

Globální ekonomický výhled

— říjen 2023



I. Úvod	2
II. Makroekonomický monitoring	3
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	4
III.1 Eurozóna	4
III.2 Německo	5
III.3 Spojené státy	6
III.4 Čína	7
III.5 Spojené království	8
III.6 Japonsko	8
III.7 Rusko	9
III.8 Polsko	9
III.9 Maďarsko	10
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
V. Vývoj na komoditních trzích	12
V.1 Ropa	12
V.2 Ostatní komodity	13
VI. Zaostřeno na...	14
Kdo zaplatí covidové zadlužení?	14
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2023	19
A2. Změna predikcí pro rok 2024	19
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	20
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	27
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	28

Datum uzávěrky dat

13. října 2023

Sběr dat CF

9. října 2023

Datum publikace GEVu

20. října 2023

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy
Pavla Růžičková	III.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	III.2 Německo, III.5 Spojené království
Martin Motl	III.4 Čína
Martin Kábrt	III.6 Japonsko, VI. Zaostřeno na...
Jakub Doležal	III.7 Rusko
Anna Drahozalová	III.8 Polsko, III.9 Maďarsko
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Další válečný konflikt se žel stal skutečností po barbarském útoku hnutí Hamás na stát Izrael. Obdobně neospravedlnitelná agrese Ruské federace na Ukrajině stále trvá a pomyslné „světlo na konci tunelu“ i po dvacetiměsíčním konfliktu není na obzoru. Napětí sílí i v dalších částech světa, což se zrcadlí ve zvýšené nejistotě a nervozitě na finančních trzích, ale i v hospodářských výhledech.

Světová ekonomika v příštím roce lehce zpomalí svůj hospodářský růst při vyšší inflaci. MMF ve své podzimní prognóze zhoršil výhled růstu světové ekonomiky na příští rok na 2,9 %, přičemž výhled pro letošní rok ponechal na stávajících 3,0 %. Tříprocentní růst světové ekonomiky MMF označuje za slabý. Průměrný růst mezi léty 2000 až 2019 totiž dosahoval 3,8 %. Nevýrazný zhruba 1,5% růst je očekáván u vyspělých ekonomik, přičemž Německo – nejsilnější evropská ekonomika – dokonce letos zaznamená pokles a její růst v příštím roce nepřevyší 1% hranici. Rozvíjející se ekonomiky budou dále se svým 4% růstem tahounem globální ekonomiky, byť i zde dochází vlivem několika faktorů (popandemické dozvuky, válečné konflikty a rostoucí geoeconomická roztržičnost, extrémní projevy počasí, zpřísňování měnové politiky centrálních bank v boji s odeznívající nebývale vysokou inflační vlnou) k jeho lehkému snížení. Celosvětová inflace by měla postupně klesat z 8,7 % v roce 2022 na 6,9 % v roce 2023 a 5,8 % v roce 2024, a to v důsledku zpřísňované měnové politiky podporované nižšími cenami komodit.

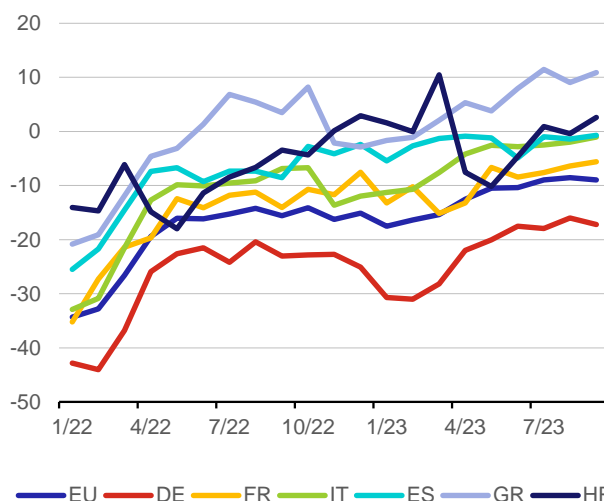
Klíčové centrální banky jsou již zřejmě poblíž vrcholu svého úrokového cyklu. Zápisy z posledních jednání Fedu a ECB ukázaly, že rozhodování mezi stabilitou a zvýšením sazeb bylo těsné, uvolnění měnových podmínek lze očekávat až v roce 2024.

Některé centrální banky malých otevřených ekonomik již toto uvolnění avizovaly, resp. realizovaly, některé však ještě měnovou politiku dále zpřísňují.

Graf aktuálního čísla ukazuje, že popandemické oživení v letecké dopravě stále probíhá. Ačkoliv dle dat z Flightradar24.com počet komerčních letů celosvětově již překročil hodnotu z roku 2019, v rámci EU tomu tak stále není, jak ukazují data z Eurostatu. V EU je počet letů stále o cca 10 % nižší, než tomu bylo před pandemií. Z jižních států se daří Řecku, kde již počet letů ve srovnání s rokem 2019 narostl o cca 10 %, a na zhruba předpandemickou úroveň se dostalo letos i Chorvatsko. Oživení v leteckém průmyslu tak není platné pro všechny světové regiony a Evropa v tomto směru zatím zaostává.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „Kdo zaplatí covidové zadlužení?“ Článek se zaměřuje na prudký a dočasný nárůst vládních výdajů na boj s pandemií covid-19. Článek ukazuje, že většinu nového zadlužení už umazala inflace a přecenění dluhopisů, ale konečné rozdělení břemena za covid-19 bude záležet na vývoji v popandemickém období.

Vývoj komerčních letů v posledních dvou letech ve vybraných regionech, %



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Srovnání vůči danému měsíci v roce 2019.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

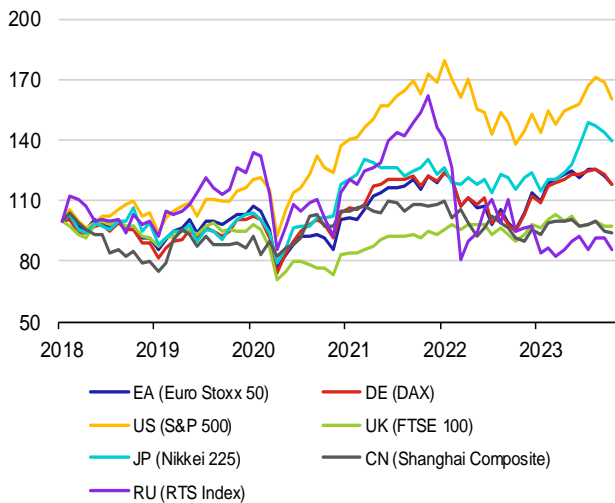
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,5 →	-0,4 →	2,2 →	0,4 →	1,9 →	5,0 →	1,4 →
	2024	0,6 →	0,5 →	0,9 →	0,3 →	0,9 →	4,4 →	1,3 →
Inflace (%)	2023	5,6 →	6,1 →	4,1 →	7,4 →	3,2 →	0,6 →	5,7 →
	2024	2,5 →	2,7 →	2,6 →	3,1 →	2,2 →	1,7 →	4,6 →
Nezaměstnanost (%)	2023	6,5 →	5,6 →	3,6 →	4,3 →	2,6 →	3,5 →	3,3 →
	2024	6,7 →	5,7 →	4,3 →	4,3 →	2,5 →	3,4 →	3,4 →
Kurz (vůči USD)	2023	1,10 →	1,10 →		1,26 →	135,3 →	7,28 →	95,3 →
	2024	1,13 →	1,13 →		1,29 →	126,6 →	6,99 →	96,2 →

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

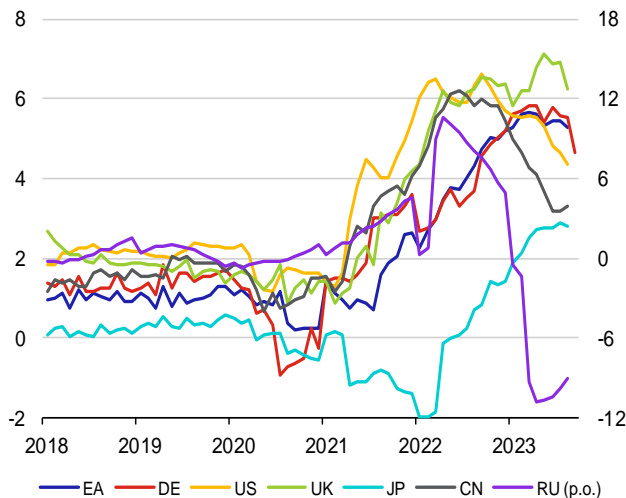
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

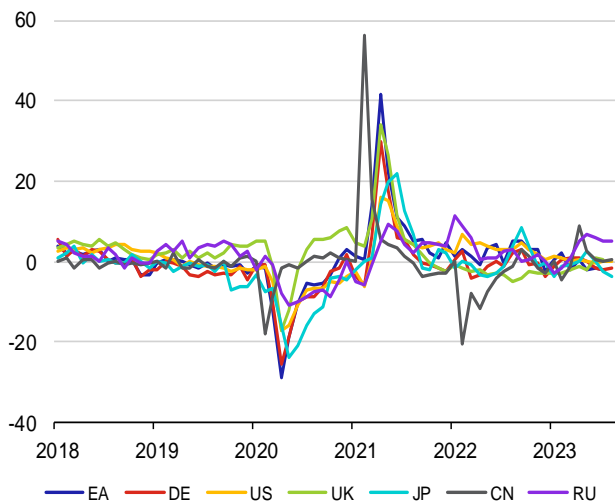
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2018



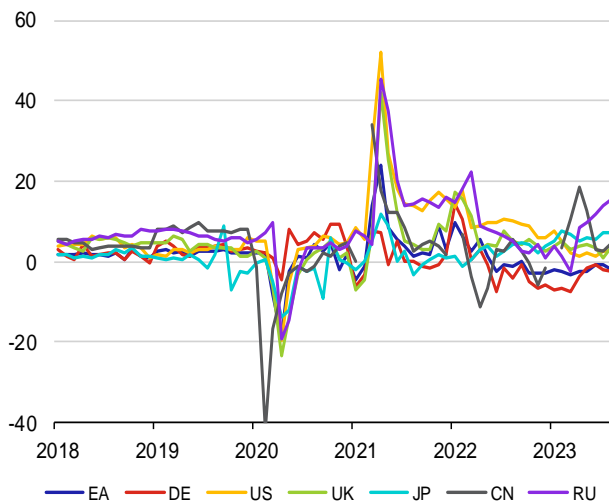
Jádrová inflace, %



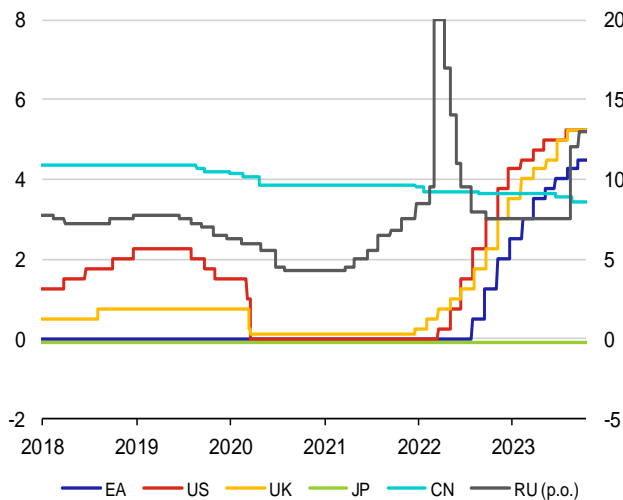
Průmyslová produkce, mizr. %



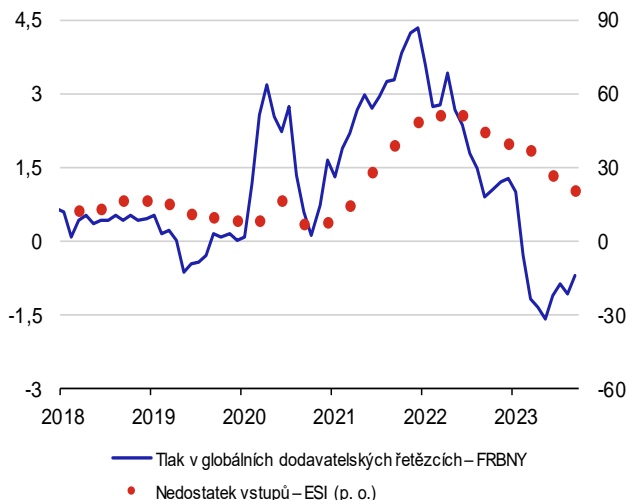
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

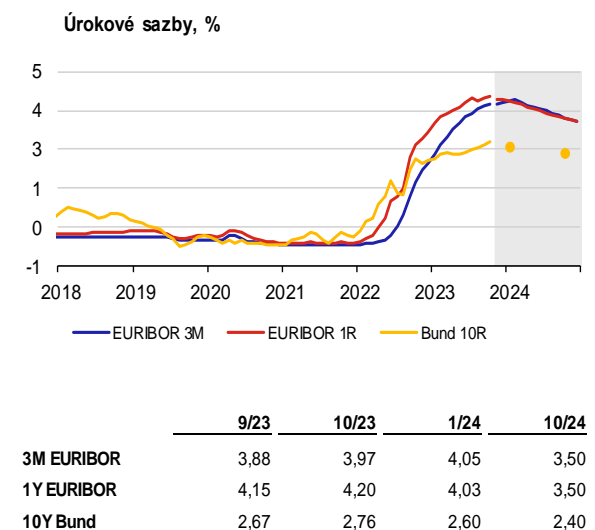
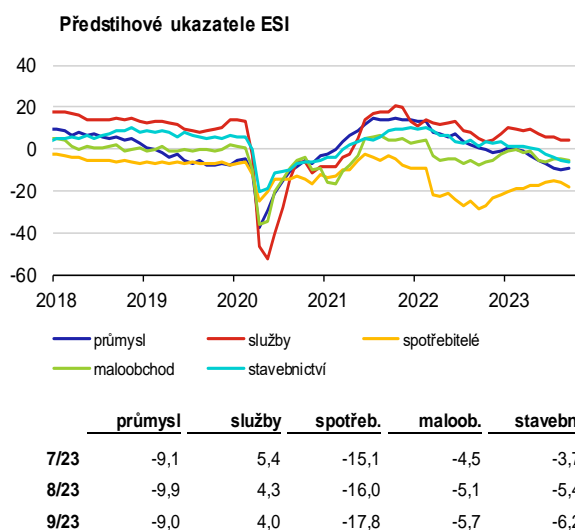
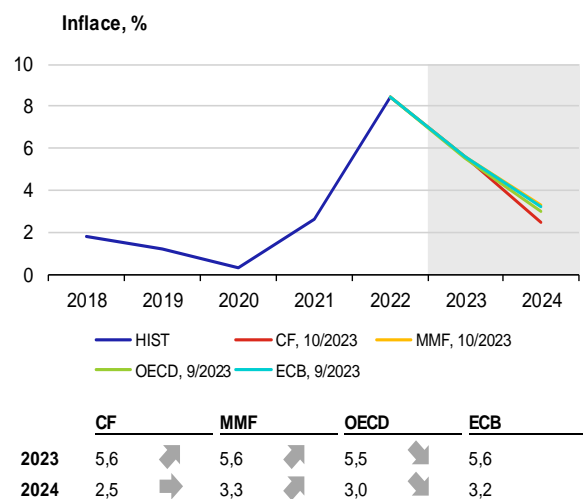
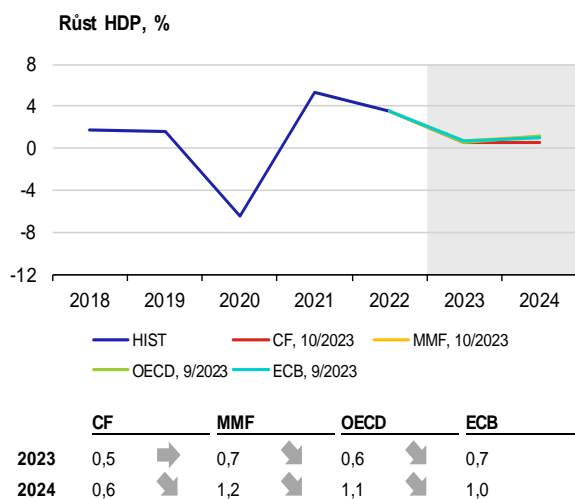


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

III.1 Eurozóna

Ekonomický výkon eurozóny zůstane v nejbližších měsících utlumený, na obzoru se však čeká oživení. V první polovině roku HDP zhruba stagnoval a nově přichozí data naznačují, že ani během třetího čtvrtletí nedošlo k touženému oživení. Zahraniční poptávka po produkci z eurozóny zůstává snižena, přičemž její výraznější obnovení lze čekat zřejmě až v příštím roce. Přísná měnová politika se skrze utaženější finanční podmínky podílí na útlumu investic. Donedávna odolný sektor služeb, který kompenzoval pokles výkonu v průmyslu, nyní hlásí rovněž opadající poptávku. Celkově pak nad ekonomikou visí těžký oblak nízké důvěry jak podnikatelů, tak spotřebitelů. Ve střednědobém horizontu nicméně hospodářskou výkonnost povzbudí růst reálných příjmů, jelikož trh práce zůstává napjatý. Nezaměstnanost je rekordně nízká a pokračující růst nominálních mezd při klesající inflaci začne brzy povzbuzovat růst spotřebitelských výdajů. Výhledy hospodářského růstu se posunuly níže. Podle nově vydaných prognóz MMF a OECD lze po letošním spíše anemickém výkonu očekávat v příštím roce návrat zhruba na úroveň dlouhodobého normálu (nový výhled růstu HDP eurozóny v desetiletém horizontu je dle šetření CF 1,1 %). Naproti tomu CF už ve zřetelnější oživení příští rok nevěří.

Inflace v eurozóně zůstane zvýšená i příští rok. Podle předběžného odhadu v září zpomalil meziroční růst HICP na 4,3 %, když se přibrzdil růst cen služeb, neenergetické průmyslové produkce i potravin a prohloubil se meziroční pokles cen energií. Dezinflace tak po několika předchozích měsících nabrala opět rychlejší tempo. Nejenže již v žádné ze zemí eurozóny nedosahuje inflace dvouciferných hodnot, ceny v Nizozemsku jsou nyní dokonce nižší než před rokem. V následujících měsících mohou být její hodnoty nicméně rozkolísané vlivem efektů srovnávací základny (odrážející loni zaváděné národní programy na pomoc s vysokými cenami energií). V delším období je však třeba stále počítat s perzistencí zvýšené inflace, k níž nově přispějí opětovně rostoucí ceny energií. Momentum HICP jejich vlivem v posledních měsících zrychluje. MMF ani OECD nepočítají s tím, že by průměrná inflace v příštím roce klesla pod 3 %. Respondenti CF jsou optimističtější.

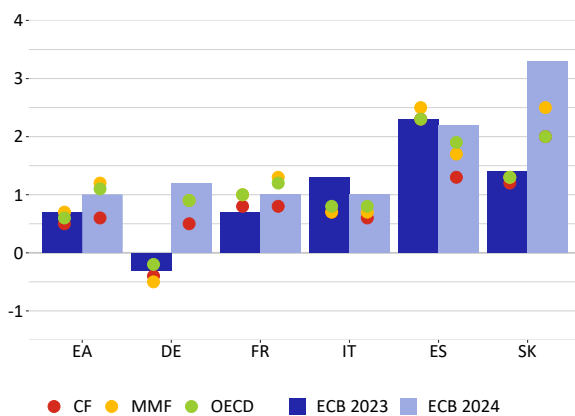


III.2 Německo

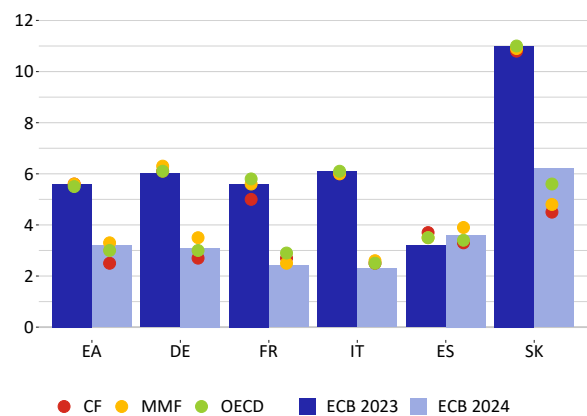
Německá ekonomika by se měla dle zhoršujících se předpovědí v letošním roce propadnout, avšak v roce 2024 by mělo následovat oživení. Ekonomika bojuje se slabou spotřebou domácností, vysokou inflací či slabou poptávkou v průmyslovém sektoru a obecně zaostává. Pokles HDP by se měl v letošním roce pohybovat dle nových předpovědí OECD, MMF, CF, ale i německé vlády okolo půl procenta, přičemž optimističtější je výhled růstu HDP pro příští rok, a to kolem 1 % (vyjma CF, který predikuje jen 0,5 %). Brzdou hospodářského růstu jsou i vysoké úrokové sazby. Navíc v důsledku očekávaného ekonomického poklesu ve třetím čtvrtletí trvají obavy z další recese v letošním roce. Podnikatelská nálada v německé ekonomice zůstává dle vývoje ZEW a Ifo indexu nadále chmurná. Výrazně se zhoršilo především hodnocení současné podnikatelské situace v meziměsíčním srovnání. Pesimismus ohledně nadcházejících měsíců se pak jen mírně rozptýlil, přičemž německá ekonomika přešlapuje na místě. Spotřebitelský sentiment pak opětovně poklesl a se zotavením nálady spotřebitelů se v letošním roce již příliš nepočítá. Dle kompozitního ukazatele PMI se pokles německé podnikatelské aktivity v září oproti předchozímu měsíci nepatrně zmírnil, když index vzrostl na hodnotu 46,4 bodů. Zatímco aktivita ve službách se mírně zvýšila (50,3), zpracovatelský sektor dále pokračoval v prudkém poklesu (39,6).

Září přineslo prudké zpomalení spotřebitelské inflace, která se dostala na dvouleté minimum. Meziročně vzrostly harmonizované ceny o 4,3 %. Růst cen potravin zůstává přes zpomalení nadprůměrný, zatímco inflace služeb se snížila a ceny energií rostly jen nepatrně. Důležitou roli však sehrály bazické efekty vzhledem k výpadku loňských vládních podpůrných opatření, především dotované devítieurové jízdenky na veřejnou dopravu. Jádrová inflace též zpomalila, a to pod 5% hranici. Nové prognózy z dílny OECD, MMF, CF a německé vlády vidí inflaci pro letošní rok zhruba okolo 6% úrovně, zatímco pro rok 2024 předpokládají její zpomalení ke 3 %. Ceny průmyslových výrobců v srpnu pak již podruhé za sebou meziročně klesly, a to o 12,6 %, což je největší pokles od počátku sběru dat v roce 1949.

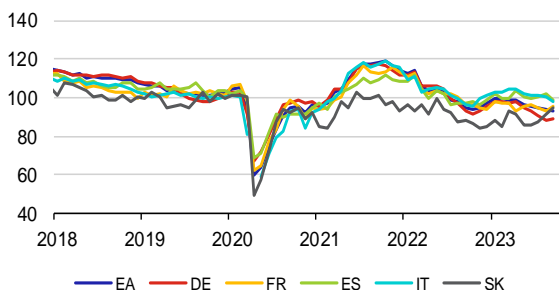
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



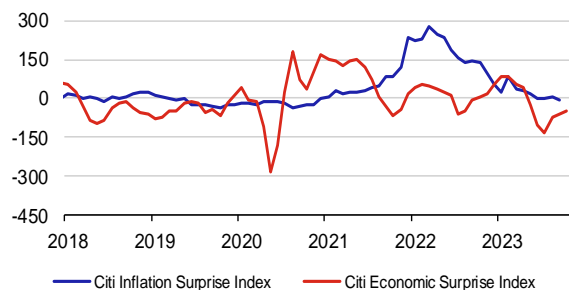
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
7/23	94,6	91,1	94,4	100,8	101,1	87,5
8/23	93,6	88,7	93,2	102,2	100,1	91,8
9/23	93,3	89,0	95,9	99,0	97,9	95,0

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

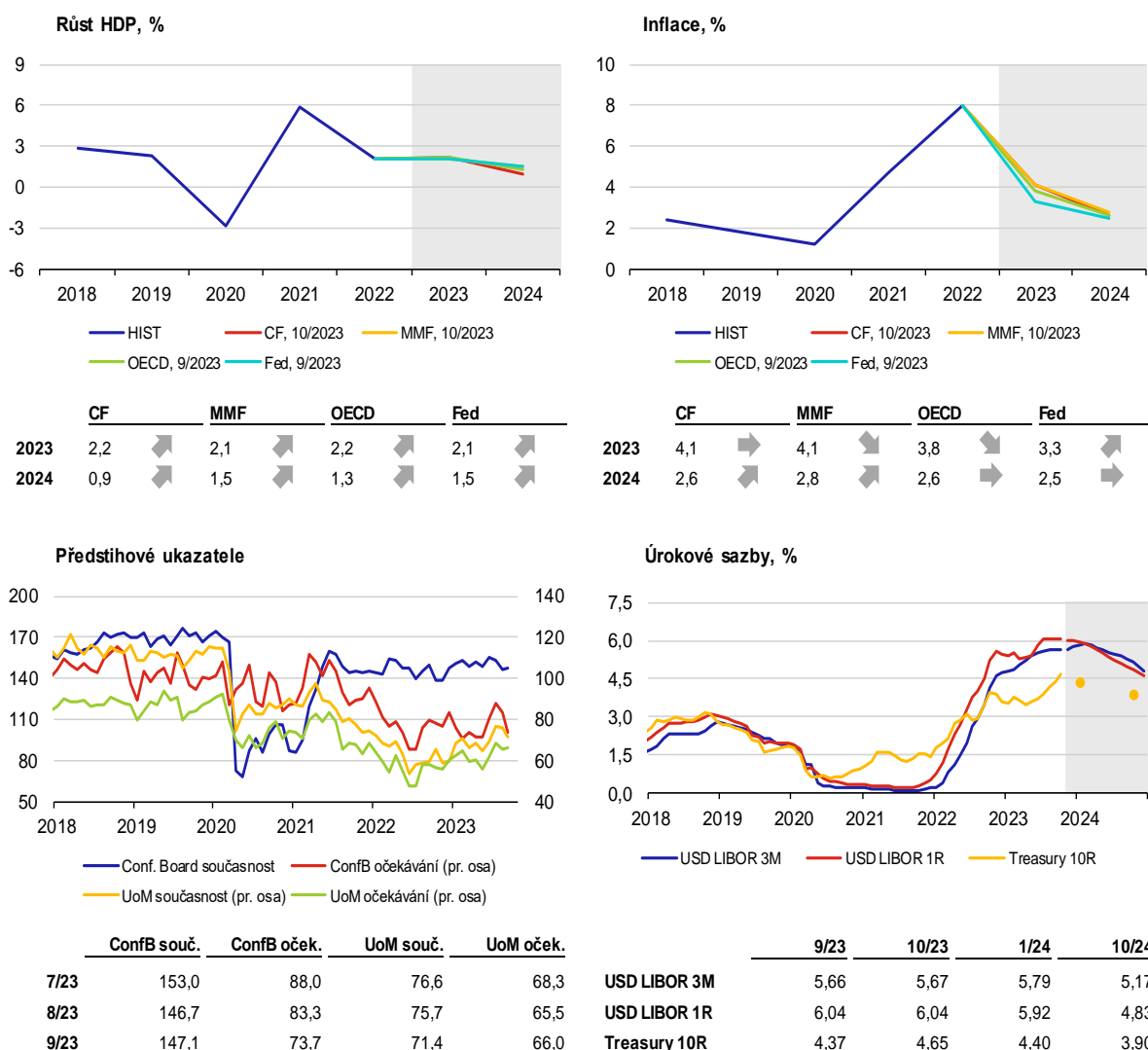
	5y5y	SPF
8/23	2,61	2,14
9/23	2,60	2,14
10/23	2,52	

III.3 Spojené státy

Výhled růstu americké ekonomiky se posouvá směrem výše. Nový výhled CF očekává letos růst HDP o 2,2 % a v příštím roce pak o 0,9 %. Podle průzkumu společnosti Bloomberg pak v letošním roce dojde k růstu o 2,1 %, především s ohledem na vývoj ve třetím čtvrtletí, kde čísla ukazují na silnější než očekávanou investiční aktivitu. Nový výhled MMF pak rovněž vedl ke zvýšení růstových očekávání pro americkou ekonomiku, ačkoli pro většinu vyspělých ekonomik MMF očekává v letošním roce tlumenější vývoj. Růst i nadále podporují nejen investiční pobídky vlády, ale také domácnosti, které v září dále navýšily reálnou spotřebu, ačkoli u nich došlo k propadu reálných příjmů. Trh práce je i nadále napjatý a počet nových pracovních míst zatím nenaznačuje brzké ochlazení.

Inflace v září dosáhla meziměsíčně 0,4 %, jádrová pak 0,3%. Nové výhledy analytiků CF očekávají letošní inflaci v průměru 4,1 % a v příštím roce pak 2,6 %. Nový výhled z dílny MMF je trochu pesimističtější, ale i ten neočekává, že by se celoroční inflace dostala pod 2 % dříve než v roce 2026. Zářijové výhledy amerického Fedu pak letošní inflaci vidí výše nežli v červnu, a to na hodnotě 3,3 %, ale pro příští rok nechal Fed výhled na hodnotě 2,5 %, a zůstává tak nejoptimističtější ze sledovaných institucí.

Na svém zářijovém měnovém zasedání ponechal dle očekávání trhů i analytiků americký Fed své úrokové sazby v pásmu 5,25–5,5 %. Ze zveřejněného zápisu vyplývá, že představitelé Fedu očekávají ještě jedno zvýšení sazeb v letošním roce a poté by se sazby měly nějakou dobu držet na zvýšené úrovni, aby došlo k úspěšnému zkrocení inflace. Trhy však již další zvýšení sazeb neočekávají a první snížení zatím stále čekají na přelomu jara a léta 2024. Vyjádření o delším období vyšších sazeb vedlo ke zvýšení výnosů amerických dluhopisů, kde se výnosy i na dlouhém konci dostaly téměř k 5% hranici. Po útocích Hamásu na Izrael došlo mezi investory ke zvýšení rizikového sentimentu, což zvýšilo zájem o americký dolar, který tak posílil vůči euru.



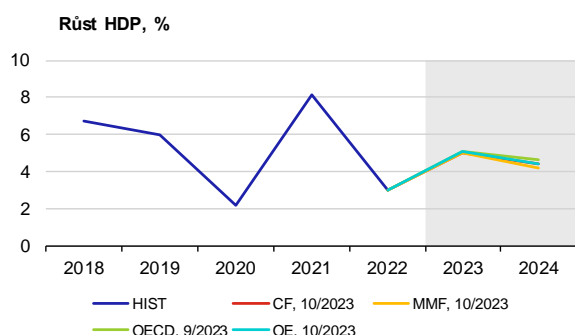
III.4 Čína

Hospodářská aktivita v Číně dle nejčerstvějších indikátorů v září zpomalovala. Minimální růst či stagnaci zažívaly jak průmyslová produkce, tak podnikatelské úvěry a maloobchodní prodeje. Za slabým růstem objemu nových úvěrů stojí zvýšená opatrnost bank navzdory snaze centrální banky o změkčení úvěrových podmínek. Krize v čínském sektoru nemovitostí pokračuje a nadále se přelévá do kvality úvěrových portfolií bank a do hospodaření provinčních vlád a municipalit. Nicméně explicitní propad ekonomické aktivity se neočekává, zejména v maloobchodě se největší meziroční pokles již pravděpodobně odehrál na konci letní sezóny.

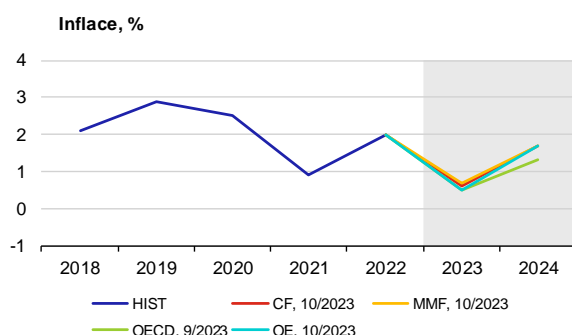
Ukazatele firemní důvěry na přelomu září a října sice poklesly, ale udržují se v růstové oblasti. Hodnoty Caixin PMI ve výrobě a ve službách jsou aktuálně na úrovni 50,6, respektive 50,2 bodů. Na podobné úrovni jsou i hodnoty uváděné čínským národním statistickým úřadem, ačkoli v tomto případě PMI v nevýrobních odvětvích (51,7 bodů) je zřetelně vyšší než ve výrobních (50,2 bodů). Nezaměstnanost v městských oblastech zůstává nízká, v srpnu klesla na úroveň 5,2 %. Oficiální vládní projekce pro celý rok počítají s o něco méně napjatým trhem práce s mírou nezaměstnanosti kolem 5,5 %.

Spotřebitelská inflace v meziročním vyjádření byla v září nulová. Nejvíce k tomu přispěly stále klesající ceny potravin, zatímco ceny řady služeb již rostly. Deflační období však pravděpodobně končí – meziměsíčně spotřebitelské ceny vzrostly o 0,2 %. Meziroční změna cen výrobců byla záporná (-2,5 %), což sice znamenalo deflaci již třináctý měsíc v řadě, ale zároveň další zmírnění jejího tempa. Meziměsíčně ceny výrobců v září již druhý měsíc po sobě vykázaly mírný růst (o 0,4 %).

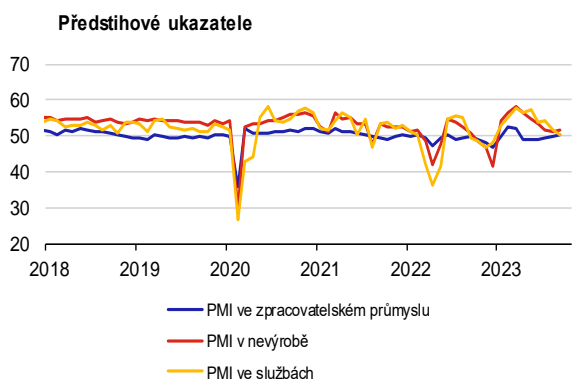
Bilance zahraničního obchodu v srpnu zůstala kladná (USD 68,36 mld.), ale klesla na úroveň ze začátku léta. V pozadí těchto čísel stál pokles jak dovozů, tak vývozů, ale např. vývoz vzácných kovů a zemin naopak rekordně vzrostl. Nejvýrazněji v srpnu poklesl dovoz výrobků z oceli (o 29 % mzr.), což indikuje brzkou kontrakci v odvětvích, která jsou na těchto vstupech závislá. Naopak dovozy většiny potravinářských surovin meziročně rostly.



	CF	MMF	OECD	OE
2023	5,0	5,0	5,1	5,1
2024	4,4	4,2	4,6	4,4



	CF	MMF	OECD	OE
2023	0,6	0,7	0,5	0,5
2024	1,7	1,7	1,3	1,7



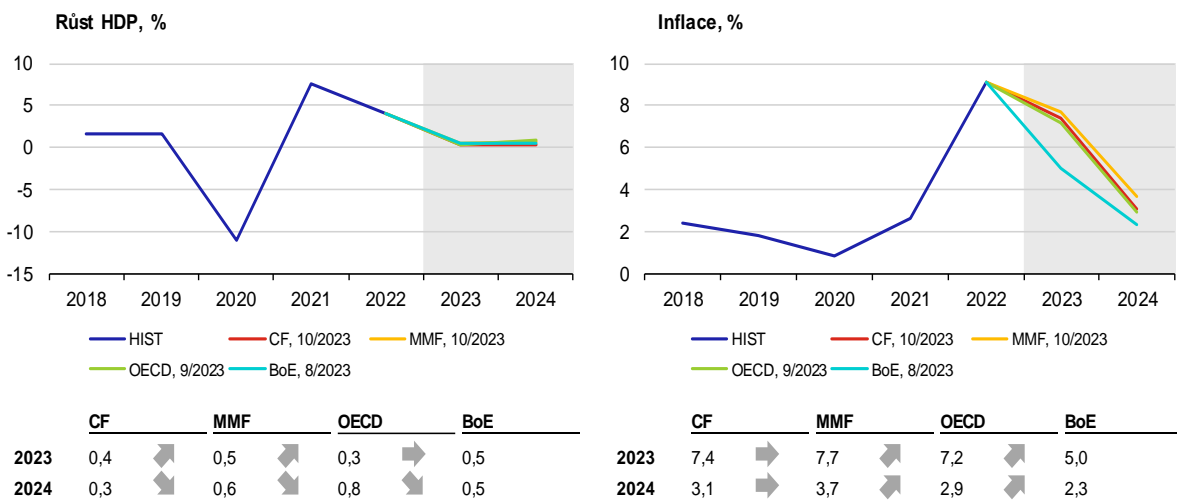
	PMI zprac. prům.	PMI v výrobě	PMI ve službách
7/23	49,3	51,5	54,1
8/23	49,7	51,0	51,8
9/23	50,2	51,7	50,2



Zdroj: Bloomberg

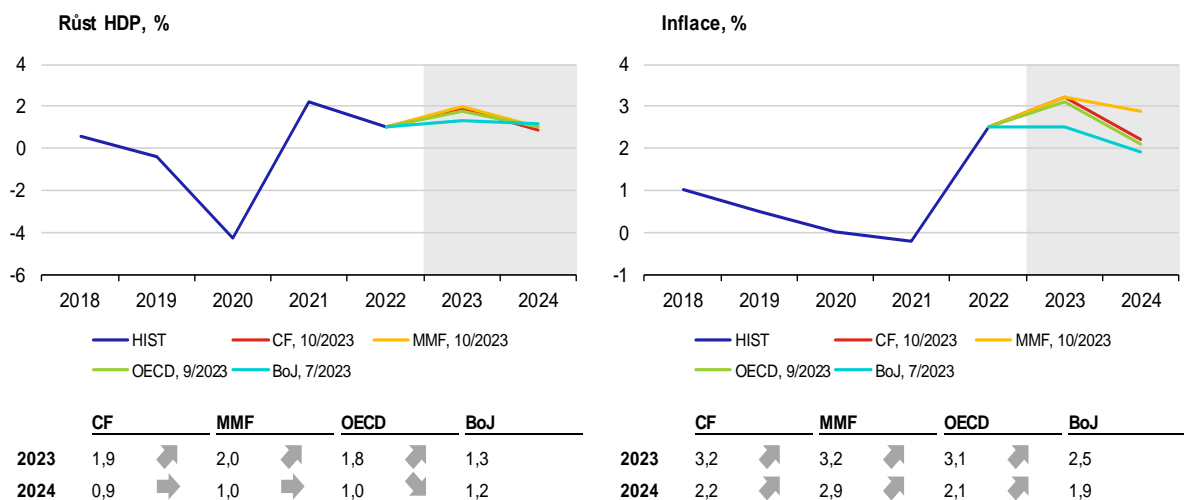
III.5 Spojené království

Spotřebitelské ceny rostly v srpnu méně, než se očekávalo, a BoE pozastavila dlouhou sérii zvyšování úrokových sazeb. Kromě ponechání sazby na úrovni 5,25 % bylo odhlasováno též další snížení objemu držených britských vládních dluhopisů. Inflace by měla dle BoE v nejbližším období výrazně zmírnit, přičemž díky příznivému vývoji cen potravin a ubytovacích služeb (navzdory rostoucím cenám motorových paliv), dosáhla v srpnu meziročně 6,7 %. Klíčová jádrová inflace očištěná o ceny energií a potravin výrazně zpomalila (k 6 %) a stejně tak zpomalil i růst cen služeb. Vzhledem k poklesu aktivity soukromého sektoru však nezmizelo riziko recese. Kompozitní ukazatel PMI se v září mírně snížil (48,5) v důsledku pokračujícího poklesu produkce zpracovatelského sektoru, ale též druhého poklesu v řadě u aktivity v sektoru služeb. Podnikatelská důvěra klesá, zatímco ta spotřebitelská vzrostla, ačkoliv zůstává nízká. Nové výhledy OECD, MMF a CF počítají s růstem HDP pro letošní rok okolo 0,5 % a pro rok příští by dle snížených odhadů růst neměl překročit 1 %.



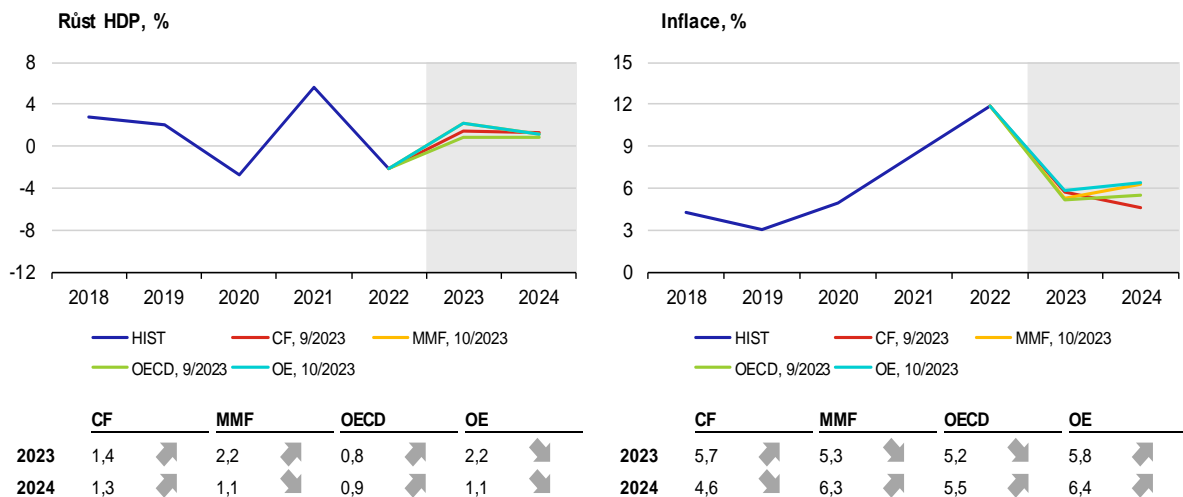
III.6 Japonsko

Příznivý podnikatelský sentiment v Japonsku naznačuje, že ekonomika odolává ochlazení globální poptávky. Rozsáhlé šetření BoJ Tankan i ve třetím čtvrtletí ukázalo další zvýšení čistého podílu podniků, které byznysové podmínky považují za příznivé. Optimismus překvapil zejména v neprůmyslových odvětvích, kde se indikátor vyšplhal na nejvyšší úroveň od počátku 90. let. Podobný sentiment lze pozorovat i na finančních trzích, kde se významné akciové tituly jako Toyota či Honda poprvé od burzovního krachu před více než 30 lety dostaly na nová historická maxima. Japonské vývozce nadále podpoří slabý jen, který se pohybuje poblíž symbolické hranice 150 jenů za dolar, jejíž překročení loni vedlo k vládním intervencím. BoJ i v září jednohlasně potvrdila nastavení extrémně uvolněné měnové politiky, avšak tlak trhu ji nutí k neplánovaným nákupům vládních dluhopisů, aby svou politiku cílování výnosové křivky udržela.



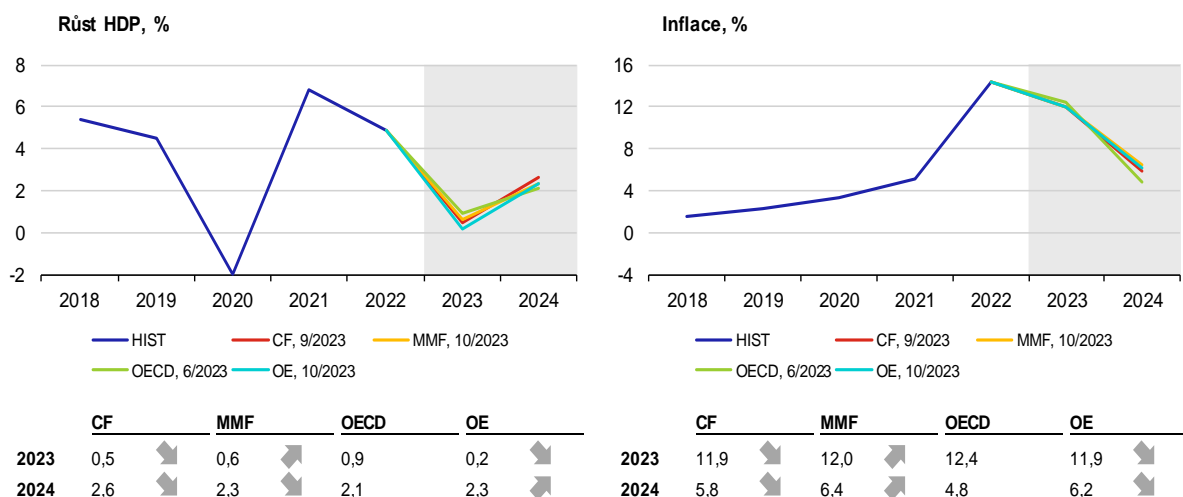
III.7 Rusko

Rubl přes jestřábí politiku ruské centrální banky stále oslabuje. Tamní měna v posledních dnech osciluje okolo hranice 100 rublů za dolar a znesnadňuje boj s inflací. Kvůli vysokým cenám pohonných hmot vláda v září omezila a poté dočasně zakázala vývoz motorové nafty a benzínu po moři. Zákaz vývozu většiny nafty (té části, co do přístavů proudí naftovody) byl začátkem října zrušen, u benzínu však přetrvává. Pozitivní dynamiku, taženou silnou domácí poptávkou, oproti tomu vykazuje reálný sektor. Expanzi indikuje zářijové PMI jak ve službách, tak především ve zpracovatelském průmyslu, kde index vystoupal na nejvyšší hodnoty od roku 2017. Trend potvrzuje i MMF v pozitivním přehodnocení výhledu meziročního růstu HDP pro letošní rok z 1,5 % na 2,2 %. Se silným růstem světových cen ropy v druhé polovině roku se dostala cena ruské ropy Urals vysoko nad cenový strop 60 USD/barel. To signalizuje limitovanou účinnost této sankce uvalené státy G7 na konci minulého roku a lze očekávat, že parametry opatření doznají změn.



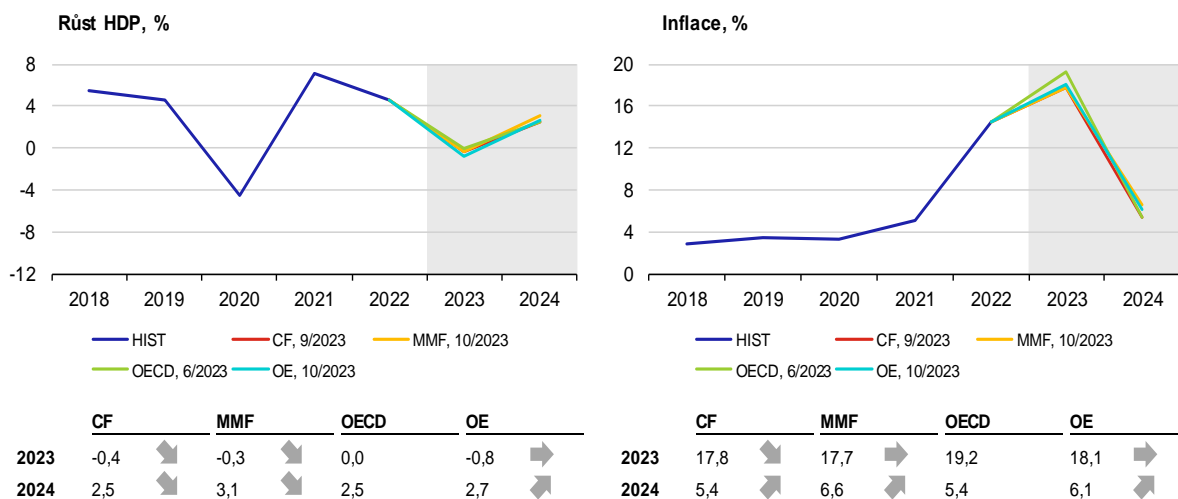
III.8 Polsko

Inflace se v Polsku dostala na jednociferné hodnoty. Analytici CF přehodnotili výhled růstu HDP o 0,4 procentního bodu níže. Meziroční spotřebitelská inflace se po téměř dvou letech dostala zpět na jednociferné hodnoty (8,2 % v září). V meziměsíčním vyjádření ceny dokonce klesaly (o 0,4 %). Při takto příznivém cenovém vývoji a v souladu s očekáváním trhů přistoupila NBP k dalšímu uvolnění měnových podmínek a základní úroková sazba se tak v říjnu dostala na 5,75 % (v září 6 %). Tento krok přichází vhod v prostředí snížené ekonomické aktivity, kdy souběžně klesá průmyslová produkce i maloobchodní tržby. Zpracovatelský PMI se nadále nachází v pásmu kontrakce, a to již 17. měsíc v řadě. Slabou domácí poptávku potom odráží pokles nových objednávek, které se nacházejí na nejnižších hodnotách od pandemického roku 2020. Pro tento rok došlo ze strany analytiků CF k přehodnocení výhledu HDP o 0,4 p. b. níže.



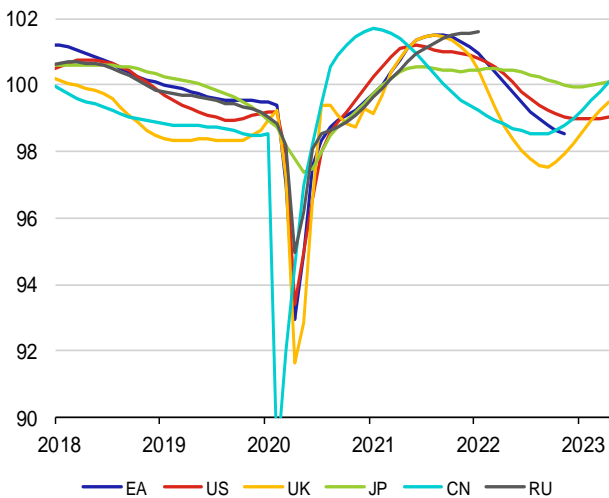
III.9 Maďarsko

V prostředí klesající inflace uvolňuje MNB dále měnové podmínky. Výhledy HDP se pro letošní rok zhoršily. Meziroční spotřebitelská inflace v září dle očekávání zvolnila na 12,2 % (16,4 % v srpnu). Na tomto skokovém snížení se podílel zejména mírnější růst cen potravin, elektřiny a plynu. V prostředí příznivého cenového vývoje přistoupila MNB na svém zářijovém zasedání k poslednímu očekávanému snížení mimořádné úrokové sazby na volitelné rezervy. Ta se tak sjednotila se základní úrokovou sazbou na 13 %. MNB dále snížila dolní i horní hranici úrokového pásma (12 % a 14 %). Běžný účet platební bilance se po dvou letech deficitů ve druhém čtvrtletí přehoupl do přebytku. Tomu dopomohlo zejména kladné saldo zahraničního obchodu, které je v posledních měsících podpořeno oslabeným forintem a nízkou domácí poptávkou. Průmyslová produkce i maloobchodní tržby meziročně klesají, zpracovatelský PMI se i nadále nachází v pásmu kontrakce. Analytici CF přehodnotili výhled růstu HDP v letošním roce o 0,3 p. b. směrem dolů.

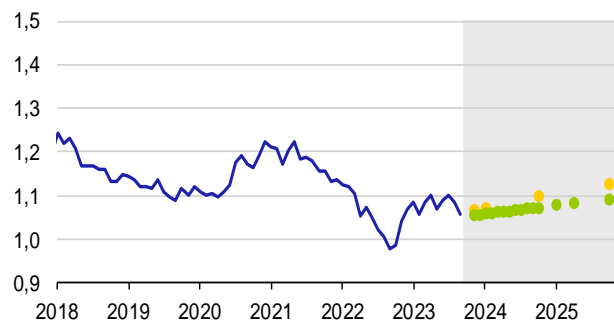


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

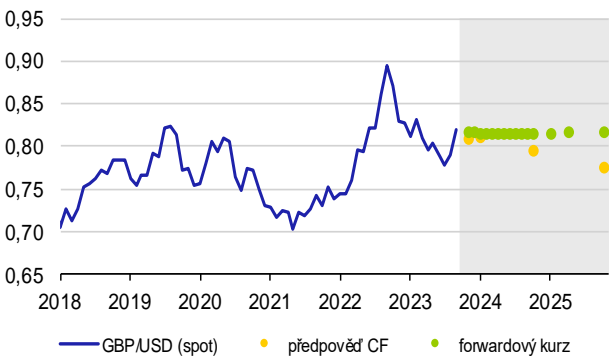


Americký dolar (USD/EUR)



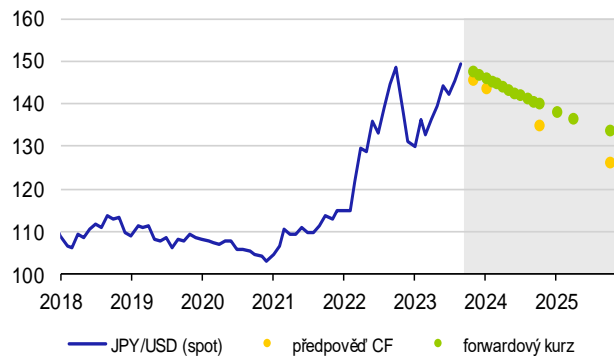
	9/10/23	11/23	1/24	10/24	10/25
spotový kurz	1,055				
předpověď CF		1,068	1,073	1,100	1,129
forwardový kurz		1,058	1,061	1,075	1,092

Britská libra (GBP/USD)



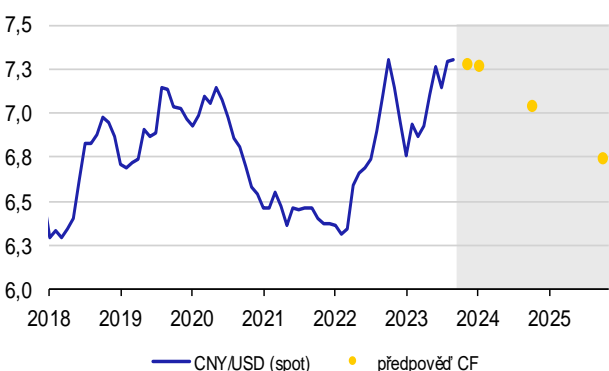
	9/10/23	11/23	1/24	10/24	10/25
spotový kurz	0,819				
předpověď CF		0,810	0,812	0,796	0,776
forwardový kurz		0,817	0,817	0,816	0,818

Japonský jen (JPY/USD)



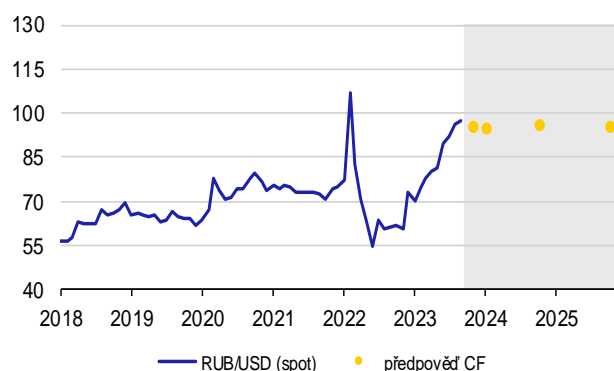
	9/10/23	11/23	1/24	10/24	10/25
spotový kurz	148,5				
předpověď CF		145,7	143,9	135,3	126,6
forwardový kurz		147,7	146,3	140,2	133,8

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/10/23	11/23	1/24	10/24	10/25
spotový kurz	7,297				
předpověď CF		7,282	7,272	7,041	6,753

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/10/23	11/23	1/24	10/24	10/25
spotový kurz	100,30				
předpověď CF		95,84	94,79	96,29	95,60

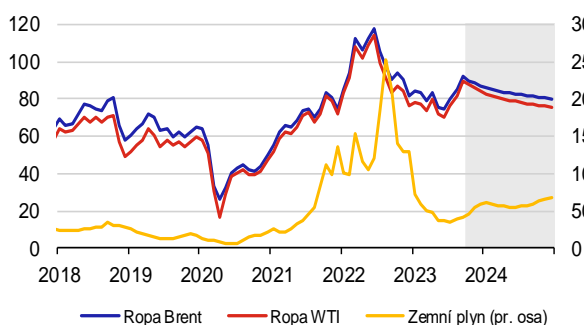
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa

Cena ropy Brent se dostala na konci září nad 95 USD/barel, poté prudce korigovala směrem dolů. Po útoku palestinských extrémistů na Izrael se ale opět obrátila k růstu. Tři měsíce trvajícím silným růstem cen ropy v důsledku omezené produkce ze strany Saúdské Arábie a Ruska a extrémně nízkých zásob ropy a destilátů vyvrcholil na konci září. Poté ale opět převážily obavy, že delší období vysokých sazeb centrálních bank zpomalí globální ekonomický růst, což se odrazí i na poptávce po ropě. To naznačuje i spotřeba benzínu v USA, která po ukončení tamní motoristické sezóny klesla na nejnižší úroveň pro toto období od roku 1998. K omezení poptávky došlo i v některých rozvíjejících se zemích, kde vliv silného dolaru a rušení dotací vedly k růstu cen pohonných hmot. Cena ropy Brent tak prudce korigovala předchozí růst a klesla až k 84 USD/barel. Následně však překvapivý útok palestinského hnutí Hamás na Izrael v kombinaci s technickými faktory obrátil ceny ropy opět k růstu. I když samotný konflikt zatím neomezil dodávky ropy, IEA odhaduje, že vedl k růstu rizikové prémie na trhu o 3 až 4 USD/barel. Pozdější vyjádření Íránu, že v případě pokračování blokády pásma Gazy by mohly Teheránem podporované milice otevřít další frontu proti Izraeli, však vneslo do konfliktu dodatečné riziko a cena ropy Brent se opět dostala nad 90 USD/barel. Fyzický růst poptávky po ropě zůstává silný (zejména v Číně, Indii a Brazílii) a významný růst vývozu ropy z Íránu letos částečně tlumil dopady omezení těžby ze strany ostatních zemí aliance OPEC+.

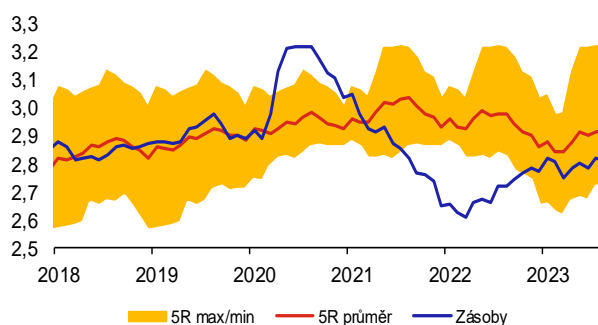
Tržní křivka z poloviny října ještě nezahrnuje v plné míře vliv palestinsko-izraelského konfliktu, a tak se posunula mírně dolů. Zůstává i nadále klesající a signalizuje cenu ropy Brent 87 a 80 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. Říjnový CF naopak dále zvýšil svou předpověď v ročním horizontu na 85,5 USD/barel. A ještě více nahoru svou předpověď přehodnotila EIA. Ta očekává, že Saúdská Arábie bude i v příštím roce pokračovat v částečném omezení těžby. Trh tudíž bude v deficitu do prvního čtvrtletí 2024, a cena ropy Brent se tak po většinu roku 2024 bude pohybovat nad 95 USD/barel.

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

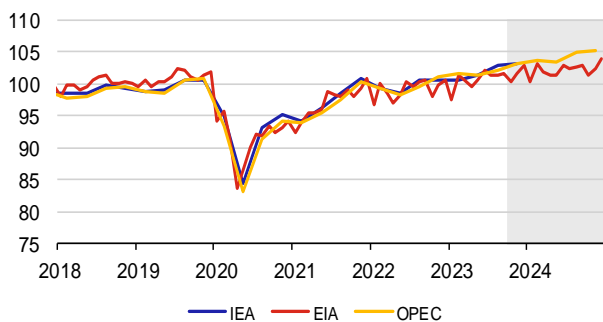


	Brent	WTI	Plyn
2023	83,66	79,51	484,07
2024	82,66	78,74	595,50

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

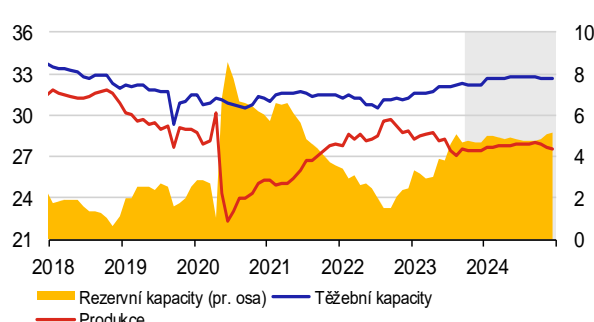


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2023	102,00	100,93	102,06
2024		102,24	104,30

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	27,92	31,98	4,05
2024	27,78	32,68	4,90

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

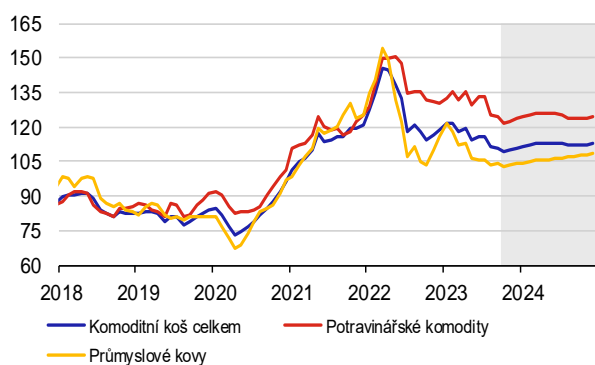
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě ve druhém říjnovém týdnu prudce vzrostla a poprvé od začátku dubna se opět dostala nad 50 EUR/MWh. Na poptávkové straně cenu zvyšovala předpověď chladnějšího počasí v Evropě, přičemž na straně nabídky zároveň působilo hned několik faktorů: obnovení stávky v australských exportních terminálech LNG, uzavření největšího těžebního pole v Izraeli z bezpečnostních důvodů (které by mohlo omezit i vývoz LNG z Egypta) nebo zastavení provozu plynovodu Balticconnector mezi Finskem a Estonskem kvůli netěsnostem (spekuluje se o úmyslném poškození). Zásobníky plynu v Evropě byly na konci září naplněny na 95 % a poptávka z průmyslu je nadále slabá, nicméně v případě extrémně chladné zimy nebo útoků na plynovou infrastrukturu v Evropě by cena plynu mohla dále silně vzrůst. Výrazně vzrostla cena plynu v USA kvůli poklesu tamní těžby a rostoucímu vývozu jak LNG, tak potrubního plynu do Mexika. Prudký propad cen uhlí v Evropě se v srpnu zastavil a od té doby cena mírně roste kvůli zvýšené dovozní poptávce z Číny.

Index cen potravinářských komodit pokračoval v září a první polovině října v poklesu. K němu přispěly zejména ceny pšenice, které se v říjnu dostaly na tříleté minimum, sóji a kávy. Naopak cena kukuřice se po předchozím propadu obrátila k nepatrnému růstu a cena cukru se opět posunula vzhůru (již na 12leté maximum). Cena kakaa mírně sestoupila z historického maxima, na které se naopak dalším růstem posunula cena hovězího masa.

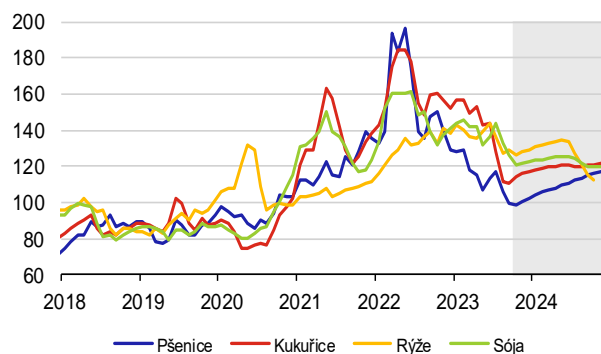
Index cen průmyslových kovů po dočasném zářijovém růstu v první polovině října opět mírně poklesl. Zatímco vládou stimulovaná čínská ekonomika již začíná tlačit ceny kovů vzhůru, opačným směrem působí nadále slabá aktivita zpracovatelského průmyslu ve zbytku světa a posilující dolar. V rámci indexu rostla mírně cena hliníku a železné rudy. Poptávka po oceli je v Číně zatím slabá kvůli neutěšenému stavu stavebnictví, ale to je kompenzováno silnou poptávkou ze zahraničí. Navíc vláda hodlá dále zvýšit investice do infrastrukturních projektů. Cena mědi, niklu a cínu klesala.

Indexy cen neenergetických komodit



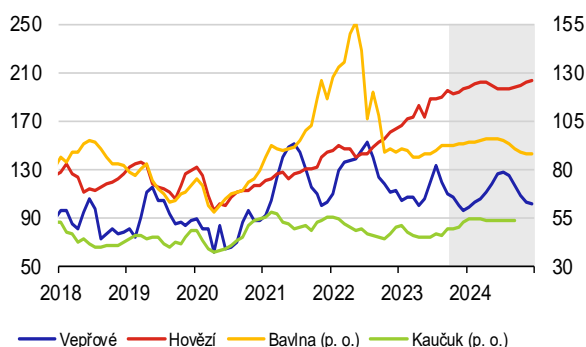
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	115,0	129,1	108,4
2024	112,5	124,9	106,5

Potravinářské komodity



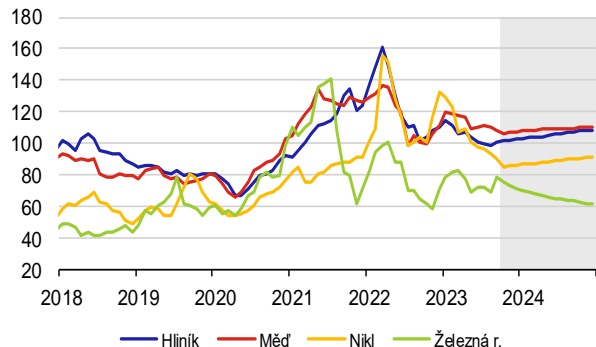
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	111,3	133,4	134,5	134,3
2024	111,4	120,4	127,3	122,7

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	108,9	183,9	90,1	47,5
2024	111,8	199,5	92,7	53,7

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	104,2	112,2	100,5	75,5
2024	106,1	109,3	89,4	65,6

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Kdo zaplatí covidové zadlužení?¹

Z pohledu vývoje veřejných financí připomíná pandemie covidu období válek. Prudký a dočasný nárůst vládních výdajů na boj s pandemií byl v rozvinutých ekonomikách financován nikoliv z vybraných daní, ale tvorbou dluhu a peněz. Znamená to tedy, že „účet za covid“ předáváme příštím generacím? Tento článek ukazuje, že většinu nového zadlužení už umazala inflace a přecenění dluhopisů. Covidové výdaje tak již byly částečně „zaplacený“ z investičních ztrát držitelů státních dluhopisů a nemusí se stát přítěží, kterou přenecháváme budoucím daňovým poplatníkům. Historická zkušenost ovšem ukazuje, že klíčová jsou i „poválečná“ léta, kdy prostřednictvím vysokých úroků a deflace docházelo ke kompenzaci investorů za jejich válečné kapitálové ztráty. Tento efekt je patrný i při dnešních vysokých úrokových sazbách, má ale daleko k cílené deflaci. V dlouhodobém měřítku je tedy pravděpodobné, že, podobně jako po druhé světové válce, bude covidový dluh snížen kombinací inflace a růstu, zatímco příspěvek přebytkových rozpočtů (tj. budoucích daňových poplatníků) nebude velký.

Kdo platí stát

„Naše děti nám to neodpustí,“ zaznělo v první debatě uchazečů o nominaci republikánské strany na prezidenta Spojených států v srpnu 2023. Politčka a bývalá velvyslankyně USA v OSN Nikki Haley odkazovala na dramatický nárůst vládního zadlužení země od počátku covidové pandemie.² Má ale Haley pravdu, že břemeno covidového zadlužení předáváme příští generaci? „Je čas na účetního v Bílém domě,“ ukončila své debataní vystoupení Haley. Začneme tedy účetním pohledem.

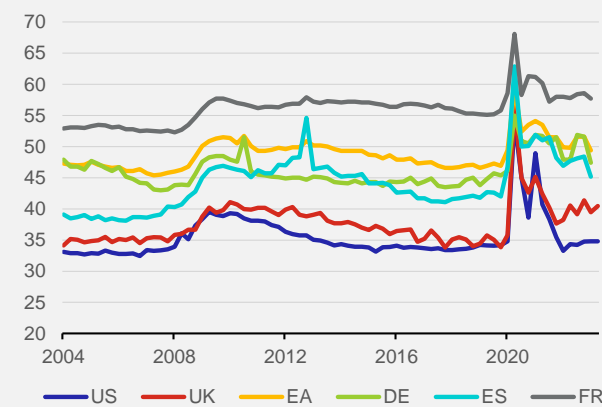
Každý stát pro plnění svých funkcí potřebuje zdroje, které si pořizuje třemi způsoby: daněním rezidentů, emisí dluhopisů a tvorbou peněz. Ve všech případech stát získává reálné prostředky, odlišná je pouze protihodnota, kterou za ně nabízí. Daňový poplatník nadobro odevzdává státu část svého majetku. Naopak věřitel za své prostředky dostane dluhopis, tedy získává finanční pohledávku v nominální hodnotě jistiny a navíc příslib úrokových výnosů. Ve třetím případě je protihodnotou bankovka. Ta je podobná dluhopisu s rozdílem, že peníze nenesou úroky, zato se ale s nimi dá platit. Prakticky každý moderní stát spoléhá na kombinaci všech tří zdrojů – daní, dluhopisů i peněz. Významně se ale liší jejich relativní význam, mezi státy i v čase.

Je dluhové či peněžní financování veřejných rozpočtů jen odloženou daní? V normálních časech, kdy je inflace nízká, úrokové sazby se moc nemění a státy plní své závazky věřitelům, jsou výnosy dluhopisů předvídatelné a peníze si udržují relativně stabilní kupní sílu. Dluh státu v takové situaci roste i klesá podle toho, jestli je rozpočet schodkový či přebytkový, a uzdravit veřejné finance lze jen zvyšováním daňových příjmů či omezováním výdajů. Veřejný dluh pak skutečně lze vnímat jako „přítěž“, kterou dnešní plátcí daní vytváří pro ty budoucí.³

V turbulentních dobách, jakými byly v historii zejména války, to ale platit nemusí. Břemeno si plátcí daní totiž rozdělují s držiteli vládních dluhopisů. Jasným příkladem je situace, kdy stát své závazky vůči věřitelům nedodrží (např. když ohlásí částečnou nebo úplnou platební neschopnost). Investoři ale mohou utrpět ztráty i v méně extrémních situacích, kdy klesne tržní hodnota vládních dluhopisů, které drží, nebo když nečekaná inflace znehodnocuje reálnou hodnotu jistiny i úroků.

Graf 1 – Pandemie covidu přinesla krátkodobý, ale dramatický nárůst vládních výdajů

(výdaje vládních institucí jako podíl HDP, %)



Zdroj: Eurostat, ONS (UK), FRED (US), výpočet autora

¹ Autorem je Martin Kábrt. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Poděkování patří Anně Drahozalové za výzkumnou asistenci a kolegům v ČNB za užitečné připomínky.

² Chmurné vyhlídky ale zaznívají i z odborných kruhů. Na „novou realitu“ permanentně vysokého dluhu připravovali své publikum i B. Eichengreen a S. Arslanalp (2023) v nejdiskutovanějším příspěvku na sympoziu centrálních bankéřů v Jackson Hole.

³ Byť s třemi výhradami. Zaprvé, rezidenti jsou nejen dlužníky, ale i věřiteli veřejného dluhu, protože rozhodující většinu státních dluhopisů drží přímo či nepřímo domácí investoři (viz např. Frait, Komárková a Szabo, 2021). „Příštím generacím“ se tedy zanechávají nejen dluhy, ale i pohledávky. Zadruhé, rostoucí prosperita ekonomiky tuto budoucí „přítěž“ snižuje. Pokud HDP roste rychleji než úroky, které naopak dluh navyšují, tak pro budoucí generace bude snazší dluh splatit, než by to bylo pro tu současnou. Tato podmínka ve vyspělých ekonomikách ale často neplatí (Checherita-Westphal, 2019). Zatřetí, na rozdíl od domácností, stát je „nesmrtelný“. Své dluhy může navždy refinancovat a nikdy nemusí splatit – tedy i každá příští generace dluh může předat té po ní. Od určité úrovně už ovšem může dluh omezovat fiskální prostor vlády, či dokonce se dostat na neudržitelnou trajektorii. Těmto úvahám se blíže věnuje dřívější číslo Globálního ekonomického výhledu (Komárek, 2019).

Účet za covid už dorazil

Pandemie covid-19 vedla k prudkému zvýšení vládních výdajů (graf 1). Krátkodobý, ale dramatický nárůst vládních výdajů přitom blízce připomíná válečné období. Například Hall a Sargent (2022) dokládají, že nárůst federálních výdajů v USA v letech 2020 a 2021 byl podobný jako při obou světových válkách. Stejně tak podíl lidí, kteří během covidových uzavírek nepracovali a dostávali příspěvky od státu, byl srovnatelný s podílem populace, který během druhé světové války sloužil v armádě.

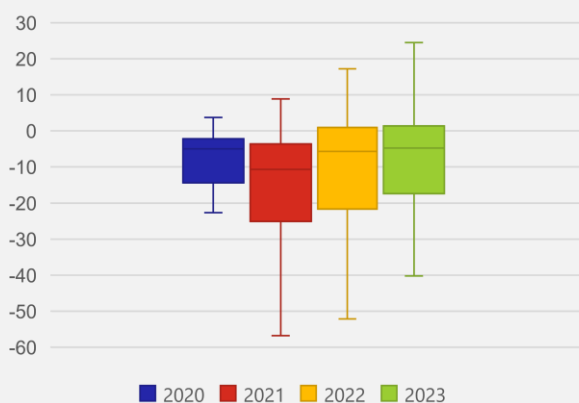
Jelikož příjmy státu nevzrostly, výdaje na „válku“ s covidem vedly k výraznému prohloubení již tak vysokého zadlužení vyspělých ekonomik. Způsob financování pandemických výdajů tak rovněž nachází blízkou paralelu u historických válek. K růstu daní, který by covidové výdaje pokrýval, prakticky nedošlo. Všechny vyspělé ekonomiky výdajový šok financovaly emisí nových dluhopisů a peněz.⁴

Může se tedy zdát podivné, že finanční trhy i ratingové agentury nad riziky vládního zadlužení jen pokrčily rameny. Cena kreditních derivátů CDS, které jsou de facto pojištěním proti státnímu bankrotu, se pro mediánovou vyspělou zemi v roce 2020 dokonce snížila a zůstala pod předpandemickou úroveň i v letech 2021 a 2022 (graf 2). Podobný obrázek poskytují i hodnocení ratingových agentur, které v uvedeném období častěji vyspělým zemím rating zlepšovaly, než zhoršovaly.⁵ Část vysvětlení může spočívat v rekordním uvolnění měnových politik během covidu, které přitlačilo úrokové náklady veřejného dluhu k historickým minimům. Proč ale nic nezměnil ani rok 2022, kdy centrální banky otočily kormidlem k nejprudšímu zdražení peněz od 80. let?

Většina „účtu za covid“ už je totiž zaplácena. Nevyžaduje tedy nutné budoucí nárůst daní či škrty. Užitečný příklad poskytují Spojené státy. Graf 3 ukazuje vývoj federálního dluhu od začátku roku 2019 do prvního čtvrtletí roku 2023. Modrá křivka vyjadřuje, že kdyby od roku 2019 nerostla velikost ekonomiky ani ceny, objem dluhu by vzrostl ze 100 % HDP na konci roku 2019 na bezmála 135% HDP na konci března 2023. Červená linka ukazuje podíl dluhu vůči skutečnému HDP,

Graf 2 – Navzdory prudkému růstu veřejného dluhu nezdražilo pojištění proti státním bankrotům

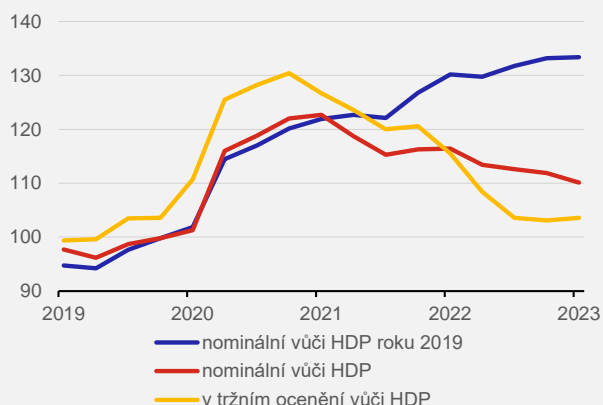
(CDS spread v bps, odchylka od průměru 2015-2019, vyspělé ekonomiky, 2020-2023)



Zdroj: Refinitiv, výpočet autora

Graf 3 – Splatit americký federální dluh by vyžadovalo stejný podíl ekonomického výkonu země jako před pandemií

(vývoj amerického federálního dluhu, v % HDP)



Zdroj: BIS, výpočet autora

ktej nejprve prudce vzrostl, ale pak vlivem ekonomického růstu a (zejména) inflace opět poklesl až na 110 % HDP. Žlutá linka ukazuje totéž, ovšem namísto nominálního ocenění dluhu používá jeho tržní hodnotu. Tu si lze představit jako částku, kterou by americká vláda potřebovala, kdyby chtěla splatit veškeré své dluhy.⁶ V tomto vyjádření je federální dluh vůči velikosti ekonomiky na zhruba stejné úrovni, jako byl před covidem. Jinými slovy, kdyby Spojené státy chtěly splatit celý svůj veřejný dluh, potřebovaly by k tomu dnes stejný podíl ekonomického výkonu země, jako před svým zadlužením během „války“ proti covidu.

⁴ Takovou reakci doporučuje i literatura, protože prudký nárůst daní by vytvořil v ekonomice distorze a prohloubil již tak vážnou ekonomickou krizi (např. Barro, 1979).

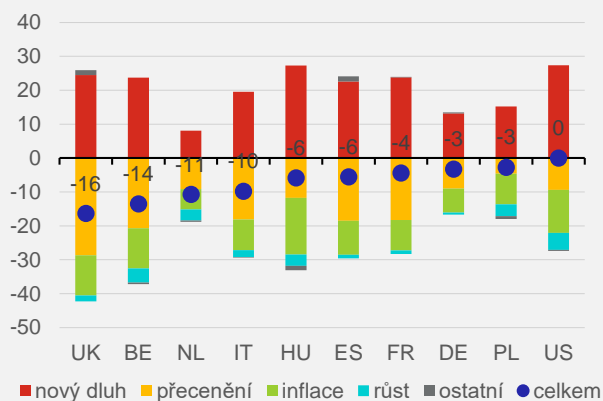
⁵ Například agentura Moody's 7 zemím zlepšila rating a jen jedné zhoršila (Británii). Agentura Fitch provedla čtyři zlepšení a jedno zhoršení (Slovensku).

⁶ Naopak nominální hodnota je částka (jistina), kterou si americká vláda půjčila. Nominální hodnota dluhu na jednu stranu podceňuje skutečnou dluhovou zátěž, protože nezohledňuje úroky (kuponový výnos), které musí vláda pravidelně vyplácet. Na druhou stranu nominální hodnota dluhovou zátěž přeceňuje, protože nijak nediskontuje jistinu splatnou klidně i za desítky let. Tržní hodnota dluhu zohledňuje kuponové výnosy i diskontování.

Jak je to možné? Covidové výdaje totiž zaplatili držitelé vládních dluhopisů prostřednictvím investičních ztrát a inflace (Hall a Sargent, 2023a). Investoři do vládních dluhopisů během covidových let půjčili vyspělým státům prostředky za mimořádně nízké – v některých ekonomikách i záporné – úrokové výnosy. Následný prudký růst sazeb znamenal razantní pokles hodnoty takových cenných papírů, tedy ztrátu pro investory. Ztrátu v reálném vyjádření dále umocnila inflace, která erodovala kupní sílu měny, v níž byly investice denominované.

Graf 4 – Covidové výdaje (prozatím) zaplatili investoři do státních dluhopisů

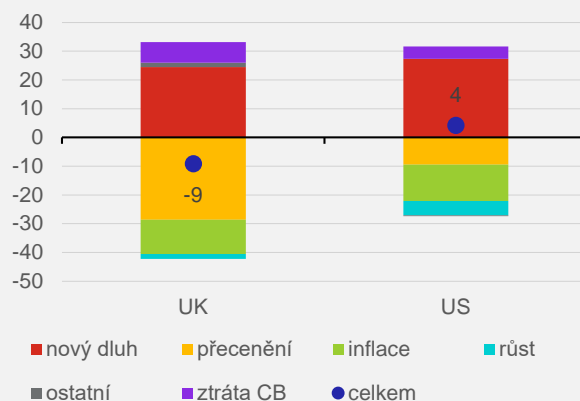
(rozklad změn veřejného dluhu v tržním ocenění vůči HDP, Q4 2019 – Q1 2023, v p. b.)



Zdroj: BIS, ONS, FRED, Eurostat, výpočet autora
Pozn.: Popisky zachycují celkovou hodnotu.

Graf 5 – Část investičních ztrát ovšem připadla i na centrální banky

(rozklad změn čistého zadlužení vlády a CB v tržním ocenění vůči HDP, Q4 2019 – Q1 2023, v p. b.)



Zdroj: BIS, ONS, FRED, Eurostat, HM treasury, FED, ČNB, výpočet autora
Pozn.: ECB nezveřejňuje tržní hodnotu svého QE portfolia, nelze tedy odhadnout rozsah (nerealizovaných) ztrát banky.

Tento efekt se ovšem projevil v různých zemích odlišně v závislosti na objemu a struktuře vládního dluhu, vývoji sazeb a inflace. Graf 4 rozkládá změny poměru (tržní hodnoty) dluhu k HDP mezi koncem roku 2019 a prvním čtvrtletím 2023 pro deset vybraných ekonomik. Dlouhá průměrná splatnost dluhopisů ve Spojeném království například způsobila citelnější přecenění než v jiných ekonomikách (protože investorům potrvá mnohem déle, než staré, nízkouročené dluhopisy vymění za nové, vysokouročené). V Itálii, Francii, Španělsku či Belgii zase k významnějšímu přecenění přispěl vyšší objem veřejného dluhu. V Polsku a Maďarsku reálnou dluhovou zátěž stlačovala zejména vysoká inflace. Nad rámec inflace a přecenění, které „břemeno“ covidového dluhu přesouvají na investory, přispěl v některých zemích k částečnému oddlužení i ekonomický růst. Ten břemeno nepřesouvá, nýbrž snižuje – usnadňuje společnosti jako celku covidové výdaje zaplatit.

Participace investorů na válečných výdajích je v historii běžná. Hall a Sargent (2021 a 2023b) dokumentují na příkladu amerických a britských válek od 19. století vývoj investičních výnosů vládních dluhopisů během válečného období a po něm. Až do první světové války bylo podle jejich bádání běžné, že válečná inflace (reálně) umořila velkou část veřejného dluhu a investoři utrpěli rozsáhlé ztráty. V poválečném období ovšem hospodářská politika usilovala o návrat ke zlatému standardu (tedy předválečným cenám). Kombinací deflace a vysokých úroků dosáhli investoři naopak vysokých výnosů. Kompenzace investorů za jejich válečné ztráty majetku byla záměrná. Měla zajistit, aby investoři byli ochotni financovat i příští války. Konečný účet za válku (po zohlednění i poválečných let) tak nakonec přece jen připadl na daňové poplatníky. Narušení tohoto historického vzorce přinesla až druhá světová válka, po které již země neusilovaly o návrat k předválečným cenám. Vysoká inflace naopak provázela i poválečná léta a významně přispěla k snížení dluhového břemena. Druhým, srovnatelně významným vlivem byl reálný růst. Naopak příspěvek přebytkových rozpočtů – tedy daňových poplatníků – byl rozsahem citelně menší v USA (Hall a Sargent, 2021) i Británii (Wickens, 2022).

„Poválečná“ kompenzace investorů za jejich covidové ztráty už – alespoň z části – probíhá. Urputný boj hlavních centrálních bank o zkrácení inflace od roku 2022, který vynesl vysoko i výnosy dlouhodobých státních dluhopisů, povede k relativně štedrým (reálným) investičním výnosům v dekádě po pandemii.⁷ Toto úsilí má však daleko k řízené deflaci. Podobně jako po druhé světové válce tedy s největší pravděpodobností nedojde k plné kompenzaci investorů a covidový dluh zůstane „umořen“ primárně kombinací inflace a růstu, zatímco příspěvek přebytkových rozpočtů (tj. daňových poplatníků) bude méně důležitý.

⁷ Na konci září 2023 se výnosy 10letých amerických dluhopisů pohybují poblíž 4,6 %, třebaže finanční trhy očekávají průměrnou inflaci ve stejném období jen mírně nad 2 % cílem Fedu. Podobný reálný výnos implikují i ceny amerických dluhopisů indexovaných k inflaci.

Co když si stát půjčuje od sebe?

Současná epizoda je ale přece jen v historickém srovnání specifická. Významným věřitelem mnoha států jsou totiž jejich centrální banky. V období po globální finanční krizi, a pak opět v reakci na vypuknutí pandemie, spustily centrální banky mnoha vyspělých ekonomik rozsáhlé programy tzv. kvantitativního uvolňování, během kterého nakupovaly za nově vytvořenou likviditu cenné papíry, nejčastěji dluhopisy své vlády. Veřejný sektor jako celek tak de facto vyměnil dlouhodobé závazky vlády za krátkodobé závazky centrální banky.

Když pak v roce 2022 došlo k propadu hodnoty dlouhodobých vládních dluhopisů, část investičních ztrát nesly centrální banky. Rozlišení, jestli ke ztrátě dojde v účtech vlády nebo centrální banky, může z mnoha účetních a právních důvodů hrát roli.⁸ Fundamentální ekonomickou optikou je ovšem centrální banka součástí veřejného sektoru, její hospodaření tedy přímo či nepřímo v konečném důsledku ovlivňuje veřejné finance.⁹ Pokud tedy chceme odhadnout část veřejného covidového zadlužení, kterou svými majetkovými ztrátami zaplatili soukromí investoři, je třeba původní odhad upravit o investiční ztráty utrpěné daňovými poplatníky skrze centrální banky. Graf 5 ukazuje původní rozklad změn dluhu vůči HDP pro Spojené království a USA, upravený o účetní ztrátu centrální banky plynoucí z přecenění portfolia držaných cenných papírů.

V případě Spojených států i Británie zahrnutí centrální banky sice umenšuje podíl soukromých investorů na „oddlužení“ vlády, ten ale i tak zůstává zřetelný. I při zohlednění ztrát centrální banky tak pro tyto země platí závěr, že covidový dluh byl už z velké části „zaplacen“ prostřednictvím investičních ztrát soukromých držitelů vládních dluhopisů.

Závěr

Aby nedošlo k mýlce, tento článek nepopisoval dlouhodobý vývoj veřejného zadlužení, které patrně poroste i v následujících letech (Gaspar a kol., 2023). Věnuje se pouze covidové epizodě, která vedla k razantnímu, jednorázovému nárůstu dluhu za rekordně nízké úroky. Ten už byl v USA, Spojeném království, eurozóně i dalších srovnávaných zemích z velké části snížen přeceněním a inflací – tedy investičními ztrátami věřitelů dluhu – a nemusí představovat zátěž pro budoucí generace.

Konečné rozdělení břemena za covid ale bude záležet i na období po pandemii. Ne všechny investiční ztráty jsou realizované a další vývoj úrokových sazeb a inflace může přerozdělovat bohatství zpátky investorům na úkor plátců daní. Prozatímni vývoj naznačuje, že část investičních ztrát se držitelům vládních dluhopisů vrátí v následující dekádě, kterou podle finančních trhů bude charakterizovat nízká inflace a obstojné reálné výnosy. Ty ale nedokážou plně zvrátit inflační epizodu a většinu covidového dluhu pravděpodobně (v reálném vyjádření) umožní – podobně jako po druhé světové válce – inflace a reálný růst.

Kdo nakonec zaplatí covidový dluh, hraje roli. Průměrný držitel dluhopisů je majetnější nežli průměrný daňový poplatník a proto současná inflace a přecenění dluhopisů vedlo k přerozdělení bohatství ve prospěch chudších domácností, které během covidu těžily z vládních podpůrných programů. Další přerozdělení může probíhat mezi rezidenty a nerezidenty. Investoři do vládních dluhopisů jsou totiž často ve velké míře nerezidenti, zatímco daně platí téměř výhradně rezidenti.

Zdroje

Barro, R. J. (1979), "On the determination of the public debt", *Journal of Political Economy* 87(5): 940-971.

Arslanalp, S. a Eichengreen, B. (2023), "Living with High Public Debt", Working Paper presented at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, August 2023.

Frait, J., Komárková, Z. a Szabo, M. (2021), Rostoucí zadlužení státu, provázanost mezi vládním a finančním sektorem a rizika pro finanční stabilitu", *cnblog*, https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Rostouci-zadluzeni-statu-provazanost-mezi-vladnim-a-financnim-sektorem-a-rizika-pro-financni-stabilitu/.

Gaspar, V., Poplawski-Ribeiro, M. and Yoo, J. (2023), "Global Debt Is Returning to its Rising Trend", *IMF blog*, 13 September 2023, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/09/13/global-debt-is-returning-to-its-rising-trend>.

Hall, G. J. a Sargent, T. (2021), "Debt and Taxes in Eight U.S. Wars and Two Insurrections", chapter 27 of *The Handbook of Historical Economics* (editors Alberto Bison and Giovanni Federico), Academic Press, 2021.

Hall, G. J. a Sargent, T. (2022), "Three World Wars: Fiscal-Monetary Consequences", *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol. 119, No. 18, May 3, 2022.

Hall, G. J. a Sargent, T. (2023a), "Fiscal Consequences of the US War on COVID", paper presented at the 2023 Bank of Korea International Conference, May 15, 2023.

Hall, G. J. a Sargent, T. (2023b), "Financing Big US Federal Expenditures Surges: COVID-19 and Earlier US Wars", chapter 10 in *How Monetary Policy Got Behind the Curve -- And How to Get Back* (editors Michael D. Bordo, John H. Cochrane, and John B. Taylor) Stanford, CA: Hoover, 2023.,

⁸ Centrální banka se například nemůže dostat do insolvence – vždy může své závazky plnit tvorbou nových peněz. Na rozdíl od vlády si také sama určuje, jak bude uročit své závazky. V praxi je ale využívání těchto výsad k vlastnímu oddlužení neslučitelné s mandátem cenové stability.

⁹ Centrální banky své zisky zpravidla odvádějí do veřejných rozpočtů. Se ztrátami se v různých jurisdikcích zachází různě – buď je uhradí vláda (a ovlivní veřejné rozpočty ihned), nebo zůstanou v rozvaze centrální banky a jsou uhrazeny z jejich budoucích zisků (tedy ovlivní budoucí veřejné rozpočty skrze nižší odvody zisků centrální banky).

Checherita-Westphal, C. (2019), "Interest rate-growth differential and government debt dynamics", ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201902_06-0c96ee6f7c.en.html.

Komárek, L. (2019), "S jak těžkou fiskální zátěží směřujeme do základního úrokového tábora? Velikost fiskálního a monetárního prostoru v zemích OECD", Globální ekonomický výhled 3/2019, Česká Národní Banka.

Wickens, M. R. (2022), "How might the UK's Debt-GDP ratio be reduced? Evidence from the last 120 years", CEPR Discussion Paper DP17172, ISSN 0265-8003.

Klíčová slova

veřejný dluh, inflace, centrální banky

JEL Klasifikace

E58, F34, F62

A1. Změna predikcí pro rok 2023

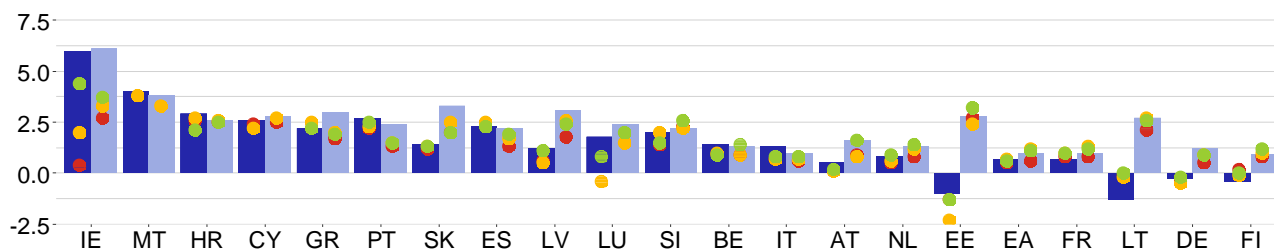
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,2	-0,3	-0,2	+0,1	+0,3	-0,3	+0,2
US	+0,1	+0,3	+0,6	+1,1	0	-0,4	-0,4	+0,1
UK	+0,1	+0,1	0	+0,2	0	+0,9	+0,3	0
JP	+0,1	+0,6	+0,5	-0,1	+0,1	+0,5	+0,3	+0,7
CN	0	-0,2	-0,3	0	-0,1	-1,3	-1,6	0
RU	+0,4	+0,7	+2,3	-0,2	+0,3	-1,7	-0,2	+0,2

A2. Změna predikcí pro rok 2024

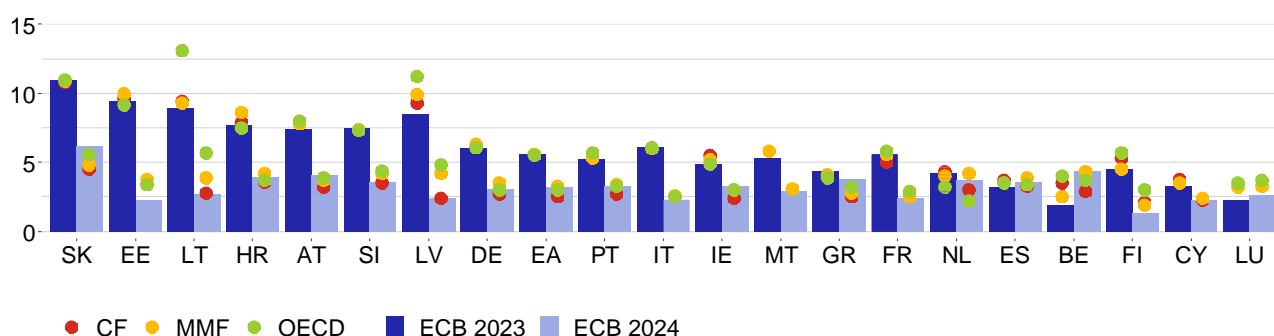
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	0	+0,4	-0,2	+0,2
US	+0,1	+0,5	+0,3	+0,4	+0,1	+0,5	0	0
UK	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	0	+0,7	+0,1	0
JP	0	0	-0,1	0	+0,2	+0,7	+0,1	-0,1
CN	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	-0,5	-0,7	0
RU	+0,1	-0,2	+1,3	-0,1	-0,2	+1,7	+0,3	+1,1

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



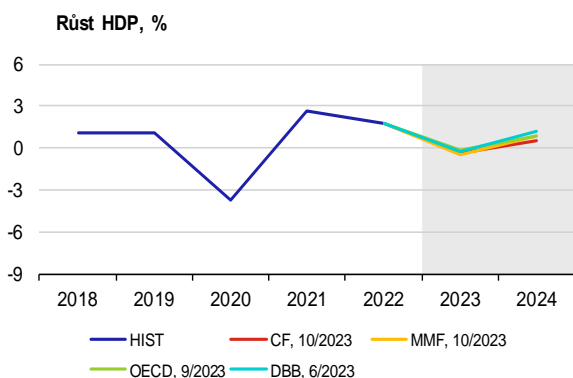
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



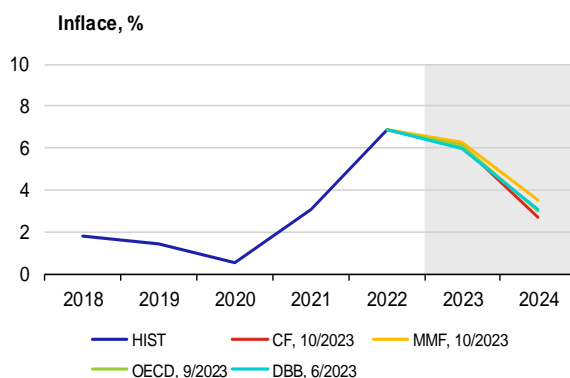
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny

Německo

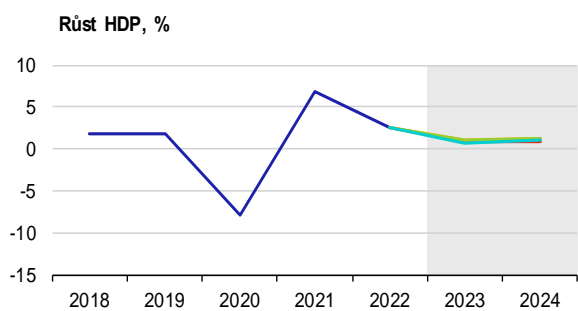


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	-0,4	-0,5	-0,2	-0,3
2024	0,5	0,9	0,9	1,2



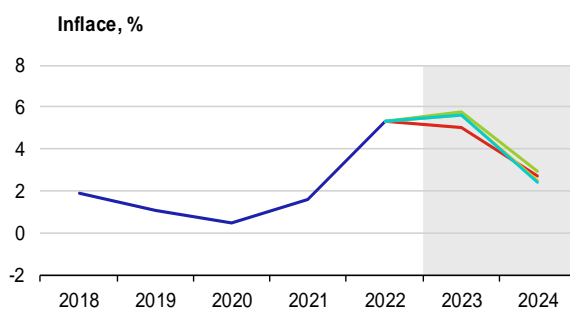
	CF	MMF	OECD	DBB
2023	6,1	6,3	6,1	6,0
2024	2,7	3,5	3,0	3,1

Francie



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

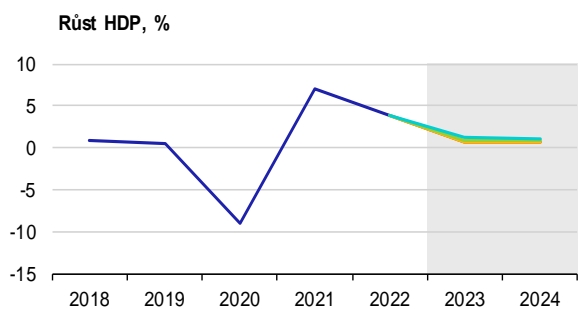
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,8	1,0	1,0	0,7
2024	0,8	1,3	1,2	1,0



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

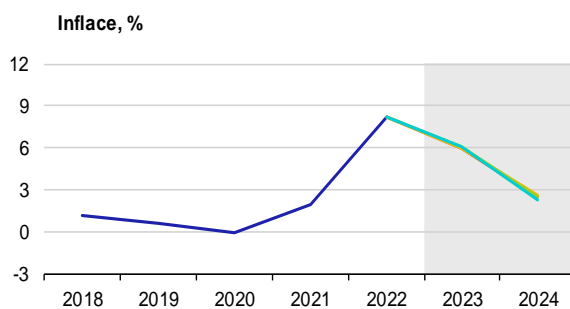
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,0	5,6	5,8	5,6
2024	2,7	2,5	2,9	2,4

Itálie



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

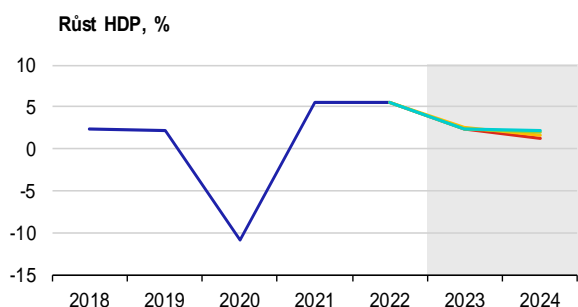
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,7	0,7	0,8	1,3
2024	0,6	0,7	0,8	1,0



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

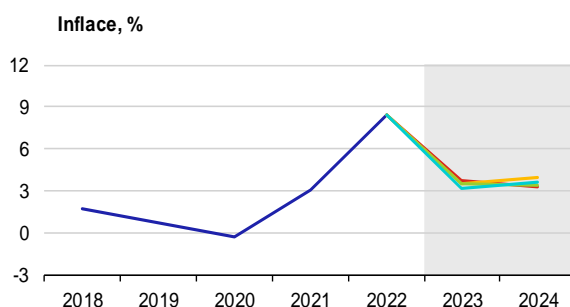
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,0	6,0	6,1	6,1
2024	2,5	2,6	2,5	2,3

Španělsko



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

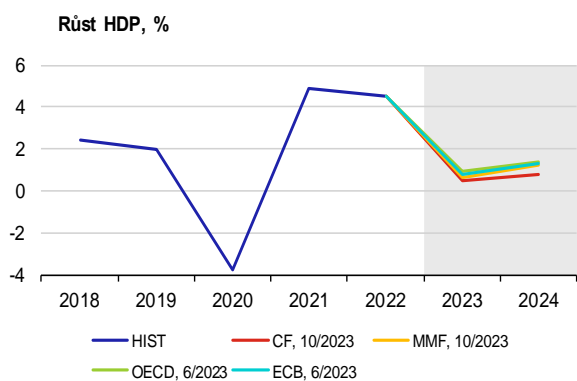
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,3	2,5	2,3	2,3
2024	1,3	1,7	1,9	2,2



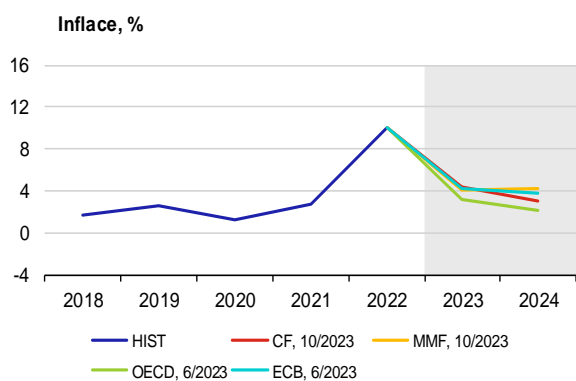
— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 9/2023 — ECB, 6/2023

	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,7	3,5	3,5	3,2
2024	3,3	3,9	3,4	3,6

Nizozemsko

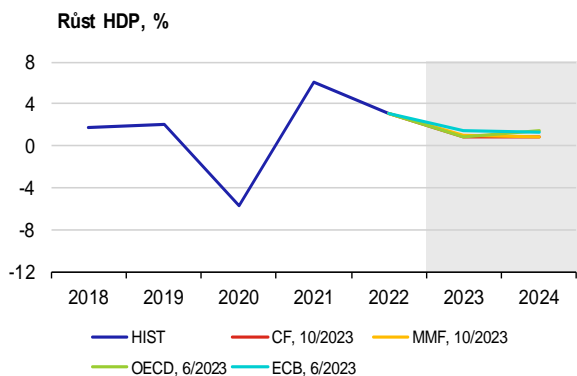


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	0,6	0,9	0,8
2024	0,8	1,2	1,4	1,3

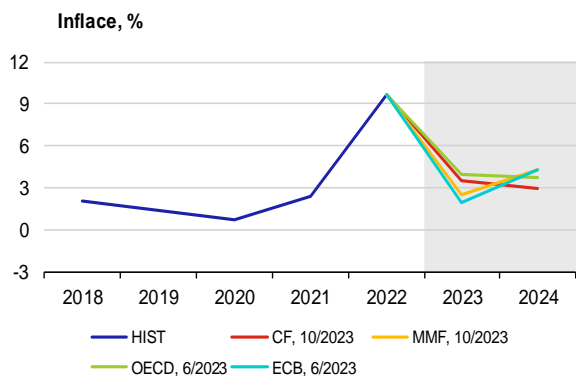


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,3	4,0	3,2	4,2
2024	3,0	4,2	2,2	3,7

Belgie

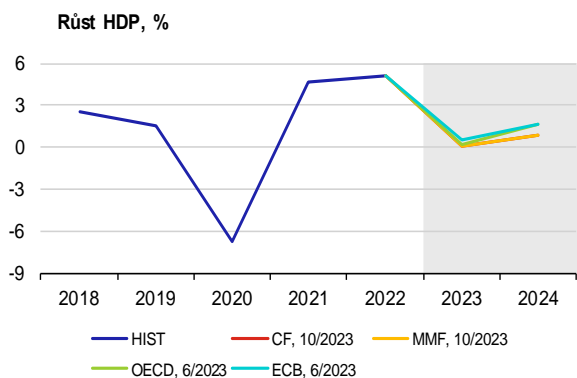


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	1,0	0,9	1,4
2024	0,9	0,9	1,4	1,3

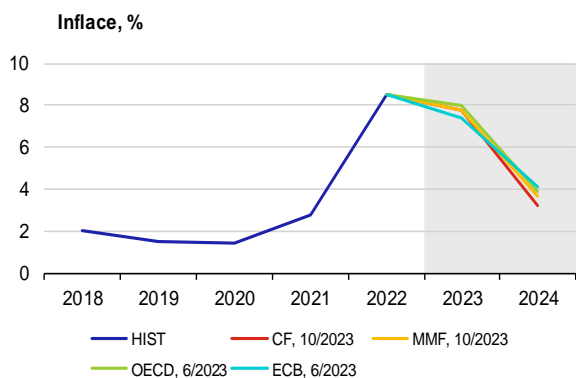


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,5	2,5	4,0	1,9
2024	2,9	4,3	3,7	4,3

Rakousko

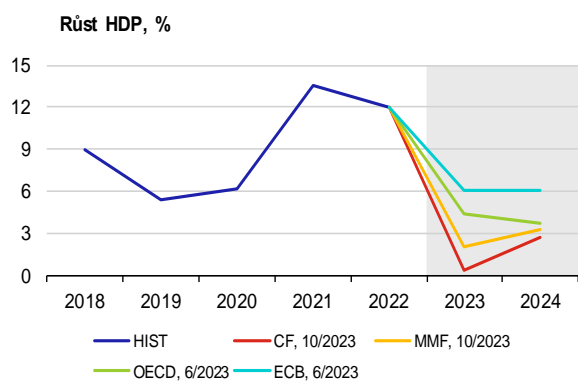


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,1	0,1	0,2	0,5
2024	0,9	0,8	1,6	1,6

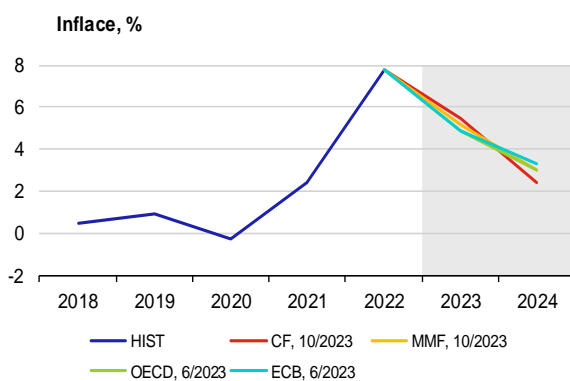


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,8	7,8	8,0	7,4
2024	3,2	3,7	3,9	4,1

Irsko

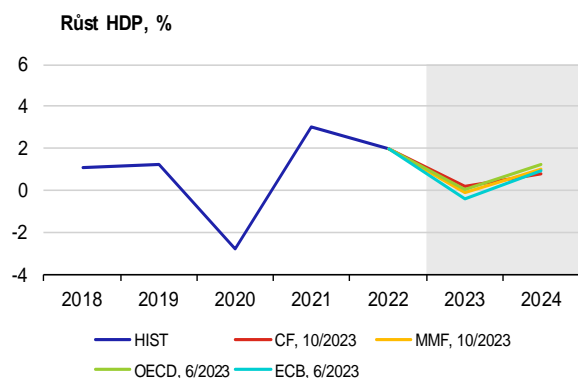


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	2,0	4,4	6,0
2024	2,7	3,3	3,7	6,1

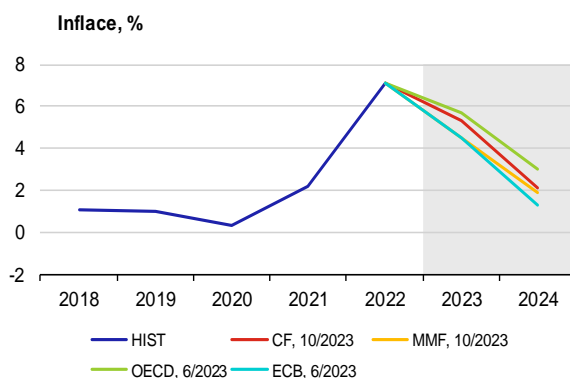


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,5	5,2	4,9	4,9
2024	2,4	3,0	3,0	3,3

Finsko

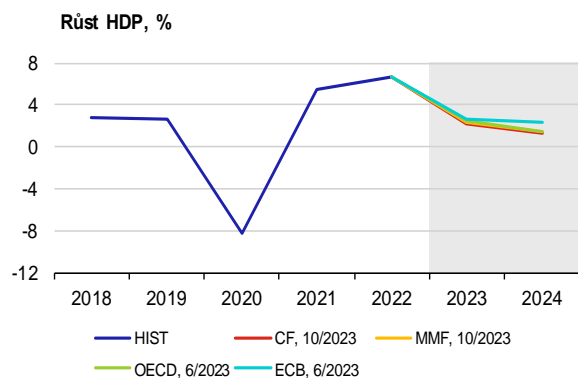


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,2	-0,1	0,0	-0,4
2024	0,8	1,0	1,2	0,9

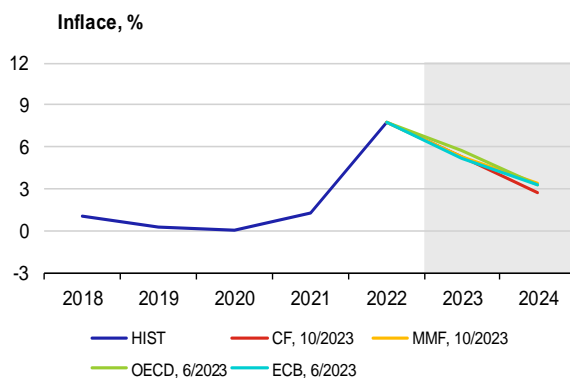


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,3	4,5	5,7	4,5
2024	2,1	1,9	3,0	1,3

Portugalsko

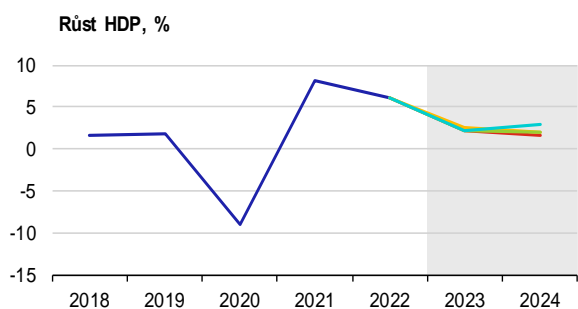


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,2	2,3	2,5	2,7
2024	1,3	1,5	1,5	2,4



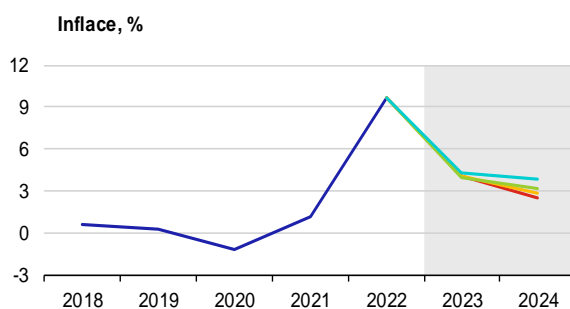
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,3	5,3	5,7	5,2
2024	2,7	3,4	3,3	3,3

Řecko



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

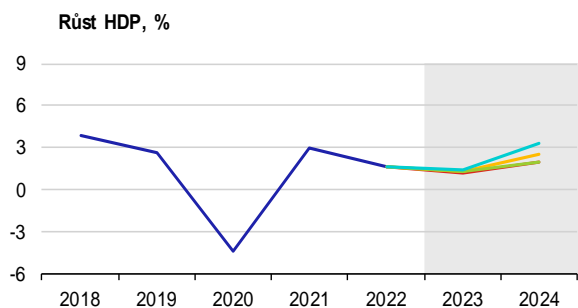
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,2	2,5	2,2	2,2
2024	1,7	2,0	1,9	3,0



— HIST — CF, 10/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

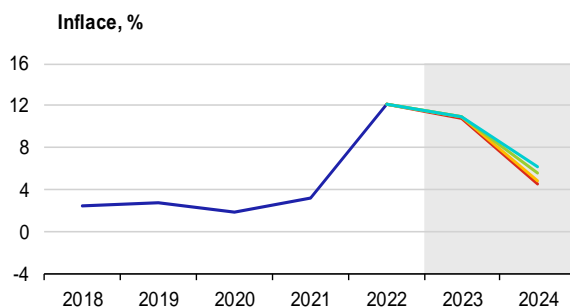
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,1	4,1	3,9	4,3
2024	2,5	2,8	3,2	3,8

Slovensko



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

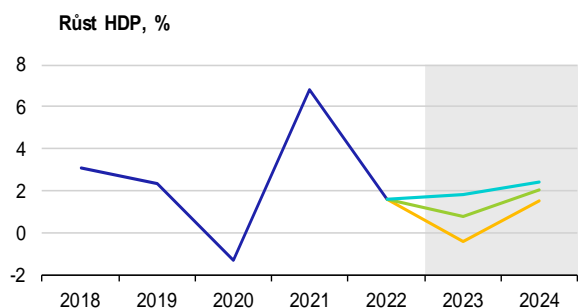
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,2	1,3	1,3	1,4
2024	2,0	2,5	2,0	3,3



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

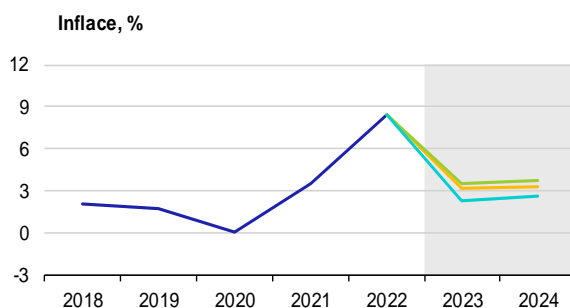
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,8	10,9	11,0	11,0
2024	4,5	4,8	5,6	6,2

Lucembursko



— HIST — CF — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

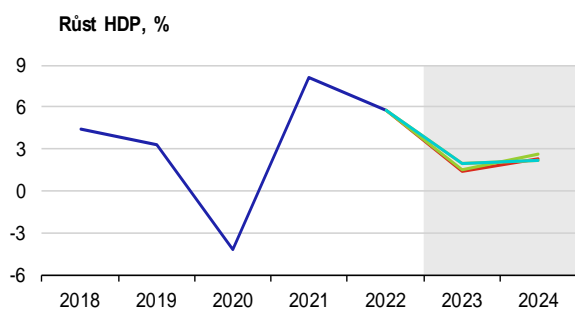
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	-0,4	0,8	1,8
2024	n. a.	1,5	2,0	2,4



— HIST — CF — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

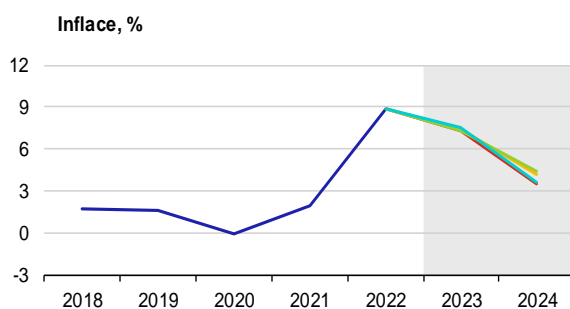
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,2	3,5	2,3
2024	n. a.	3,3	3,7	2,6

Slovensko



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

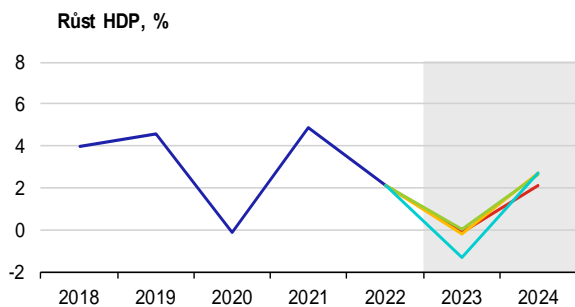
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,4	2,0	1,5	2,0
2024	2,3	2,2	2,6	2,2



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

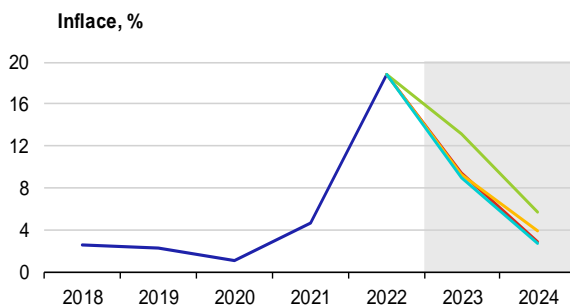
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,3	7,4	7,3	7,5
2024	3,5	4,2	4,4	3,6

Litva



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

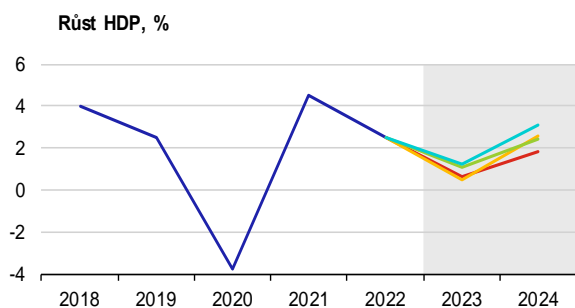
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	-0,2	0,0	-1,3
2024	2,1	2,7	2,6	2,7



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

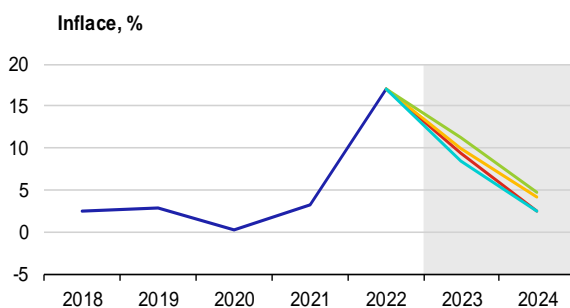
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,4	9,3	13,1	8,9
2024	2,8	3,9	5,7	2,7

Lotyšsko



— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

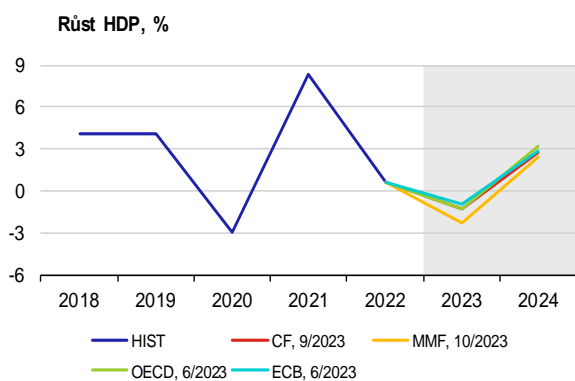
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	0,5	1,1	1,2
2024	1,8	2,6	2,4	3,1



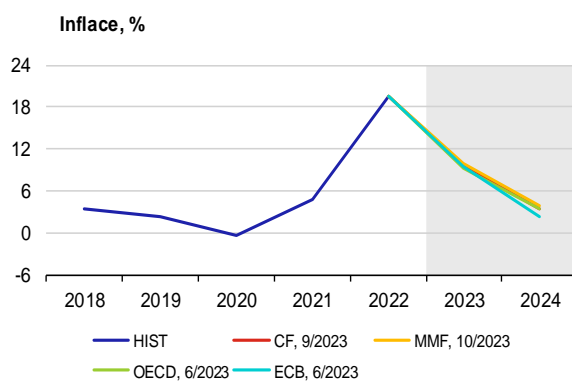
— HIST — CF, 9/2023 — MMF, 10/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,3	9,9	11,2	8,5
2024	2,4	4,2	4,8	2,4

Estonsko

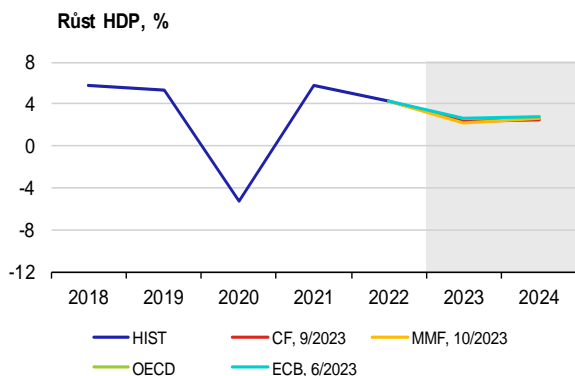


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-1,3	-2,3	-1,3	-1,0
2024	2,7	2,4	3,2	2,8

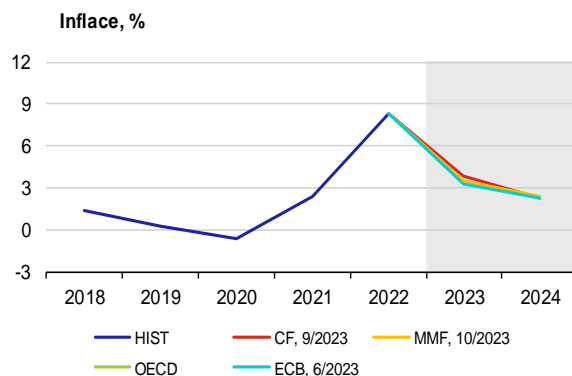


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,6	10,0	9,2	9,4
2024	3,4	3,8	3,4	2,3

Kypr

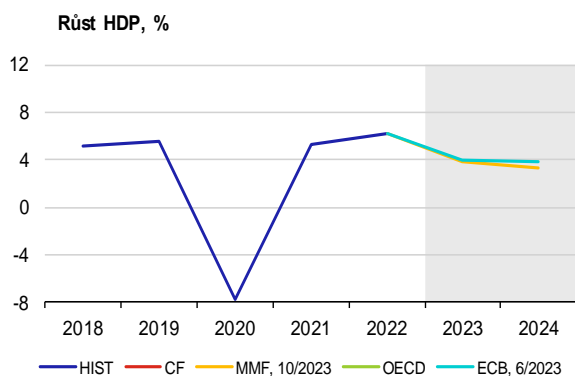


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,4	2,2	n. a.	2,6
2024	2,5	2,7	n. a.	2,8

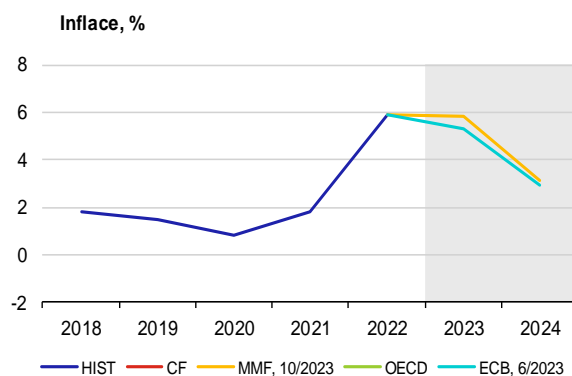


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,8	3,5	n. a.	3,3
2024	2,3	2,4	n. a.	2,3

Malta



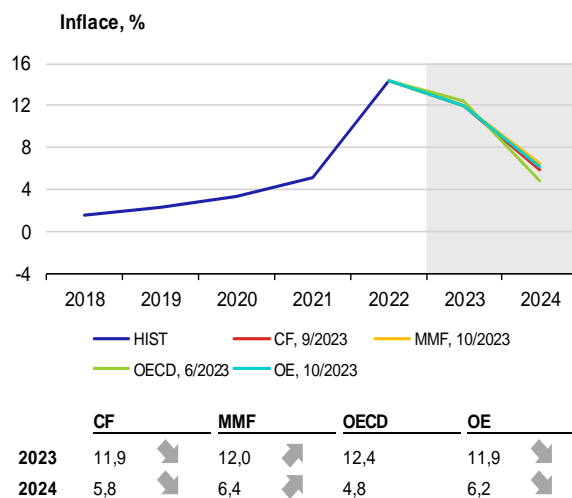
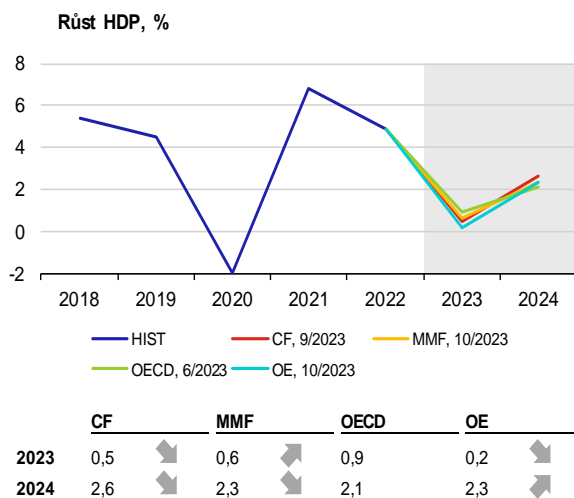
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,8	n. a.	4,0
2024	n. a.	3,3	n. a.	3,8



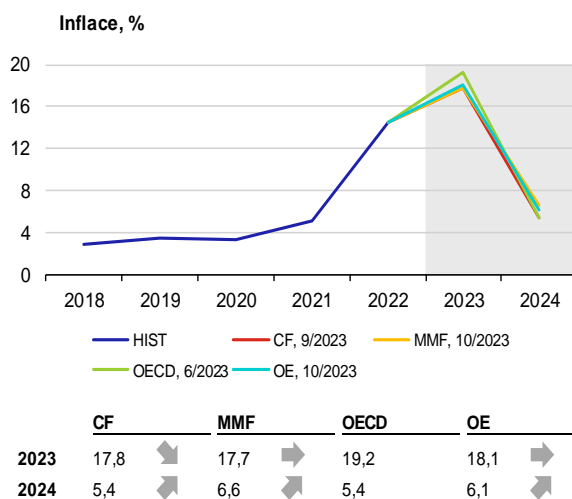
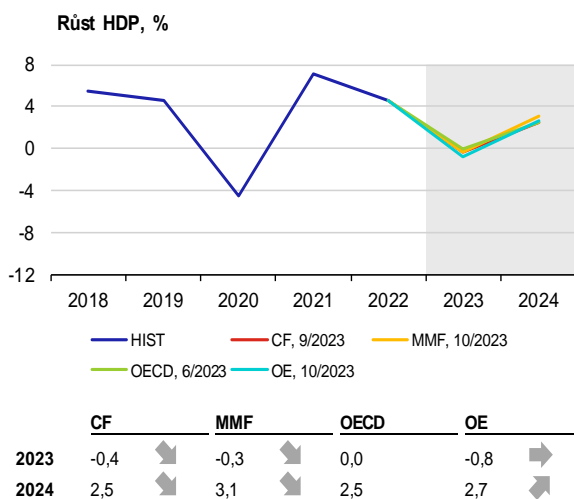
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	5,8	n. a.	5,3
2024	n. a.	3,1	n. a.	2,9

A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích

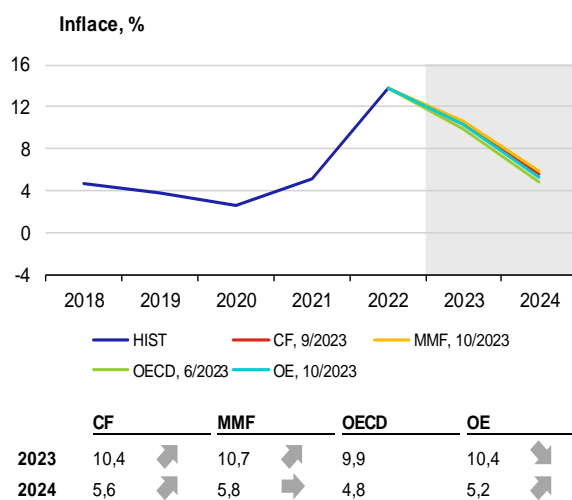
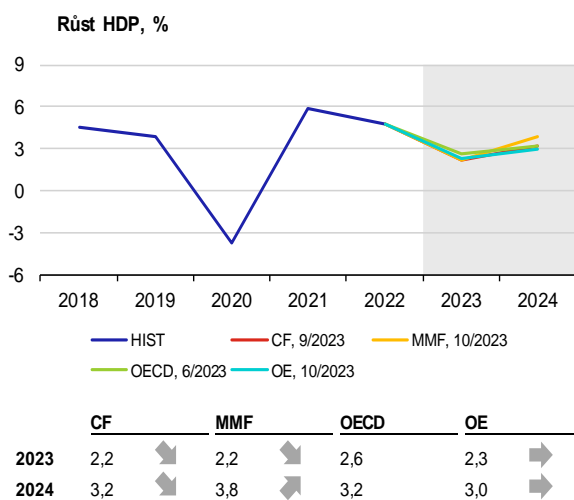
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

AT	Rakousko	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b	barel	ISM	Institute for Supply Management
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IT	Itálie
BE	Belgie	JP	Japonsko
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JPY	japonský jen
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CB	centrální banka	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský renminbi	MKT	Markit
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	MMF	Mezinárodní měnový fond
CXN	Caixin	MNB	Maďarská národní banka
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NBP	Polská národní banka
DBB	Deutsche Bundesbank (centrální banka Německa)	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DE	Německo	NKI	Nikkei
EA	eurozóna	NL	Nizozemsko
ECB	Evropská centrální banka	OE	Oxford Economics
EE	Estonsko	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ES	Španělsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	p. b.	procentní bod
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PT	Portugalsko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RU	Rusko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	RUB	ruský rubl
FI	Finsko	SI	Slovinsko
FOMC	Federální komise pro volný trh	SK	Slovensko
FR	Francie	SPF	Survey of Professional Forecasters
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	TTF	Title Transfer Facility (virtuální obchodní bod pro zemní plyn v Nizozemsku)
GBP	britská libra	UK	Spojené království
GR	Řecko	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
HDP	hrubý domácí produkt	US	Spojené státy americké
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen	USD	americký dolar
HR	Chorvatsko	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research
IEA	International Energy Agency		
IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich		

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz