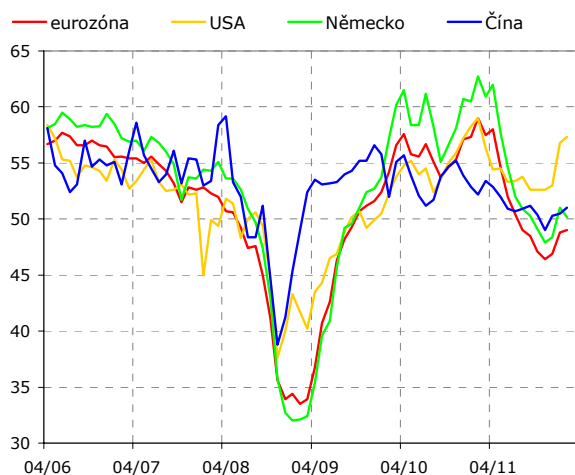


	2011	CF	MMF	OECD
Předpověď	5,4	3,3	3,3	3,8
Změna		0,0	0,8	0,4

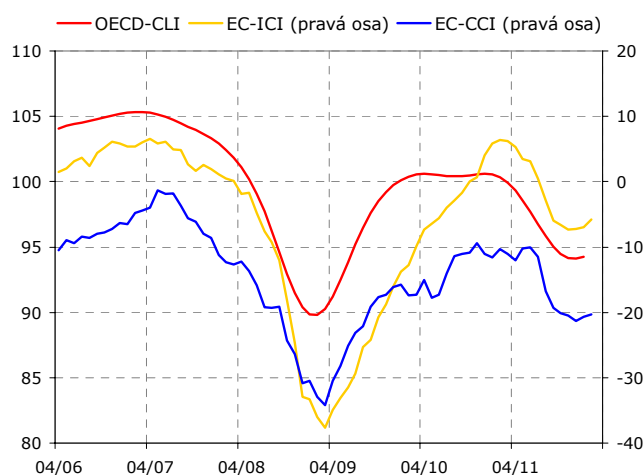
Poznámka: Vodorovná osa levého (pravého) grafu zobrazuje údaje o poslední (předchozí) předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok zveřejnění předpovědi“. HIST je historická hodnota. ECB a Fed: střed intervalu. [Uzávěrka dat: 16. března 2012]

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

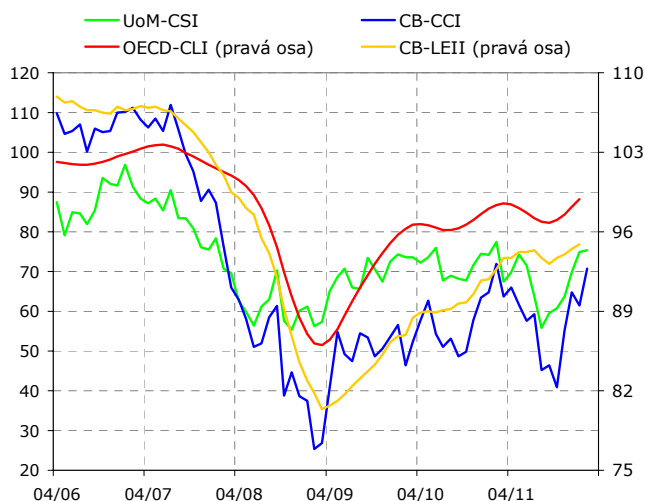
Globální výhled pro vývoj průmyslové výroby v první polovině letošního roku se v březnu dále zlepšil. Indexy PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu se ve všech sledovaných zemích a regionech kromě Německa zvýšily, avšak i zde zůstává PMI přes mírný pokles nad 50% hranicí. Nejvýrazněji se zlepšila očekávání budoucího ekonomického vývoje v USA. Vedle PMI se zvýšily i hodnoty všech dalších sledovaných předstihových ukazatelů. Obdobná je situace v eurozóně. Nárůst všech předstihových ukazatelů je však poněkud mírnější než v USA a PMI navíc přes své zvýšení nepřekročil 50% hladinu. Ve srovnání s minulým měsícem se mírně zhoršil hospodářský výhled pro Německo. Kromě PMI se snížila také hodnota jednoho ze dvou sledovaných předstihových ukazatelů spotřebitelské nálady, zatímco v únoru všechny ukazatele rostly.

PMI V PRŮMYSLU


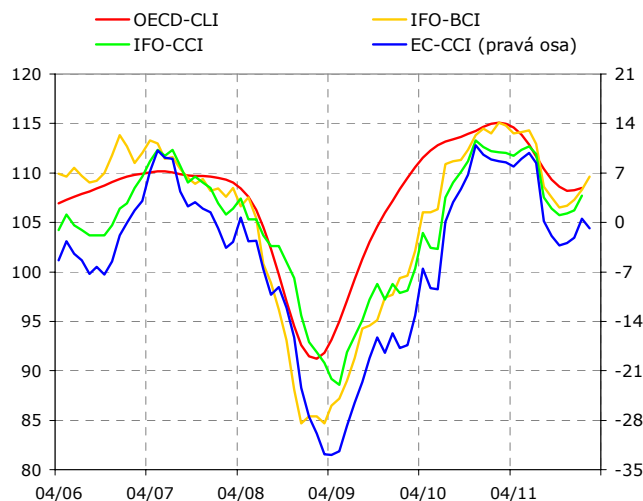
	EA	US	DE	CN
12/11	46,9	53,0	48,4	50,3
1/12	48,8	56,8	51,0	50,5
2/12	49,0	57,3	50,2	51,0

EUROZÓNA


	OECD-CLI	EC-ICI (pravá osa)	EC-CCI (pravá osa)
12/11	94,1	-7,2	-21,3
1/12	94,3	-7,0	-20,7
2/12		-5,8	-20,3

USA


	OECD-CLI	CB-LEII	UoM-CSI	CB-CCI
12/11	98,2	94,5	69,9	64,8
1/12	98,9	94,9	75,0	61,5
2/12			75,3	70,8

NĚMECKO


	OECD-CLI	IFO-BCI	IFO-CCI	EC-CCI
12/11	108,2	107,3	106,2	-2,2
1/12	108,5	108,3	107,7	0,5
2/12		109,6		-0,8

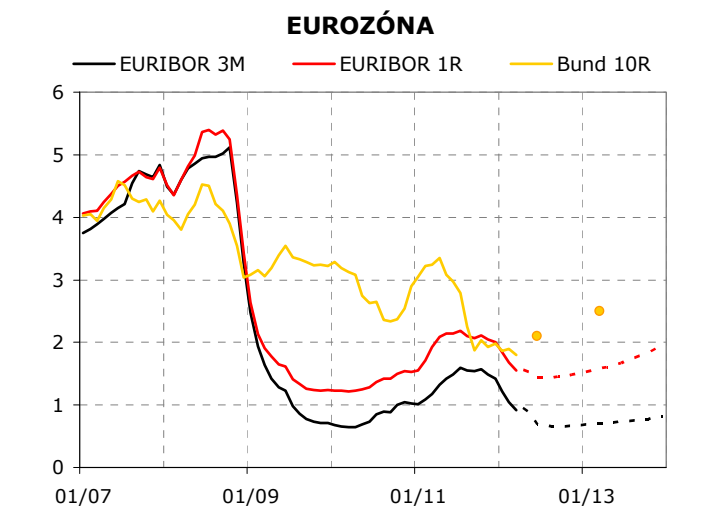
Poznámka: OECD-CLI je OECD Composite Leading Indicator, EC-ICI (pravá osa) je European Commission Industrial Confidence Indicator, EC-CCI (pravá osa) je EC Consumer Confidence Indicator, CB-LEII je Conference Board Leading Economic Indicator, CB-CCI je CB Consumer Confidence Index, UoM-CSI je University 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. března 2012]

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

IV.1 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: eurozóna

Sada opatření ECB i snížení averze k riziku se podepsaly na dalším poklesu nezajištěných mezibankovních sazeb EURIBOR 3M i 1R. Tříměsíční sazba se v současnosti pohybuje dokonce pod základní referenční sazbou ECB, což je obdobná situace jako v roce 2010. Aktuální předpověď na základě implikovaných sazeb se tak na obou horizontech splatnosti posunula nepatrně (do 0,2 p.b.) níže. Hlavním důvodem je další dodání likvidity ve formě tříletých refinančních operací (LTRO) na konci února 2012 při stabilní základní sazbě. Mírně se také zhoršilo hodnocení ekonomiky ze strany ECB, která na březnovém zasedání snížila výhled růstu a zvýšila výhled inflace. Vliv dostatku likvidity je patrný i v dalším poklesu rizikové prémie na mezibankovním trhu.

Průměrný výnos německého desetiletého vládního dluhopisu v prvních třech měsících roku 2012 opět klesl, analytici CF nechali jeho mírně rostoucí výhled beze změny.



	02/12	03/12	06/12	12/12	06/13	12/13
EURIBOR 3M	1,05	0,92	0,69	0,68	0,73	0,82
EURIBOR 1R	1,68	1,55	1,43	1,51	1,67	1,95
Bund 10R	1,90	1,80	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: 16. března 2012]

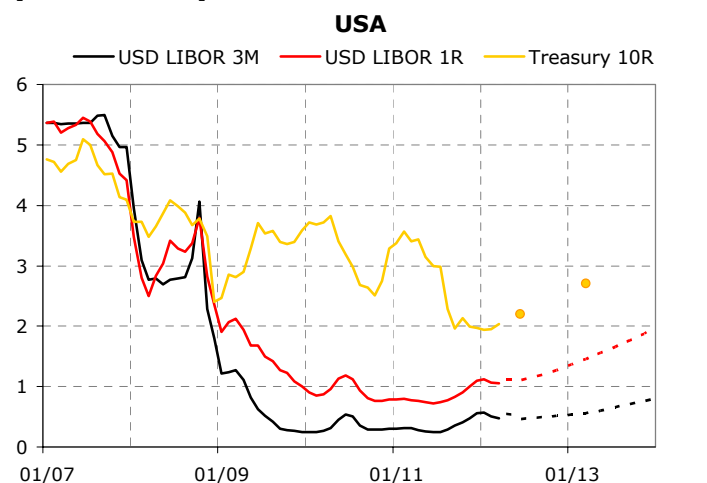
Zdroj: Thomson Reuters (Datastream), Bloomberg, výpočty ČNB.

IV.2 Výhled krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazeb: USA

Dolarové sazby LIBOR v únoru a počátkem března stagnovaly a také trajektorie implikovaných budoucích sazeb LIBOR 3M i 1R se od minulého měsíce prakticky nezměnila. Tříměsíční sazba by tak měla zůstat na stávající úrovni ještě po většinu roku 2013, jednoletá by měla začít pozvolna růst zhruba od poloviny letošního roku.

Ani březnové zasedání FOMC nepřineslo změnu v politice Fedu a sazby zůstanou stabilní i v roce 2014. Růst byl hodnocen jako mírný, přičemž podmínky na trhu práce se dále zlepšily. Riziko pro inflaci představují ceny ropy, ale inflační očekávání zůstávají stabilní. Celkové vyznění bylo mírně příznivější než lednové.

Již pátý měsíc v řadě se bez znatelného trendu pohyboval průměrný měsíční výnos desetiletého vládního dluhopisu USA. Osciluje mezi hodnotou 1,8 % až 2,1 %. CF03 zvýšil předpověď sazeb oproti předcházejícímu měsíci o 0,1 p.b. vzhůru.



	02/12	03/12	06/12	12/12	06/13	12/13
USD LIBOR 3M	0,50	0,47	0,46	0,53	0,63	0,79
USD LIBOR 1R	1,07	1,06	1,11	1,32	1,61	1,94
Treasury 10R	1,95	2,03	2,20	2,70		

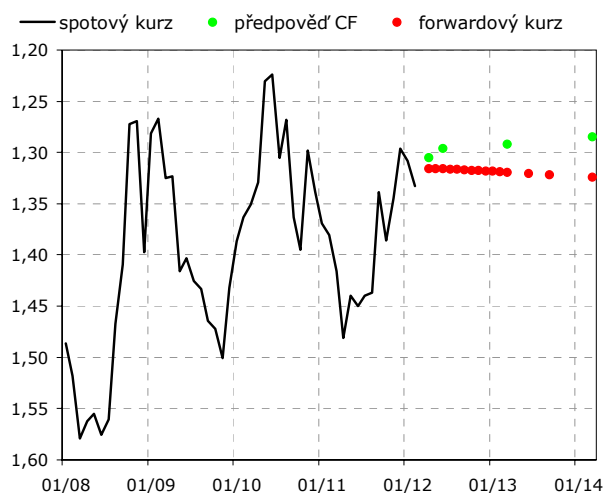
Poznámka: Implikované sazby LIBOR jsou odvozeny z výnosové křivky londýnského mezibankovního trhu. Předpověď výnosu Treasury 10R je převzata z CF. Přerušované čáry a body zobrazují výhled.

[Uzávěrka dat: 16. března 2012]

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg, výpočty ČNB.

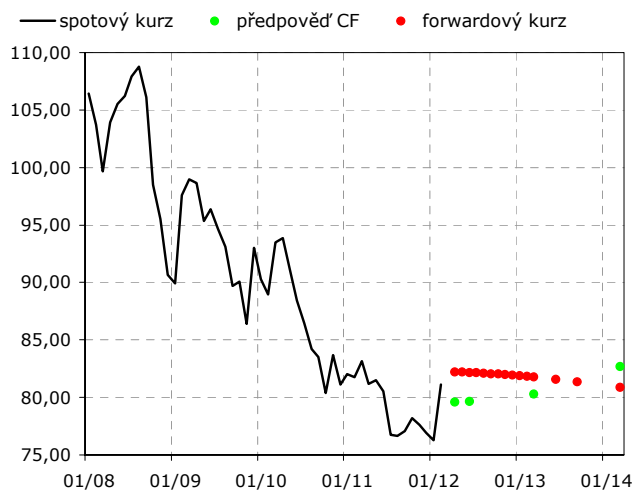
Pozitivní výsledky aukcí státních dluhopisů a operace ECB s cílem podpořit likviditu komerčních bank se mimo jiné podepsaly na výrazném poklesu averze k riziku a zájem o euro se v lednu obnovil. Další výrazné posílení eura vůči americkému dolaru proběhlo koncem února v důsledku pokroku v dohodě o restrukturalizaci dluhu Řecka ale i nových dlouhodobých operaci ECB. Březnová předpověď CF očekává stabilitu kurzu v dvouletém horizontu okolo 1,3 USD/EUR. Výrazné oslabení japonského jenu po oznámení centrální banky, že rozšíří nákupy domácích dluhopisů, se projevilo také na nové předpovědi. CF03 očekává stabilitu kurzu na současné úrovni v horizontu jednoho roku. Bez výrazných pohybů se také očekává vývoj britské libry vůči americkému dolaru, přičemž hlavním faktorem bude v následujících měsících ochota centrální banky pokračovat v nákupech dluhopisů s ohledem na vývoj ekonomiky. Předpověď pro švýcarský frank významných změn oproti předcházejícímu měsíci nedoznala.

USD/EUR



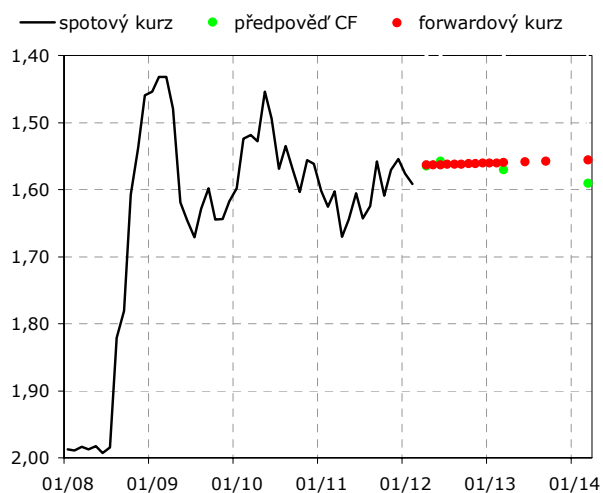
	12/3/12	04/12	06/12	03/13	03/14
spotový kurz	1,316				
předpověď CF		1,305	1,296	1,292	1,285
forwardový kurz		1,316	1,316	1,319	1,324

JPY/USD



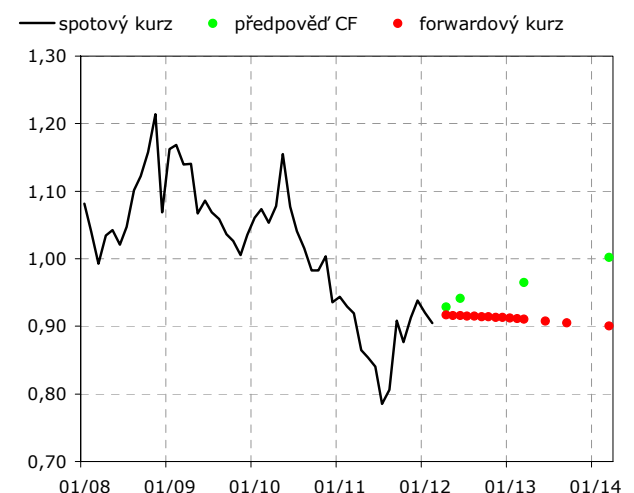
	12/3/12	04/12	06/12	03/13	03/14
spotový kurz	82,23				
předpověď CF		79,59	79,66	80,29	82,65
forwardový kurz		82,21	82,16	81,77	80,87

USD/GBP



	12/3/12	04/12	06/12	03/13	03/14
spotový kurz	1,564				
předpověď CF		1,565	1,558	1,571	1,591
forwardový kurz		1,564	1,563	1,560	1,556

CHF/USD



	12/3/12	04/12	06/12	03/13	03/14
spotový kurz	0,917				
předpověď CF		0,928	0,941	0,965	1,002
forwardový kurz		0,916	0,916	0,911	0,901

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. března 2012]

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

VI.1 Ropa a zemní plyn

V průběhu února cena ropy Brent výrazně vzrostla zejména z důvodu dalšího vyostření geopolitických rizik. Podporu poskytly i příznivé údaje z americké ekonomiky, rychlé oslabování amerického dolaru a vysoký dovoz ropy do Číny. V posledním únorovém týdnu se prudký růst zastavil když cena ropy Brent přesáhla hranici 125 USD/b a na trhu se objevily obavy, že tato cena by mohla ohrozit růst globální ekonomiky. Cena ropy Brent v eurech a librách (i v korunách) se totiž již dostala nad historická maxima z července 2008. Od té doby cena osciluje v rozmezí cca 122-126 USD/b v reakci na aktuální zprávy o stavu globální ekonomiky. Produkce kartelu OPEC je sice na tříletém maximu, ale to zatím stačí pouze vykrýt pokles těžby v zemích mimo OPEC.

V důsledku současných 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 12 USD/b na úroveň 113 USD/b.

VI.2 Ostatní komodity

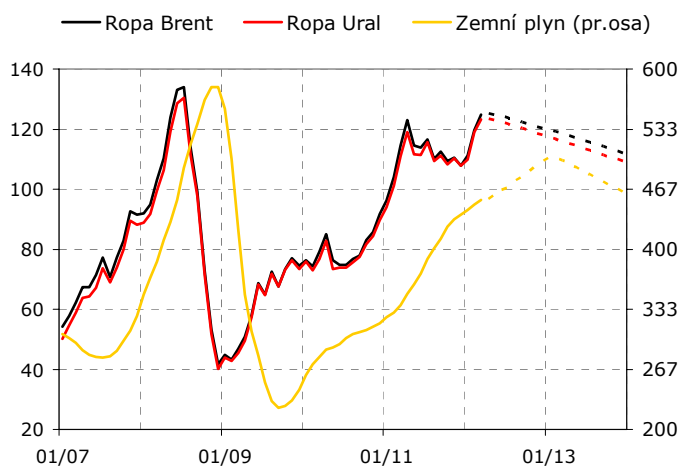
Hodnota indexu neenergetických komodit se za uplynulý měsíc prakticky nezměnila a minimální změny jsme mohli pozorovat i u jednotlivých složek, kde nepatrný nárůst cen potravin byl kompenzován stejně malým poklesem u cen průmyslových kovů. Zhruba beze změny zůstává i jejich předpověď.

Z hlavních potravinářských komodit mají rostoucí výhled cena pšenice a rýže, jejichž ceny se v uplynulém měsíci prakticky nezměnily (i když cena pšenice mnohem více kolísala). U sóji i kukuřice je výhled klesající, i když jejich ceny rostly (a to u sóji poměrně rychle). Cena vepřového masa klesala při očekávané stagnaci, zatímco cena hovězího se posunula na další historické maximum a malý nárůst se ještě očekává.

Ceny technických plodin (bavlna, kaučuk) stagnovaly a stagnace se i očekává. Ceny průmyslových kovů se v uplynulém měsíci prakticky neměnily a u většiny se neočekává změna ani do budoucna. Pouze cena hliníku má výhled tradičně rostoucí.

Cena uhlí dále pokračovala v poklesu, který trvá již od září 2011.

VÝHLED CEN ROPY A ZEMNÍHO PLYNU

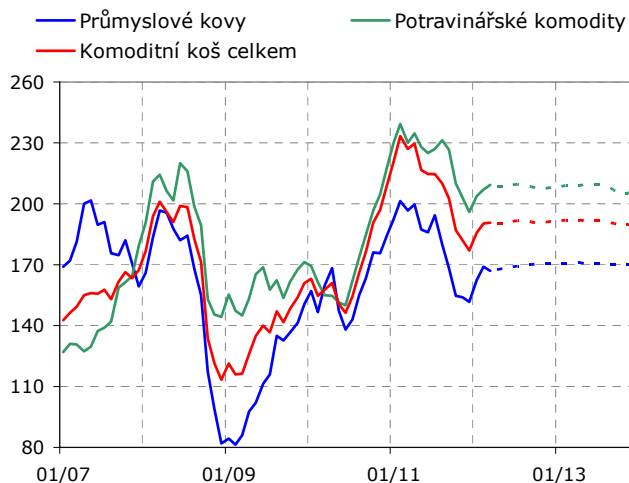


	03/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Ropa Brent	124,9	124,3	120,4	116,3	112,2
Ropa Ural	123,2	122,3	118,1	113,7	109,4
Zemní plyn	454,4	465,6	497,6	487,1	463,0

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: 12. března 2012].

Zdroj: Bloomberg, MMF, výpočty ČNB.

VÝHLED CEN OSTATNÍCH KOMODIT



	03/12	06/12	12/12	06/13	12/13
Průmyslové kovy	167,1	168,7	170,7	170,6	170,4
Potravinářské komodity	209,2	209,1	208,1	209,4	205,7
Komoditní koš celkem	190,5	191,0	191,3	191,8	190,0

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

[Uzávěrka dat: 12. března 2012].

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

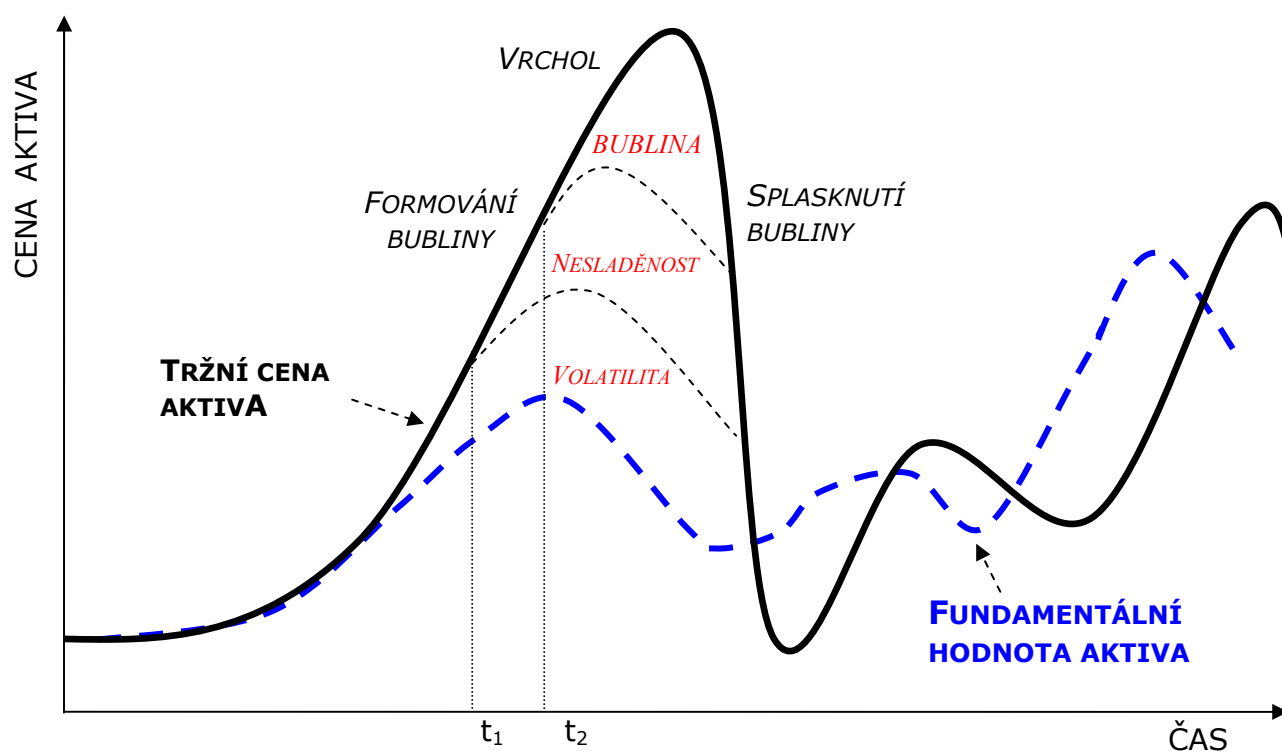
MAKROFINANČNÍ POJETÍ NESLADĚNOSTI CEN AKTIV ¹

Cílem článku je diskuse nesladěnosti cen aktiv z makrofinančního pohledu a rizik z nich plynoucích pro reálnou ekonomiku a finanční stabilitu. Článek nejprve objasňuje vztah volatility a nesladěnosti cen aktiv, včetně formování jeho extrémní formy, tj. bublin na trzích aktiv. Následně se vyjadřuje k roli monetární, fiskální a obezřetnostní politiky pro formování cen aktiv.

1 Formování bubliny na trzích aktiv

Ceny aktiv (zejména ceny akcií, obligací, nemovitostí a měn)² se vyznačují vyšší volatilitou a často rozdílným vývojem v porovnání se základními makroekonomickými proměnnými (inflace, nezaměstnanost, HDP); jsou úrokově citlivé, vpředhledící a mohou významně destabilizovat reálnou ekonomiku. Nesladěnost cen aktiv je vhodné odlišit od volatility, která je přirozeným výsledkem fungování tržního mechanismu, tj. tvorby cen na základě nabídkově-poptávkového vztahu. Za extrémní formu nesladěnosti cen aktiv lze označit tzv. bublinu. Zjednodušeně ji lze definovat jako explozivně a asymetricky tvořenou odchylku tržní ceny aktiva od její fundamentální hodnoty (vysvětlitelné pohybem relevantních proměnných) s možností její náhlé a výrazné korekce, viz Kubicová a Komárek (2011).

Obrázek 1: Formování bublin na trzích aktiv



Zdroj: Kubicová, Komárek a Plašil (2012).

¹ Autorem je Luboš Komárek (Lubos.Komarek@cnb.cz). Názory v tomto příspěvku jsou autorovy vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za dlouhodobou spolupráci na předmětném tématu autor děkuje Janu Fraitovi, Michalu Hlaváčkovi, Zlatuši Komárkové, Ivaně Kubicové a Martinu Motlovi (všichni ČNB).

² V širším pojetí patří do cen aktiv i ceny komodit (včetně drahých kovů), uměleckých děl a dalších entit, které přináší úrokový nebo kapitálový výnos, resp. mají nenulové alternativní výnosy držby. Aktiva mohou být velmi homogenní, de facto shodná (suroviny, drahé kovy, ropa,), ale i velmi heterogenní (nemovitosti, umělecká díla, ale i řada finančních aktiv).

Obrázek 1 zjednodušeně ilustruje formování bublin na trzích aktiv. Nejprve tržní cena aktiva přirozeně osciluje od své fundamentální hodnoty, a to až do okamžiku t_1 , kdy odchylka narůstá a hovoříme o nesladěnosti cen aktiv. Obdobným milníkem je čas t_2 , kdy lze cenu aktiva charakterizovat jako výrazně nerovnovážnou, tj. za bublinu. Po dosažení vrcholu většinou dochází k strmému poklesu ceny aktiva a „vyfouknutí“ bubliny, což má často dramatické důsledky na trhy a reálnou ekonomiku.³ Bubliny cen aktiv bývají často způsobovány psychologicko-behaviorálně determinovanými faktory, sebenaplňujícími očekáváními apod. Proto je jejich identifikace obtížná jak z ex ante pohledu, tak z ex post pohledu.

Fundamentální pohled na formování ceny aktiva ukazuje, že dnešní cena jakéhokoli aktiva je primárně tvořena očekáváními ekonomických subjektů, která jsou formována z informací dostupných k sledovanému datu ohledně diskontovaných budoucích toků jeho výnosů (tok všech očekávaných plateb). Cena aktiva je tedy ovlivněna pěti základními faktory: (i) očekávaným tokem výnosů, které může aktivum přinášet (např. dividendy, nájemné), (ii) očekávaným tokem výnosů z držby alternativního aktiva (např. akcie vs. dluhopis), (iii) očekávanou cenou aktiva realizovanou při prodeji aktiva v budoucnu a (iv) relativním rizikem a likviditou spojenou s držbou daného aktiva, (v) nastavením politik (monetární, fiskální a omezovací politiky).

Některé ceny aktiv (ceny nemovitostí, určitá skupina akciových titulů) mohou mít tendenci se vyvíjet procyklicky; jejich růst je zpravidla tažen fází konjunktury v rámci hospodářského cyklu. Souběžně přitom dochází k nadměrné úvěrové aktivitě (zvýšené úvěrové riziko), která rovněž „přikrmuje“ růsty cen aktiv, resp. tvorbu bublin. Tato procykličnost může vycházet z příznivě se vyvíjejícího makroekonomického prostředí a nadměrného optimismu ekonomických subjektů, což může vést k devastaci racionálního vyhodnocování konkrétní situace a nadměrnému akceptování rizika. Lze tak tedy nalézt souvislost mezi cyklickým chováním reálné ekonomiky a cykličností ve vnímání a posuzování rizika; tímto vzniká jakýsi „cyklus finančního rizika“. K naplnění rizika dochází v dobách poklesu ekonomického růstu, za postupného odstraňování finančních nerovnováh.

2 Makrofinanční pojetí cen aktiv

Ceny a výnosy aktiv, zejména akcií, dluhových cenných papírů vyskytujících se na celém spektru splatností výnosové křivky, měn a nemovitostí mají značný vliv na reálnou ekonomickou aktivitu a finanční stabilitu země. Z pohledu hospodářsko-politických autorit lze vývoj cen aktiv ovlivňovat jak opatřeními centrální banky, obvykle se zaměřením na cenovou nebo kurzovou stabilitu (měnová politika) a finanční stabilitu (makroomezovací politika), bankovní regulací a dohledem⁴ (mikroomezovací politika), tak i opatřeními vlády (fiskální politika). Tyto politiky skrze jejich nástroje simultánně působí na ceny aktiv, viz obrázek 2, a nedisciplinovanost některé z nich může omezovat efektivní provádění ostatních politik.

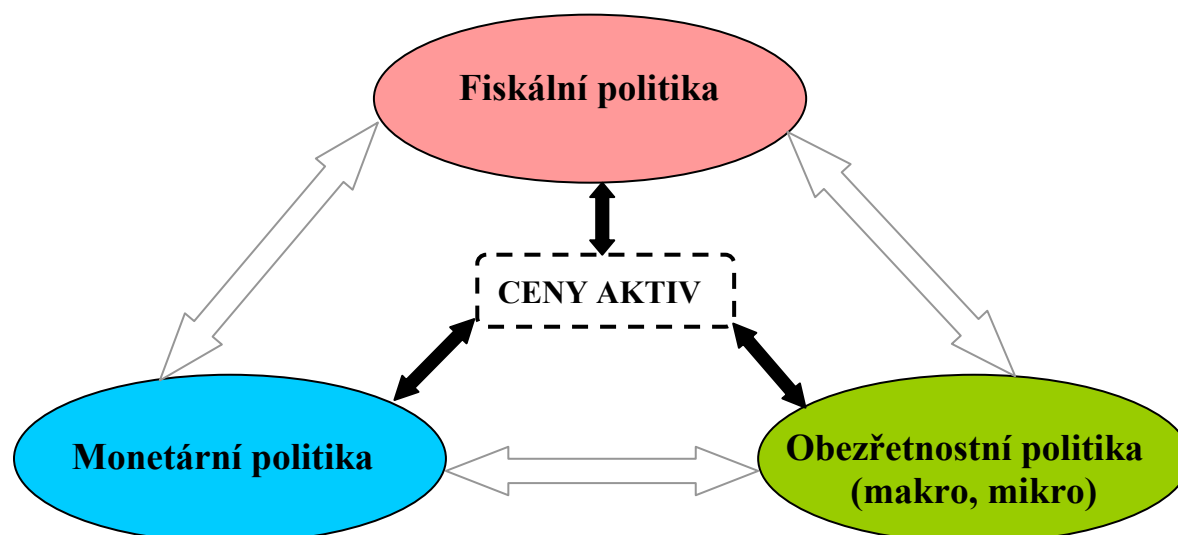
Jaká jsou tedy rizika spojená s nesladěností, resp. její extrémní formou označovanou za bublinu cen aktiv? To je jedna z hlavních otázek, která při vzrůstající míře globalizace ekonomik a propojenosti finančních trhů stojí před zodpověděním ekonomických teoretiků a tvůrců hospodářské politiky. Rovněž historická japonská, americká či britská zkušenost s důsledky výskytu významných cenových nesladěností (bublin) na trzích aktiv, umocněná efekty odeznívající finanční krize, vytváří jasnou motivaci pro analýzu

³ Viz Hlaváček a Komárek (2011) a Komárek a Kubicová (2011).

⁴ Ve světě je aplikován jak model integrované regulace a dohledu do centrální banky, tak jeho existence jako samostatné instituce.

vztahu mezi způsobem provádění hospodářské politiky (měnové, obezřetností a fiskální) a vývojem cen aktiv, a to jak na národní, tak i nadnárodní úrovni.

Obrázek 2: Vztah monetární, fiskální a obezřetností politiky a cen aktiv



Zdroj: autor.

3 Měnová stabilita a ceny aktiv⁵

Tradičním cílem měnové politiky centrálních bank je dosahování cenové nebo kurzové stability; nově v souladu s pilířem finanční stability. Provádění měnové politiky, tj. mix prováděných měnověpolitických opatření a míra jejich agresivity (Komárek a Rozsypal, 2007) při jejich implementaci, má důležité dopady na ceny aktiv. Nastavení měnověpolitických sazeb přímo ovlivňuje peněžní trh, tj. krátký konec výnosové křivky. Dopady nastavení měnové politiky však přesahují i na trhy finančních aktiv (např. cen akcií) nebo nefinančních aktiv (ceny nemovitostí).

- Efekty měnové politiky na ceny akcií

Měnová politika ovlivňuje ceny akcií několika kanály, na které lze pohlížet optikou firem a domácností. Z firemního pohledu vede expanzivní měnová politika (spojená s poklesem úrokových sazeb) k nižší atraktivitě obligací vzhledem k akciím, což vede k růstu poptávky po akciích a jejich ceny. Firmy proto jsou motivovány k emitování akcií, tzv. „Tobinovo q“ roste, což zapřičiňuje, že firmy mohou nakoupit mnoho nových investičních statků za relativně malý objem vydaných akcií. Alternativně je možné říci, že náklady získávání kapitálu klesají, což podporuje růst investic a následně růst produktu. Expanzivní měnová politika rovněž vede, s uvědoměním si výše popsaných mechanismů, k růstu čistého jmění firem, což dále generuje množství zapůjčených fondů, investic a poptávku produktu. Avšak Fischer a Merton (1984) nebo Stein (1996) argumentují, že investice rovněž reagují na fundamentálně nepodložené změny v cenách aktiv. Firmy totiž často zvyšují (snižují) investiční výdaje, když jsou akcie nadhodnoceny (podhodnoceny). Firmy také zvyšují své externí financování během period „inflation“ cen aktiv, což naznačuje, že hodnota zástav (*collateral value*) má vliv na náklady externího financování. Empirické práce přinášejí v této oblasti smíšené výsledky.

⁵ Blíže viz Frait a Komárek (2007), Frait, Komárková a Komárek (2011).

Z pohledu ovlivnění domácností expanzivní měnovou politikou, která způsobila růst cen akcií, dochází následně k růstu hodnoty finančních aktiv ve vlastnictví domácností. Tímto se snižuje riziko finančního vyčerpání domácností, roste spotřeba zboží dlouhodobé spotřeby a rostou výdaje na bydlení, což zvyšuje agregátní poptávku a tedy produkt. V případě negativního důchodového šoku je pro domácnost výhodnější držba finančních aktiv oproti aktivům reálným, neboť jejich likvidita je mnohem vyšší. Alternativní pohled na růst cen akcií skrze efekt bohatství ukazuje, že dochází rovněž k zvýšení bohatství domácností, což na základě Modiglianiho modelu životního cyklu vede k růstu jejich spotřeby, neboť domácnosti nově disponují vyššími zdroji.

- Efekty měnové politiky na ceny nemovitostí

Efekt měnové politiky na ceny nemovitostí je podobný efektu na ceny akcií. Zde se zaměřujeme na popis základních mechanismů ovlivňujících banky a domácnosti. Významnou aktivitou komerčních bank je poskytování půjček na nákup nemovitostí, které často vystupují v roli zástavy úvěru. Pro banky a ostatní finanční instituce způsobí expanzivní měnová politika zvýšení cen nemovitostí, což sníží pravděpodobnost vzniku ztráty z poskytnutého úvěru, což následně způsobí růst disponibilního kapitálu banky, který pak dále bance umožní poskytnout větší množství úvěrů. Investiční aktivita se v ekonomice zvyšuje a produkt roste.

Přímý efekt do výdajů domácností vzniká vlivem růstu cen nemovitostí. Domácnosti vlivem nižší úrovně úrokových sazeb více financují své bytové potřeby, což vede k zvýšení výdajů na bydlení a stimulaci agregátní poptávky; produkt ekonomiky roste. Z pohledu efektu bohatství domácností dochází k jeho zvýšení, což vede k růstu spotřeby domácností a tedy agregátní poptávky.

- Nesladěnost ceny aktiv a měnová politika

Názorové proudy současné literatury se shodují na tom, že by ceny aktiv měly být centrální bankou (CB) sledovány a vyhodnocovány. CB by však na druhé straně neměla mít odvozen svůj měnověpolitický cíl od vývoje cen aktiv (cílování indexu cen nemovitostí nebo akciového indexu). Shoda ovšem nepanuje na tom, zda by CB měla přímo reagovat na vývoj cen aktiv. Odpůrci zásahů CB do vznikající bubliny argumentují, že identifikace bubliny ex ante i dokonce ex post je pomocí tradičních kvantitativních metod a dostupných informací obtížná a relativně nespolehlivá (Posen, 2006). Tento názorový proud tedy argumentuje ve smyslu (i) obtížného rozpoznání komponent cen aktiv (bublinová a fundamentální komponenta ceny aktiva) a faktorů (fundamentální a „nefundamentální“), jenž komponenty vytvářejí, (ii) obtížného stanovení optimálního načasování reakce měnové politiky vzhledem k existujícím zpožděním v ekonomice a ve vztahu k včasné identifikaci bubliny, (iii) omezené ochoty a/nebo schopnosti ekonomických subjektů se přizpůsobit (omezená míra racionality v chování ekonomických subjektů), (iv) zvýšené volatility a informační citlivosti trhů aktiv a (v) rovněž neexistencí podstatné informační výhody CB oproti ostatním účastníkům trhů. Vzniká-li však zjevně identifikovatelná bublina a současně nedochází-li k rozporu s cíli CB, pak použití nástrojů měnové politiky je považováno za vhodné.

Zastánci aktivnějšího přístupu CB spočívajícího v preventivní aktivitě CB při vznikající bublině navrhuje postupné zvyšování úrokové sazby tak, aby se omezily potenciální náklady spojené s náhlým poklesem cen aktiv („splasknutí bubliny“), a rovněž vyslovují souhlas se zařazením cen aktiv do měnověpolitického pravidla (Roubini, 2006). Zastánci reakce měnové politiky argumentují zejména (i) možností eliminace vzniku finanční nestability a jejích zdrojů, (ii) propojeností cen aktiv s vývojem inflace a produktu, a s tím spojenou možností „úspěšné“ reakce CB.

Pokud by převládal názor, že měnová politika by měla reagovat na vývoj cen aktiv z důvodu pozitivního efektu na stabilizaci inflace a mezery výstupu, pak by měly být v centru zájmu zdroje kolísání cen aktiv. Rostou-li ceny aktiv (např. akcií) vlivem inovací či technologií a jedná-li se o takto „trvale“ podložený růst, pak by nemělo docházet k přímé reakci CB. Ovšem, jsou-li zdrojem růstu cen aktiv nefundamentální faktory, CB by měla zasáhnout. Příkladem obtížného rozpoznání jednotlivých faktorů může být tzv. „dot-com“ technologická bublina v USA, kde růst cen akcií v důsledku rychlého technologického rozvoje vedl k přehnanému očekávání investorů ohledně budoucího vývoje a neobezřetnému posuzování rizika jednotlivých akciových titulů. Nicméně Dupor (2001) zdůrazňuje, že tlaky na úvěrovém trhu vyvolávají otázku kompromisu mezi stabilizací inflace a stabilizací cen aktiv. Použije-li CB zvýšení krátkodobé úrokové sazby ke stabilizaci cen aktiv v důsledku reakce na šok nefundamentální povahy, pak tento zásah bude působit na snížení soukromé spotřeby, zvýšení nezaměstnanosti a snížení inflace, která se může přechodně dostat pod stanovený inflační cíl.

4 Finanční stabilita a ceny aktiv

Důležitou a nově uvědomovanou dimenzí hospodářské politiky autorit je dosahování finanční stability, tj. přispívání k dosažení takové míry odolnosti finančního systému, která významně snižuje rizika vzniku finanční nestability. Úspěšné naplňování cíle finanční stability je ovlivněno dosahováním měnové stability, plnění regulatorního a dohledového rámce (mikrobezřetnostní a makrobezřetnostní politiky) a vládou aplikované stabilizační fiskální politiky.

- Procykličnost finančního systému

Procykličnost finančního systému, tj. prohlubování fluktuací v ekonomické aktivitě finančními zprostředkovateli, má jak své přirozené, tak i regulatorní zdroje. Tato procykličnost je dána nadměrnou elasticitou ekonomického systému, tj. vnitřního potenciálu systému postupně generovat finanční nerovnováhy. Projevem zvýšené elasticity je vyšší náchylnost ekonomik k „boom and bust“ cyklům. Jak upozorňuje Frait, Komárková a Komárek (2011), riziko finanční nestability je silně nespojitou veličinou (vlivem faktorů očekávání a vnímání rizika), která se zvyšuje v dobrých časech s tím, jak roste leverage, nejčastěji vyjadřovaný jako poměr poskytnutých úvěrů k HDP. Pro růst tohoto rizika je stejně jako dostupnost úvěru a jeho nízká cena podstatný vznik nadměrně optimistických očekávání ohledně budoucích příjmů a cen aktiv, což pak v souhrnu vede ke vzniku nesladěnosti cen aktiv, jež mohou přecházet ve vznik bubliny. Zlom nastává v situaci, kdy si agenti uvědomí existenci bubliny, která následně splaskne. Za této situace se úroveň výše uvedeného rizika dramaticky změní. Banky přehodnotí své vnímání rizik svých bilancí – zvýší rizikové marže, zpřísní úvěrové standardy a omezí dostupnost úvěrů. Ekonomické subjekty se stanou až nadměrně pesimistickými a sníží svou poptávku po úvěru. Tímto nastává fáze deleveragingu, viz např. Fostel a Geanakoplos (2008). Výše uvedená procykličnost se může projevit ve formě zpětného dopadu na ekonomiku

- Nesladěnost cen aktiv a finanční stabilita

Borio a White (2004) přiznávají, že obrana proti výše uvedeným procesům a jim vytvářeným rizikům není jednoduchá. V základní rovině doporučují měnovou politiku orientovanou na cenovou stabilitu propojit s makrobezřetnostní politikou orientovanou na finanční stabilitu. Taková politika se nezabývá problémy jednotlivých institucí (pokud nejsou systémově významné), spíše se jí rozumí opatření zaměřená na prevenci systémových finančních potíží, které mají dopady do reálné ekonomiky. Taková politika se musí také více zabývat sklonem finančního systému k nadměrné procykličnosti a jeho implikacemi pro ekonomickou dynamiku a makroekonomickou stabilitu. Měnová politika

by měla mít v novém makroobezřetnostním rámci zásadní pozici, neboť je to koneckonců bankovní sektor, který vytváří likviditu a poskytuje rozhodující část externího financování. Právě měnová politika orientovaná na prosazování simultánní cenové a finanční stability v delším horizontu spolu s dalšími prvky makroobezřetnostní politiky by měly poskytnout vzájemně se podporující kotvy, které zajistí vyšší míru makroekonomické stability.

Měnová politika by měla reagovat na vývoj rizika finanční nestability tak, že v době jeho růstu směrem k výrazně pozitivním hodnotám by se měla opírat proti větru zvyšování úrokových sazeb. Kompenzovala by tím částečně nedostatečné ocenění rizika ze strany bank i jejich klientů. Po vypuknutí krize by měla být v reakci na až nadměrné přehodnocení rizika prudce uvolněna v důsledku poklesu rizika finanční nestability na výrazně negativní hodnotu (vyšší než normální rizikové marže). Jinými slovy, v době zvyšování rizika finanční nestability by měla měnová politika čistit prostřednictvím nízkých úrokových sazeb. Bližší diskusi tohoto fenoménu lze nalézt v práci Frait, Komárková a Komárek (2011).

5 Fiskální stabilita a ceny aktiv

Fiskální politika by měla nejen ve vztahu k cenám aktiv následovat stabilní a transparentní pravidla, která dovolují automatickým fiskálním stabilizátorům plně plnit své funkce a zdržet se pokušení užít diskreční proticyklické politiky z důvodu nižší operační přesnosti fiskální politiky. Současná dluhová krize zřetelně ukázala rizika zadlužení vlád a jejich „závislosti“ na finančních trzích při emisi dluhopisů. Rovněž se dále než do roviny diskusí dostává aplikace fiskálních pravidel, které vystupují ve čtyřech základních numerických formách: (i) rozpočtová pravidla – omezují schodky vládních rozpočtů a nejčastější formou je omezení celkového schodku rozpočtu; (ii) dluhová pravidla – omezují cílový poměr zadlužení na HDP; (iii) výdajová pravidla – určují limit na celkové, primární nebo běžné výdaje v absolutním vyjádření, v jejich procentuálním růstu nebo v poměru na HDP, (iv) příjmová pravidla – nastavují strop / minimum výběru daní a cílem je navyšování výběru (v případě nesplnění dochází ke zvýšení daňové zátěže) nebo prevence nadměrného zdanění.

Práce Jaegera a Schuknechta (2004) přináší detailní analýzu vztahu fiskální politiky a cen aktiv v průběhu jejich cyklického vývoje na základě dat z 16 rozvinutých zemí od roku 1970. Empirická evidence ukázala, že: (i) v počátečním období růstu cen aktiv jsou vytrvale podhodnocovány zveřejňované prognózy růstu HDP. Když růst cen aktiv přetrvává, je často podhodnocován růst mezery výstupu (zejména v nízkoinflačním prostředí), a to až do stádia vrcholu cen aktiv. Opačné závěry pak platí pro pokles cen aktiv. (ii) trvalé chyby v prognózování ekonomického růstu vedou k trvalým „překvapením“ na straně rozpočtových příjmů v rámci jejich srovnání s rozpočtovými výhledy. S tím souvisí i poznatek, že výnosy (ztráty) z kapitálu, daní, stejně jako působení efektu bohatství na spotřebu jsou nepřiměřeně vysoké (nízké) v období růstu (poklesu) cen aktiv. Proto řada sledovaných zemí často prováděla procyklickou politiku, tj. snižovala daně v období růstu a zvyšovala v období poklesu; (iii) ze strany rozpočtových výdajů lze pozorovat, že tlaky na zvýšené utrácení provázely období růstu, zejména v zemích uplatňujících politiku PAYG (*pay-as-you-go*); naopak tomu bylo v obdobích poklesu; (iv) při souhrnném pohledu na výdaje a příjmy v průběhu cyklu cen aktiv platí, že fiskální bilance se zlepšovala během růstu cen aktiv, avšak docházelo k jejímu zhoršení v průběhu jejich poklesu. Proto výše veřejného dluhu se „vyostřila“ v růstové a klesající fázi cyklu. Proticyklická fiskální politika rovněž podporuje tvorbu výše popsaných „boom and bust“ cyklů, které jsou podhoubím pro tvorbu bubliny tím, že ovlivňují míru optimismu (pesimismu) ekonomických agentů.

6 Závěr

Nesladěnost cen aktiv, včetně jejich extrémního případu – bubliny je dlouhodobě známým fenoménem. Současná propojenost ekonomik, finančních trhů a zkušenosti ze současné finanční (dluhové) krize ukázaly důležitost eliminace procyklických politik – měnové, fiskální i obezřetnostní (na makro i mikro úrovni) a jejich vliv na ceny aktiv. V dubnovém čísle Globálního ekonomického výhledu zaostříme pozornost na představení praktických způsobů identifikace nesladěnosti (bubliny) na trzích aktiv s aplikací na trhy nemovitostí.

Literatura

- BORIO, C. WHITE, W. 2004. Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. BIS Working Paper, No. 147, February 2004.
- DUPOR, B. 2001. Nominal Price Versus Asset Price Stabilization. unpublished University of Pennsylvania working paper, November.
- FISCHER, S.; MERTON, R. 1984. Macroeconomics and Finance: The Role of the Stock Market. NBER Working Paper No. 1291.
- FOSTEL, A.; GEANAKOPOLOS, J. 2008. Leverage Cycles and the Anxious Economy. American Economic Review 2008, 98:4, 1211–1244.
- FRAIT, J.; KOMÁREK, L. 2007. Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States? Prague Economic Papers, No. 1., pp. 3-23.
- FRAIT, J.; KOMÁRKOVÁ, Z.; KOMÁREK, L. 2011. Monetary Policy in a Small Economy after Tsunami: A New Consensus on the Horizon? Czech Journal of Economics and Finance - Finance a úvěr. Vol. 61, Issue 1, pp. 5-33.
- HLAVÁČEK, M.; KOMÁREK, L. 2011: Regional Analysis of Housing Price Bubbles and their Determinants in the Czech Republic. Czech Journal of Economics and Finance - Finance a úvěr. Vol. 61, Issue 1, pp. 67-91.
- JAEGER, A.; SCHUKNECHT, L. 2004. Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior. IMF Working Papers, WP/04/54.
- KOMÁREK, L. – KUBICOVÁ, I. – PLAŠIL, M.: (2012) Analýza makrofinančních rizik a jejich přenosů v kontextu zranitelnosti české ekonomiky. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky (v tisku).
- KOMÁREK, L. - ROZSYPAL, F. 2009. Vymezení a vyhodnocení agresivity centrálních bank. Politická ekonomie. Ročník LVII, č. 3, s. 383-404.
- KOMÁREK, L.; KUBICOVÁ, I. 2011. Možnosti identifikace bublin v české ekonomice. Politická ekonomie. roč. 59, č. 2, s. 164-185. ISSN 0032-3233.
- KUBICOVÁ, I.; KOMÁREK, L. 2011. The Classification and Identification of Asset Price Bubbles. Czech Journal of Economics and Finance - Finance a úvěr. Vol. 61, Issue 1, pp. 34-48.
- POSEN, A. 2006. Why Central Banks Should not Burst Bubbles, International Finance, 9(1), pp. 109–124.
- ROUBINI, N. 2006. Why Central Banks Should Burst Bubbles, International Finance, 9 (1), pp. 87-107.
- STEIN, J. C. 1996. Rational capital budgeting in an irrational world. Journal of Business 69, (October): 429–55.

BOFIT	Institut pro transformující se ekonomiky při centrální bance Finska
BR	Brazílie
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
IN	Indie
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
RU	Rusko
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
Makrofinanční pojetí nesladěnosti cen aktiv (Luboš Komárek)	2012-3

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