

Globální ekonomický výhled

— květen 2020



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	5
II.3 Spojené království	6
II.4 Japonsko	6
II.5 Čína	7
II.6 Rusko	7
II.7 Výběr z rozvojových zemí	8
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV. Vývoj na komoditních trzích	10
IV.1 Ropa	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Reakce fiskální politiky na COVID-19 aneb jak z krize rychle ven	12
A. Přílohy	20
A1. Změna predikcí pro rok 2020	20
A2. Změna predikcí pro rok 2021	20
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	21
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVu	28

Datum uzávěrky dat

15. května 2020

Sběr dat CF

11. května 2020

Datum publikace GEVu

22. května 2020

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 EIU.

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, V. Zaostřeno na...
Petr Polák	Editor, II.2 Spojené státy, V. Zaostřeno na...
Soňa Benecká	II.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	II.3 Spojené království
Oxana Babecká	II.4 Japonsko, II.6 Rusko
Martin Motl	II.5 Čína, II.7 Výběr z rozvojových zemí
Jan Hošek	IV.1 Ropa a zemní plyn, IV.2 Ostatní komodity
Pavla Netušilová	V. Zaostřeno na...
Iveta Polášková	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

COVID-19: naděje? Květnovým tématem pochopitelně zůstává vše spojené s koronavirovou nákazou, které se dle WHO v blízké době nevyhne ani chudý africký kontinent. To vyvolává obavu z násobně vyšších ztrát na životech, než ke kterým došlo ve vyspělých zemích. Jistou nadějí pro světovou ekonomiku jsou známky odeznívání epidemie zejména v Evropě a s tím související znovuotevírání tamních ekonomik. Obdobné tendence jeví i stále silně zasažené Spojené státy. Pomyslný účet za pandemii bude však astronomicky vysoký! Na titulky novinových článků se navíc opět začínají dostávat dvě silná předkoronavirová témata. Prvním jsou obchodní a možná nyní obecně vzájemné vztahy mezi USA a Čínou

Květnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	-7,9 ↘	-6,3 ↘	-5,4 ↘	-7,9 ↘	-5,5 ↘	1,5 ↘	-3,8 ↘
2021	6,2 ↗	5,2 ↗	4,3 ↗	6,1 ↗	2,4 ↗	8,0 ↗	3,0 ↗
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	0,3 ↘	0,6 ↘	0,7 ↘	1,0 ↘	-0,4 ↘	3,1 ↘	4,8 ↘
2021	1,1 ↘	1,4 ↗	1,8 ↗	1,4 ↘	0,1 ↘	1,9 ↘	3,7 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

zatížené v posledních týdnech vyostřenou rétorikou. Ta byla dána nejen americkou nedůvěrou k dodržování první části obchodní dohody z ledna 2020 čínskou stranou, ale i podezřením ze záměrného nepředávání informací ze strany Číny ohledně koronavirové nákazy, včetně neochoty podílet se na prošetření jejího vzniku. Druhým tématem je stále nenalézání ani pomyslných obrysů shody ohledně brexitové dohody mezi UK a EU. Čas i zde pracuje proti oběma stranám, datum 31. 12. 2020 se rychle blíží. Velké obavy ekonomů

dále plynou z potenciálních rizik další, již teď extrémně uvolněné měnové politiky ECB. Její rozhodnutí stran PSPP je však erodováno nálezem Německého ústavního soudu, který tento program označil jako částečně neodpovídající německé ústavě z titulu nerespektování principu proporcionality. Tím bylo naznačeno, že ECB de facto překračuje svůj mandát.

Květnové výhledy růstu HDP přinášejí u námi sledovaných ekonomik pro letošní rok další snížení, přičemž jedinou zemí, která by měla koronakrizi překonat s kladným růstem HDP bude i nadále Čína. V roce 2021, za předpokladu neexistence druhé vlny pandemie, pak většina ekonomik opět viditelně nastartuje svůj ekonomický růst. Pozitivní zprávou je, že oproti dubnu se zde odhady posunuly k vyšším hodnotám.

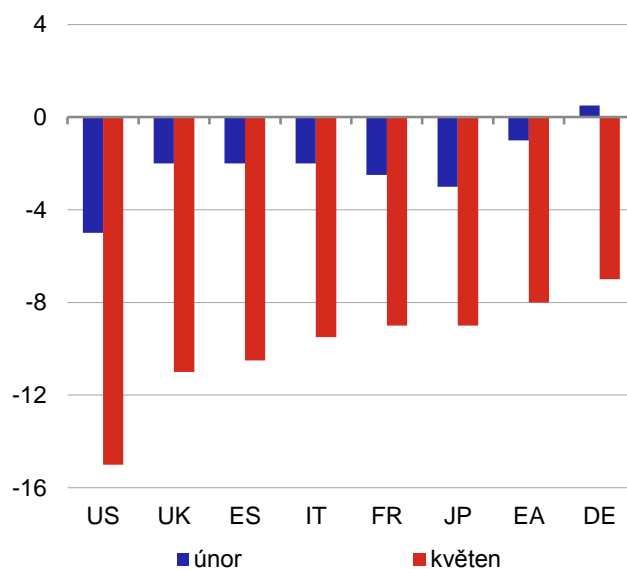
Výhledy spotřebitelské inflace se oproti dubnu rovněž snížily, což drtivou většinu ekonomik posune ještě níže pod 2% „ideální“ hodnotu. Zároveň je spíše nepravděpodobný stagflační scénář současné koronakrizi. Ten ze sledovaných zemí de facto hrozí jen Rusku.

Americký dolar bude v ročním horizontu vůči euru, libře, jenu, ale i žen-min-pi a rublu mírně oslabovat, což může souviset s minulým posilujícím trendem USD a ekonomickou situací v USA. Výhled CF pro **cenu ropy Brent** v ročním horizontu je již jen lehce nižší než v dubnu, a to 41,7 USD/barel (nejvyšší odhad 60 USD/barel, nejnižší pak jen 27 USD/barel). Výhled **tržních sazeb** je pro 3M USD LIBOR mírně klesající, výhled sazeb 3M EURIBOR nadále zůstává na celém sledovaném horizontu v záporném teritoriu, jak je tomu již několik let.

Graf květnového čísla ukazuje změnu v očekávané výši vládního deficitu způsobenou pandemií koronaviru. Nárůst deficitů je způsoben nejen výpadkem příjmů, ale zejména fiskálními stimuly, které jednotlivé země poskytují na podporu svých ekonomik. Dluhové financování těchto stimulů však povede ke skokovému nárůstu celkového zadlužení.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Reakce fiskální politiky na COVID-19 aneb jak z krize rychle ven.](#) Ta navazuje na dubnové číslo, věnované rovněž pandemii COVID-19, a obsahuje nejen přehled přístupů vybraných zemí k podpoře svých ekonomik, ale rovněž rozbor důvodů ospravedlňujících dané fiskální stimuly a posouzení efektivity aktuálních opatření. Upozorňuje též, že vysoké zadlužení může způsobit dlouhodobý problém.

Očekávaný vládní deficit vzhledem k HDP vybraných ekonomik, %

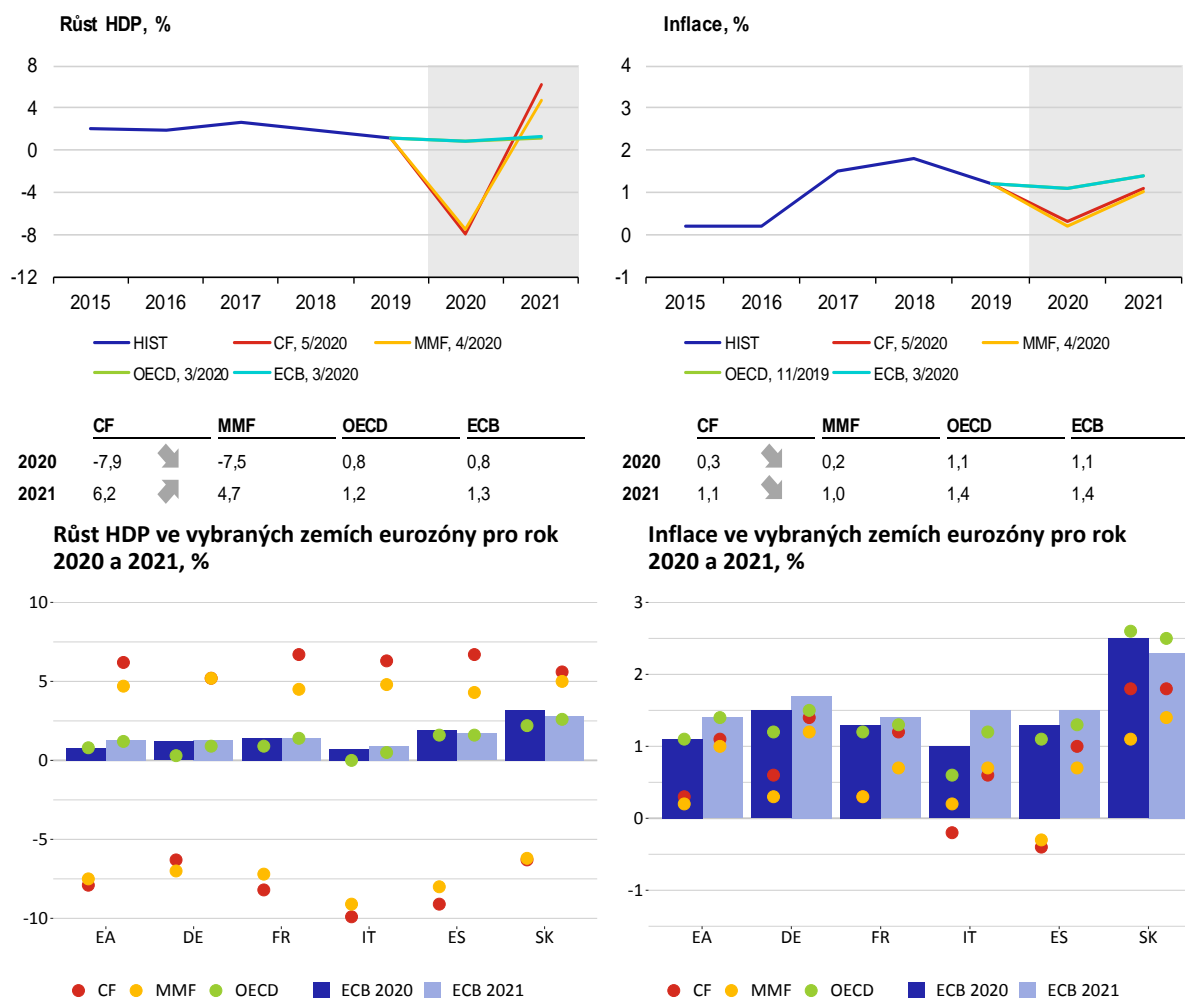


Zdroj: Consensus Economics

II.1 Eurozóna

Nový odhad růstu HDP potvrdil drtivý dopad pandemie koronaviru na ekonomický výkon eurozóny. Oproti předchozímu čtvrtletí se HDP snížil o historicky nejvyšší 3,8 %, zatímco v meziročním vyjádření činil pokles 3,2 %. Na ekonomické aktivitě v měnové unii se podepsalo zejména zavedení vládních opatření s cílem omezit šíření nákazy. Nejpřísnější byla opatření především v Itálii, Španělsku či Francii, zatímco např. v Německu byla méně omezující. Proto i mezičtvrtletní pokles HDP ve Španělsku činil 5,2 %, zatímco německý HDP poklesl jen o 2,2 % (podle prvních odhadů). Z dostupných údajů také vyplývá, že vládní omezení zasáhla v postižených zemích zejména spotřebu domácností a investice. Ze sektorového pohledu byl propad koncentrován u služeb, přičemž především v oblasti turismu lze očekávat výrazné a trvalejší ztráty.

Ve druhém čtvrtletí lze však očekávat ještě výraznější pokles, což potvrzují i předstihové indikátory. Oproti prvnímu čtvrtletí, kdy omezení platila jen 2 až 4 týdny, bude ve druhém čtvrtletí 2020 aktivita v eurozóně omezena podstatně déle. U většiny zemí nejpřísnější omezení platila do konce dubna a návrat k normální aktivitě bude i po uvolnění jen pozvolný. Brzdit jej budou kromě obav spotřebitelů i možná zpoždění v dodávkách v rámci dodavatelských řetězců, protože časování uvolňování restrikcí se v jednotlivých zemích liší. Na druhou stranu by se již měly projevit efekty fiskálních stimulů, které vlády zavedly v boji proti ekonomickým následkům pandemie. PMI ve zpracovatelském průmyslu kleslo v dubnu na rekordně nízkých 33,4 z březnové hodnoty 44,5, přičemž pokles zasáhl všechny složky indikátoru. Snížila se zaměstnanost, dále se rekordně prohloubila zpoždění v dodávkách a zhoršila se i očekávání budoucího vývoje. Ve službách se PMI snížil dokonce na hodnotu 12, což ilustruje míru zásahu omezení v tomto sektoru. Razantní zhoršení sentimentu firem a spotřebitelů ilustruje i indikátor Evropské komise ESI, který se propadl na 67 bodů. Kromě omezení aktivity v sektoru služeb potvrzuje i obavy spotřebitelů z nárůstu nezaměstnanosti. Světlo na konci tunelu však vidí podle dubnových čísel



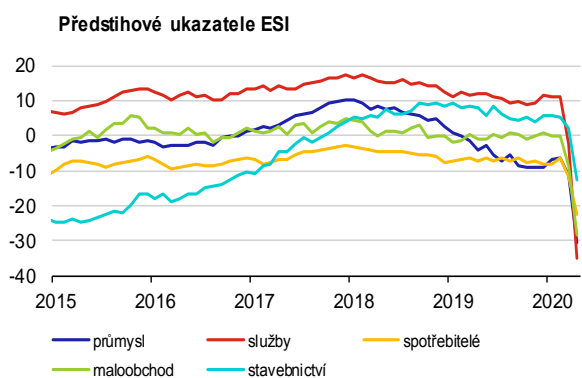
Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

ZEW němečtí investoři, kteří již očekávají zlepšení situace v následujících měsících.

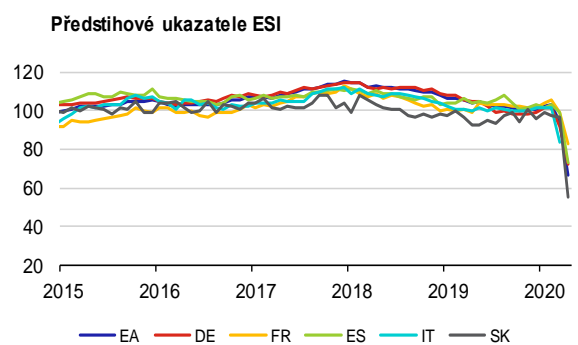
Květnový CF revidoval očekávaný vývoj HDP pro letošní rok výrazně směrem dolů, v roce 2021 by ale ekonomika eurozóny měla růst rychleji. Do vyššího růstu v příštím roce se promítá očekávání určité kompenzace letošního výrazného poklesu. Z pěti největších zemí bude nejvyšší propad v tomto roce dle CF v Itálii (9,9 %), následováno Španělskem (9,1 %) a Francií (8,2 %). Naproti tomu pokles v Německu dosáhne pouze 6,3 %. Ze složek HDP potáhne pokles v eurozóně v tomto roce zejména spotřeba domácností (-8,3 %) a tvorba hrubého fixního kapitálu (-11,5 %). Ani vyhlídky pro zahraniční obchod nejsou příznivé. Naopak spotřeba vlády by měla meziročně vzrůst jen o necelá 3 %. I přes avizovaná fiskální opatření pak analytici CF očekávají nárůst nezaměstnanosti na 9,7 % (průměr za rok 2020).

Očekávaný pokles ekonomické aktivity se promítá do nižšího výhledu spotřebitelské inflace. Květnový CF předpokládá pokles celkové inflace v eurozóně jak pro letošní, tak pro příští rok. Letos by se inflace měla pohybovat jen lehce nad nulou, přičemž v příštím roce zrychlí nad 1 %. Již v březnu inflace poklesla na 0,7 %, zatímco výhled analytiků pro duben činí pouze 0,4 %. Další zpomalení inflace v eurozóně v dubnu naznačují i údaje z Francie, kde dubnová inflace činila pouze 0,3 %.

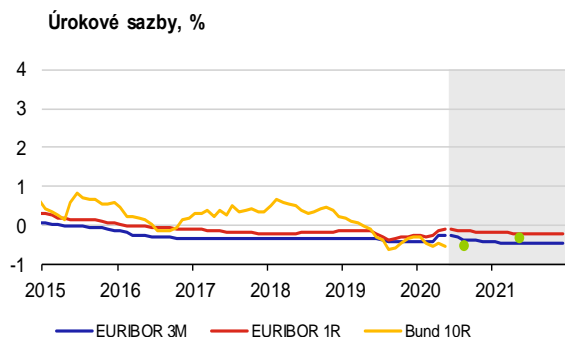
I přes patrnou snahu ECB přetrvává napětí na finančních trzích v eurozóně. Zdrojem nejistot jsou ekonomické dopady pandemie na jednotlivé ekonomiky a jejich zadlužení, což se může projevit ve snížení úvěrového hodnocení. Například revize ratingu Itálie na konci dubna zvýšila obavy finančních trhů, což vedlo k prudkému nárůstu rozpětí vůči německým dluhopisům. ECB proto začala přijímat jako zástavu i dluhopisy, kterým byl po 7. dubnu 2020 kvůli dopadům koronavirové krize snížen rating mimo investiční pásmo. Podmínkou však je, aby rating zůstal v horní části spekulativního pásma, což u velkých ratingových agentur odpovídá ratingu BB a vyšší. ECB také snížila sazbu na dlouhodobější refinanční operace (TLTRO) a zavedla krátkodobou refinanční facilitu (PELTRO), s cílem snížit náklady bank bez zásahu do depozitní sazby a poskytnout dodatečnou likviditu. Opatření ECB odráží zejména snahu zabránit další fragmentaci na finančních trzích eurozóny.



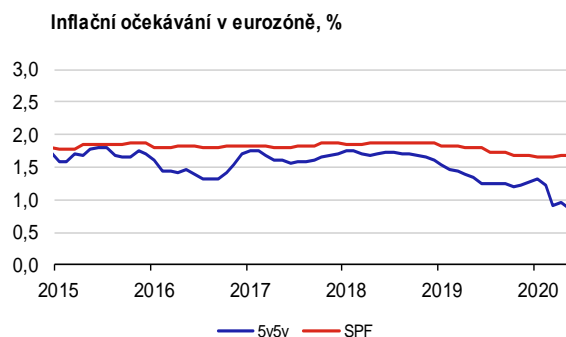
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
2/20	-6,2	11,1	-6,6	-0,2	5,4
3/20	-11,2	-2,3	-11,6	-8,6	2,3
4/20	-30,4	-35,0	-22,7	-28,3	-12,8



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
2/20	103,4	101,8	105,5	102,7	101,3	97,2
3/20	94,2	92,0	99,0	99,3	83,7	96,7
4/20	67,0	72,1	82,7	73,3		55,1



	4/20	5/20	8/20	5/21
3M EURIBOR	-0,25	-0,27	-0,36	-0,45
1Y EURIBOR	-0,11	-0,09	-0,14	-0,19
10Y Bund	-0,43	-0,53	-0,50	-0,30



Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

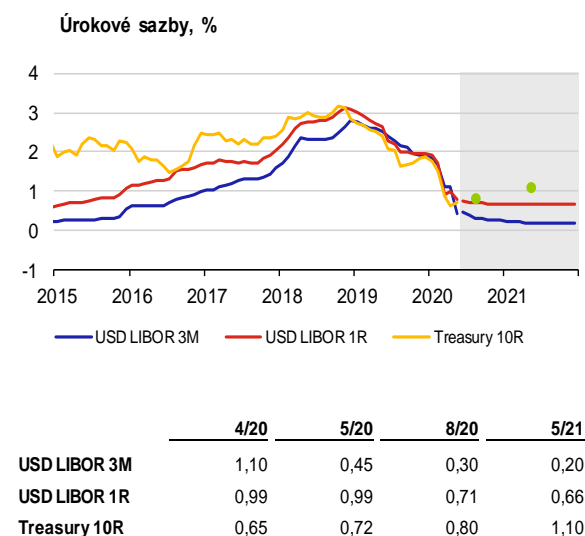
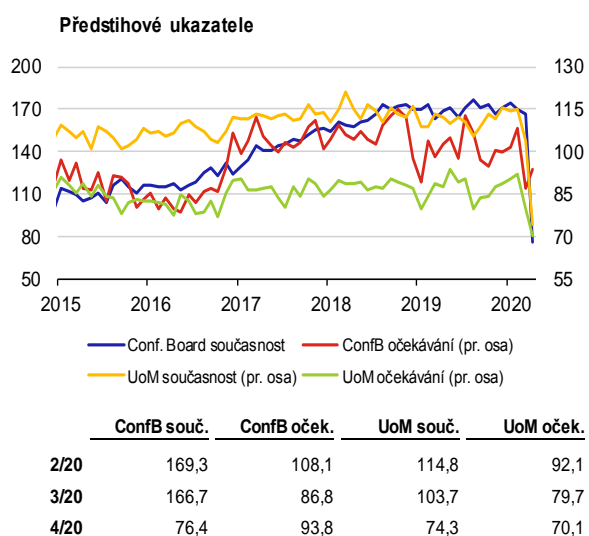
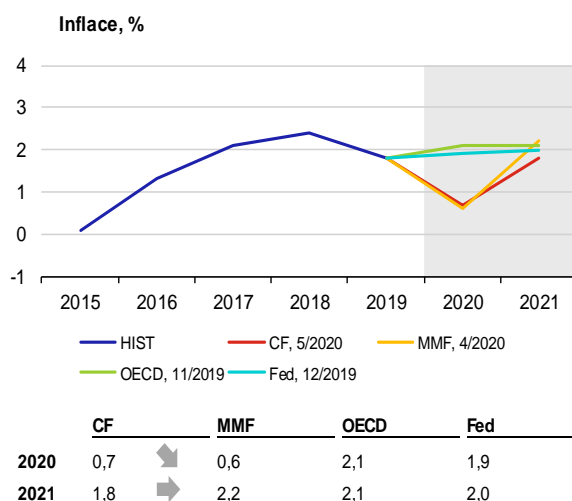
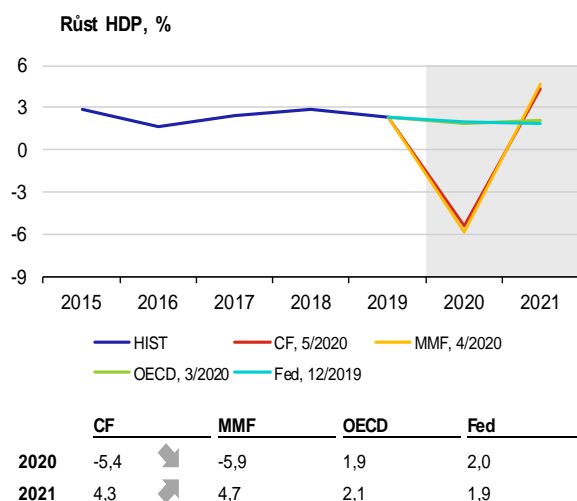
	5y5y	SPF
3/20	0,91	1,66
4/20	0,95	1,67
5/20	0,87	1,67

II.2 Spojené státy

Koronavirus stále dusí americkou ekonomiku, prezident D. Trump již ale představil pokyny ke znovuotevření Ameriky. Tento plán vznikl na základě doporučení odborníků na veřejné zdraví a má několik fází. Naplánované kroky by měly pomoci pracovníkům ve státní a místní samosprávě při opětovném otevírání ekonomiky, navrácení lidí zpět do práce a pokračování v ochraně životů. Šíření nákazy však nepolevuje a mezi jednotlivými státy jsou velké rozdíly. Situace je vážná zejména v Kalifornii a Texasu, naopak v New Yorku se situace (nárůst nově nakažených) lepší. Počet nezaměstnaných stále roste o miliony týdně a míra nezaměstnanosti dosáhla téměř 15 %. Dle výhledů CF bude nezaměstnanost na konci tohoto roku na 10 %. V dubnu bylo zrušeno více jak 20 mil. míst v nezemědělském sektoru, což je nejvíce v historii. V březnu došlo k poklesu mezd o necelé procento.

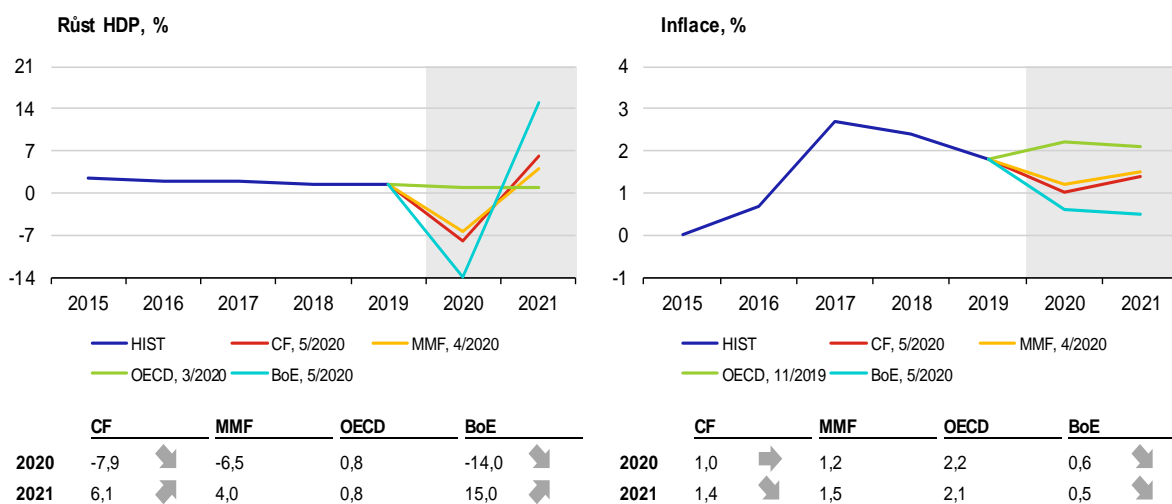
Spotřeba se propadla i přes pozitivní efekt panických nákupů. Spotřeba se mezičtvrtletně propadla o 7,6 % a útraty za služby o 10,6 %. Spotřebitelská důvěra v květnu oproti dubnu mírně vzrostla zejména díky pozitivnímu efektu zákona CARES. Naopak vpředhledící dubnový indikátor PMI se v průmyslu propadl na hodnotu 41,5. Uzavření hranic ovlivnilo také obchod, v březnu se americký export propadl meziměsíčně o 11 % a import o téměř 7 %. Čísla za duben budou pravděpodobně ještě horší.

Výhledy růstu HDP předpokládají stále silnější propad a dluh poroste. Dle nového výhledu CF by se měla ekonomika USA v letošním roce propadnout o 5,4 %, dle výhledů Evropské komise z konce dubna pak o 6,5 %. Příští rok tamní ekonomika propadl nedožene, neboť dle výhledu CF poroste v roce 2021 o 4,3 % a dle Evropské Komise o 4,9 %. Tato čísla jsou očekávána navzdory tomu, že vláda ekonomiku podpoří stimulem ve výši cca 11 % HDP, což znamená, že letošní deficit by se měl dle CF přiblížit 16 % HDP. Zadlužení tak naroste ke konci roku 2020 na 131 % HDP. Výhodou pro vládu je však to, že reálná úroková sazba desetiletých vládních dluhopisů je dle výhledů záporná.



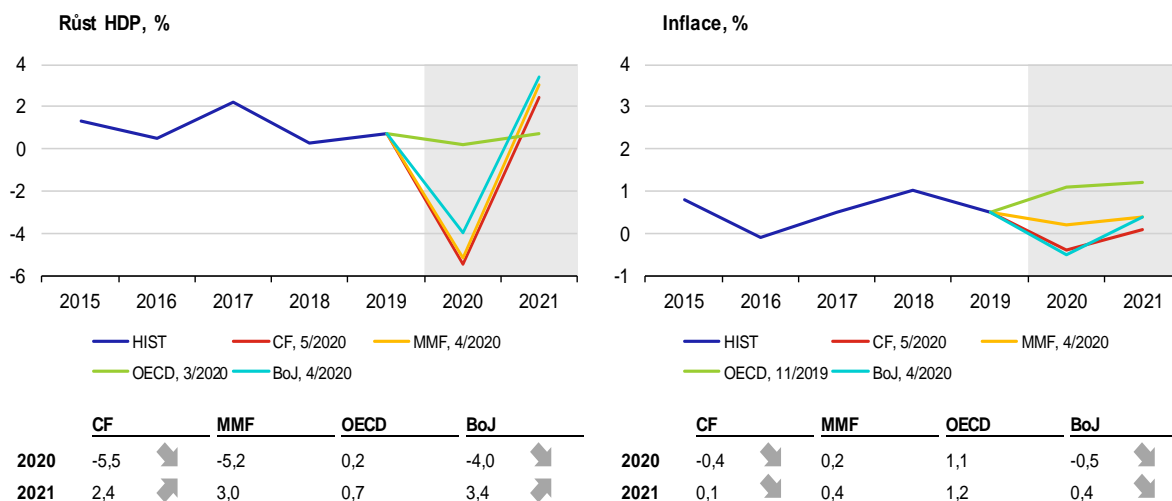
II.3 Spojené království

Spojené království má nejvyšší absolutní počet úmrtí v důsledku koronaviru v Evropě a BoE letos očekává nejhorší recesi v novodobé historii země. HDP podle její prognózy poklesne ve druhém čtvrtletí letošního roku až o 25 %. Základní úrokovou sazbu ponechala BoE na minimální úrovni 0,1 % a predikuje nárůst míry nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí až na 9 %. NIESR předpokládá, že HDP v roce 2020 klesne o 7 %, v následujícím roce by ale měl v podobném rozsahu vzrůst. CF očekává propad ekonomiky o 7,9 % v letošním roce, následovaný růstem o 6,1 % v roce 2021. Vpředhledící kompozitní ukazatel PMI se drží na rekordně nízké hodnotě okolo 30. Premiér B. Johnson, který se po prodělání nemoci COVID-19 vrátil do svého úřadu, představil třífázový plán pro pomalé uvolňování restriktivních opatření proti šíření nemoci. V první fázi půjde hlavně o pokrok v boji proti koronaviru, včetně ambice masivního testování v rozsahu až 200 tisíc testů denně. Vláda dále nabízí novou podporu ekonomiky v podobě půjček do výše 50 tisíc liber pro malé podniky. Byly také znovu obnoveny rozhovory s EU ohledně budoucích vztahů po skončení přechodného období po brexitu.



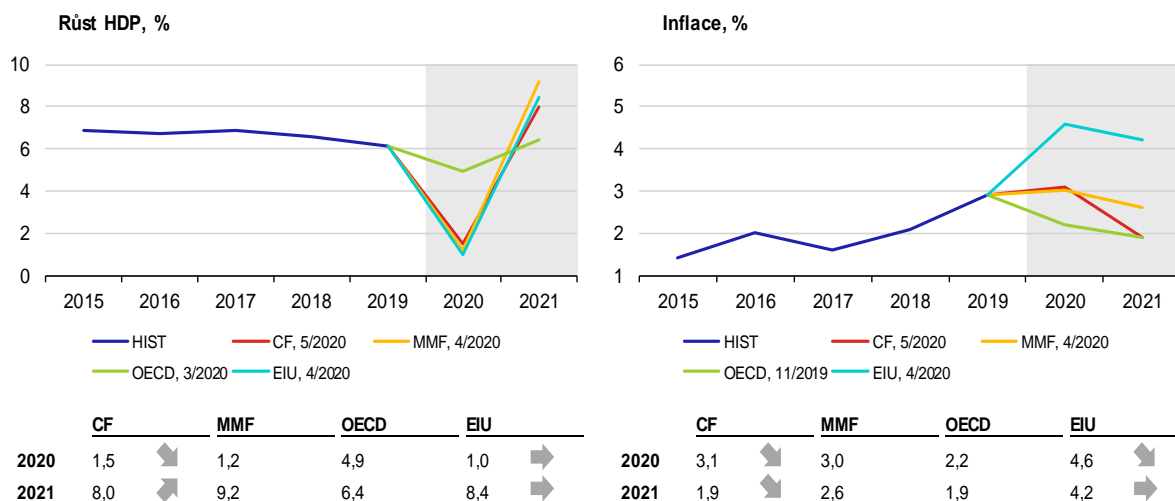
II.4 Japonsko

V prvním čtvrtletí japonský HDP znovu klesl, podle předběžného odhadu se však mezičtvrtletní pokles zmírnil na 0,9 % z 1,9 % v závěru roku. Meziročně ekonomika poklesla o 0,7 %. Dubnový index PMI byl poněkud horší, než se očekávalo, ve zpracovatelském průmyslu se snížil na hodnotu 41,9 a ve službách klesl na 21,5. BoJ v dubnu ponechala klíčovou sazbu beze změny, současně odstranila omezení na nákup státních dluhopisů a přijala další nekonvenční opatření na uvolňování měnové politiky. Podle nové prognózy banky by již ve fiskálním roce 2019 mohl propadnout HDP do mírně záporných hodnot (lednový odhad předpokládal růst ve výši 0,8–0,9 %). V letošním fiskálním roce se propad prohloubí na 3–5 %. Příští rok se ekonomika znovu vrátí ke kladnému růstu ve výši 2,8–3,9 % (tedy vyššímu, než předpokládal lednový výhled BoJ).



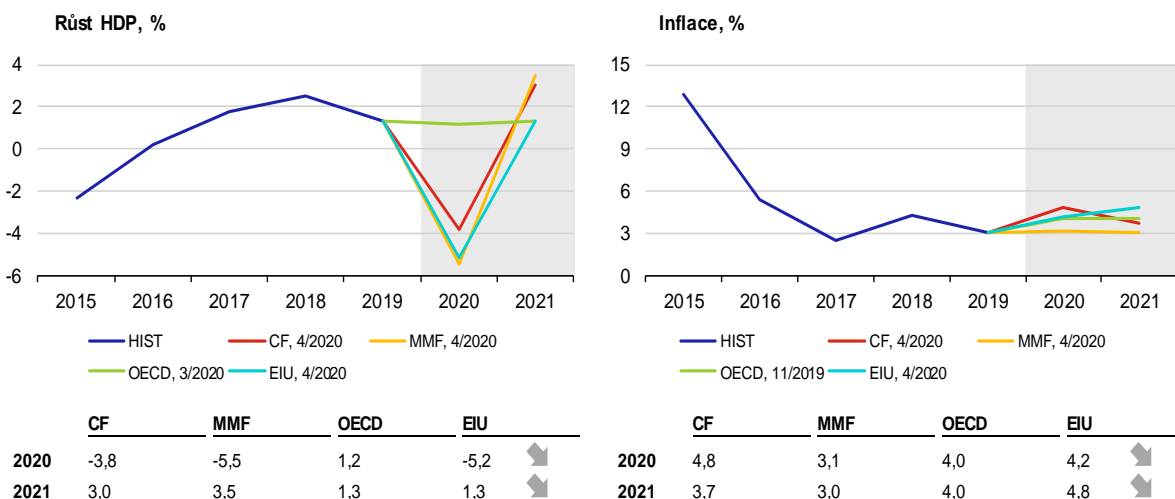
II.5 Čína

Čínská ekonomika po desetiletích nepřetržitého růstu v prvním čtvrtletí letošního roku poprvé meziročně klesla, a to o 6,8 %. To odráží zavedení rozsáhlých karanténních opatření v reakci na šíření onemocnění COVID-19, které se projeví v podobě výrazného poklesu domácí poptávky. I přesto, že již od začátku dubna dochází v Číně k uvolňování těchto opatření a pozvolnému návratu do normálu, jedná se – vzhledem k pokračujícímu šíření onemocnění COVID-19 ve světě a obavám ohledně obnovení šíření onemocnění COVID-19 v Číně – stále o velice křehký stav. Ve druhém čtvrtletí bude čínská ekonomika zasáжена především výrazným poklesem zahraniční poptávky v návaznosti na výrazné propady ekonomické aktivity jejích hlavních obchodních partnerů. Analytici CF předpokládají meziroční růst čínské ekonomiky v letošním roce o 1,5 %, resp. o 8 % v roce 2021. Spotřebitelské ceny v Číně letos dle květnového výhledu CF porostou 3,1% tempem, v příštím roce jejich tempo růstu zvolní na 1,9 %.



II.6 Rusko

Druhé čtvrtletí přinese další zhoršení ekonomické situace. Meziroční růst průmyslové produkce v prvním čtvrtletí dosáhl 1,5 % a byl jen mírně nižší v porovnání se čtvrtletní dynamikou loňského roku. V nadcházejících měsících se nicméně očekává pokles produkce. PMI ve zpracovatelském průmyslu v dubnu propadl na rekordních 31,7. Ještě více zasáhla stávající situace služby, které představují (bez veřejné správy a vojenské bezpečnosti) více než polovinu ruského HDP. Dubnový PMI ve službách klesl na 12,2. Centrální banka na konci dubna snížila klíčovou sazbu na 5,5 % a dle její nové prognózy dosáhne letos propad HDP 4–6 %. K tomu přispěje skoro čtyřnásobné snížení čistého vývozu zboží oproti loňsku: export zboží propadne o téměř 40 % a import poklesne o více jak 17 %. Běžný účet dosáhne deficitu 35 mld. USD. V příštím roce by se ekonomika měla vrátit k růstu ve výši 2,8–4,8 %. Základní scénář prognózy vychází z ceny Urals 27 USD/barel pro rok 2020 a 35 USD/barel v příštím roce.

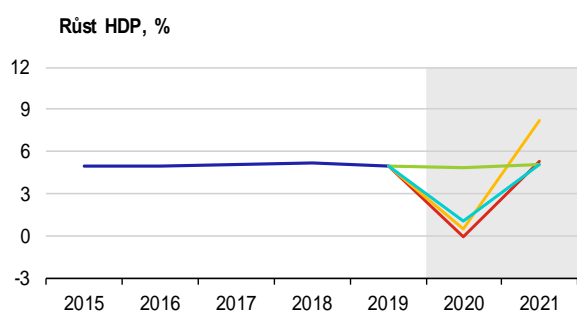


II.7 Výběr z rozvojových zemí

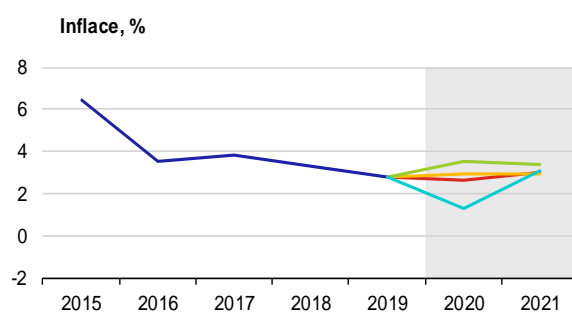
Ekonomický růst Indonésie, který se v minulém roce pohyboval okolo 5 % meziročně, v prvním čtvrtletí letošního roku zpomalil na 3 %, což je nejnižší hodnota od roku 2001. Zpomalení tempa ekonomické aktivity v důsledku koronavirové krize se nejvíce projevilo v útlumu spotřeby, tj. hlavní hnací síle největší ekonomiky jihovýchodní Asie. Dále byly negativně zasaženy investice a vývoz, což odráželo zejména pokles poptávky z Číny. I přesto si ekonomika Indonésie vedla v prvním čtvrtletí lépe než většina ostatních ekonomik regionu, a to zejména z důvodu pozdějšího zavedení karanténních opatření. Čtvrtá nejlidnatější země světa s více než 270 mil. obyvatel poprvé odhalila případy nákazy novým typem koronaviru 9. března. Do 15. května bylo v Indonésii hlášeno více než 16 000 potvrzených případů, z toho 3 500 osob se již uzdravilo, i přesto však počet úmrtí přesáhl 1 000 osob. Pozdější zavádění karantén si následně vyžádá i jejich opožděné uvolňování. Místní úřady předpokládají návrat situace do normálu až koncem června. Nejhlubší pokles ekonomiky tak lze očekávat ve druhém čtvrtletí. Dle květnového výhledu analytiků CF se očekává pokles ekonomické aktivity v letošním roce v průměru o 0,1 %. V příštím roce HDP poroste v průměru 5,3% tempem.

Centrální banka Indonésie od poloviny roku 2019 postupně snížila hlavní úrokovou sazbu ze 6 % na současných 4,5 %. Spolu s tím centrální banka zahájila program dodávání likvidity finančnímu sektoru. Zvýšené výdaje vlády určené na zmírnění dopadů krize v předpokládané výši 2,6 % HDP pak letos povedou k navýšení deficitu veřejných financí na více než 5 %, tj. na nejvyšší úroveň za několik posledních dekád. Stimulační balíčky zahrnují především podporu zdravotnictví, sociální pomoc domácnostem s nízkými příjmy, rozšířené dávky v nezaměstnanosti a daňové úlevy.

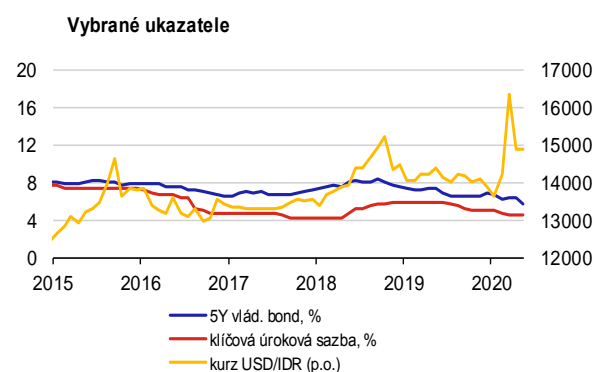
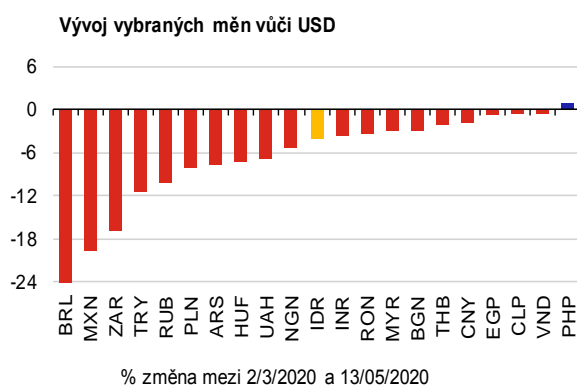
Zpočátku proinflační efekt odrážející narušení výroby v Číně bude následně, vlivem přímých negativních dopadů na domácí spotřebu, převážen ve směru nižší celkové inflace. Vyšší růst cen v prvním čtvrtletí odrážel také prudké oslabení kurzu indonéské rupie vůči USD přibližně o 17 %. Od dubna však rupie necelou polovinu ztrát umazala. Dle květnového výhledu analytiků CF by spotřebitelské ceny měly v letošním roce růst v průměru 2,6% tempem. V příštím roce by spotřebitelská inflace měla v návaznosti na ekonomické oživení zrychlit na 3 %.



	CF	MMF	OECD	EIU
2020	-0,1	0,5	4,8	1,0
2021	5,3	8,2	5,1	5,1



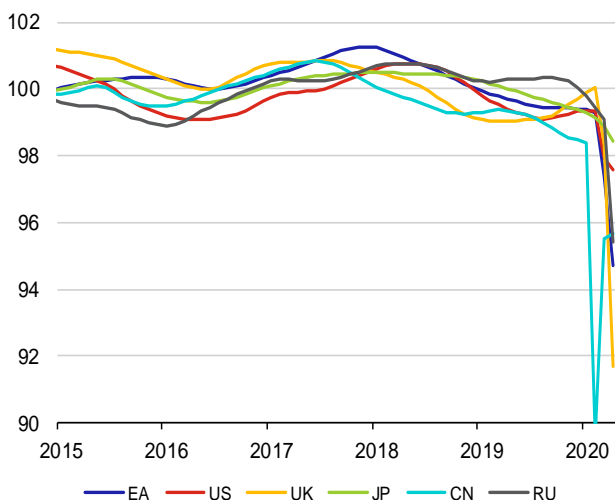
	CF	MMF	OECD	EIU
2020	2,6	2,9	3,5	1,3
2021	3,0	2,9	3,4	3,1



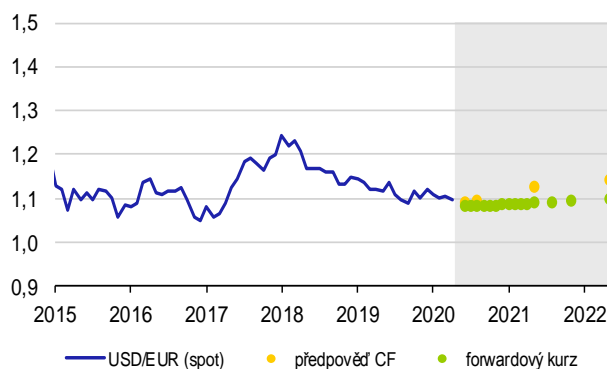
	5Y vládní bond, %	úrok. sazba, %	USD/IDR
3/2020		6,36	4,50
4/2020		6,37	4,50
5/2020		5,72	4,50

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

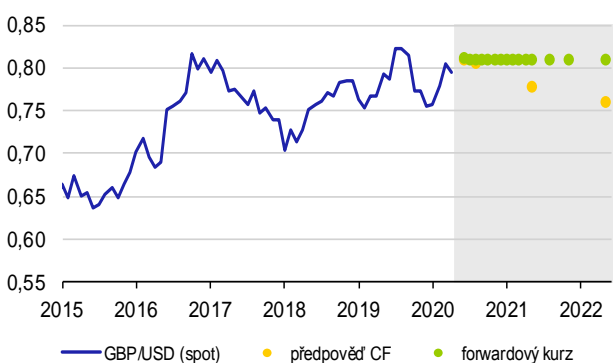


Americký dolar (USD/EUR)



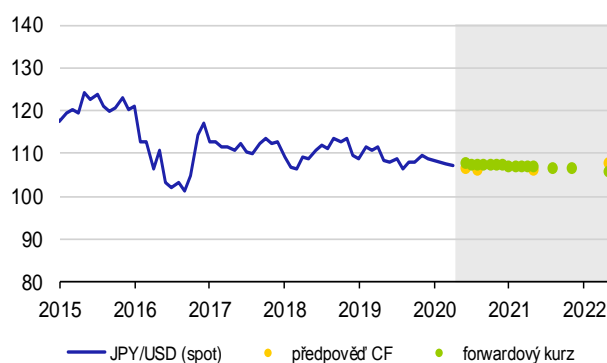
	11/5/20	6/20	8/20	5/21	5/22
spotový kurz	1,083				
předpověď CF		1,092	1,097	1,126	1,144
forwardový kurz		1,081	1,083	1,090	1,099

Britská libra (GBP/USD)



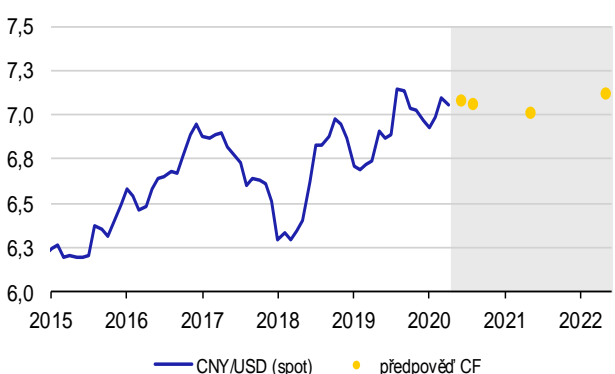
	11/5/20	6/20	8/20	5/21	5/22
spotový kurz	0,809				
předpověď CF		0,810	0,806	0,778	0,760
forwardový kurz		0,811	0,810	0,810	0,809

Japonský jen (JPY/USD)



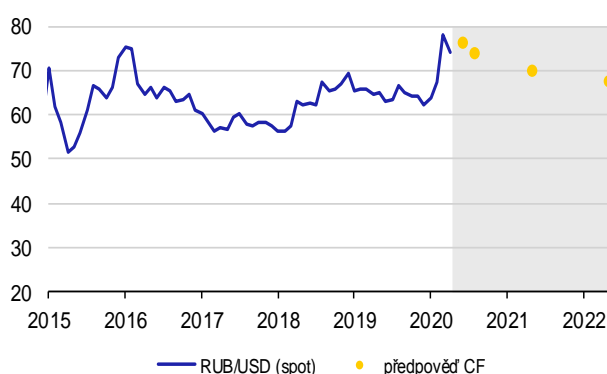
	11/5/20	6/20	8/20	5/21	5/22
spotový kurz	107,5				
předpověď CF		106,5	106,2	106,1	107,9
forwardový kurz		107,6	107,5	106,9	106,0

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	11/5/20	6/20	8/20	5/21	5/22
spotový kurz	7,086				
předpověď CF		7,076	7,061	7,014	7,115

Ruský rubl (RUB/USD)



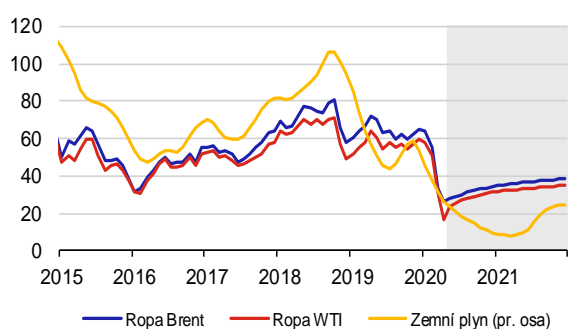
	11/5/20	6/20	8/20	5/21	5/22
spotový kurz	73,53				
předpověď CF		76,15	74,03	69,92	67,73

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

IV.1 Ropa

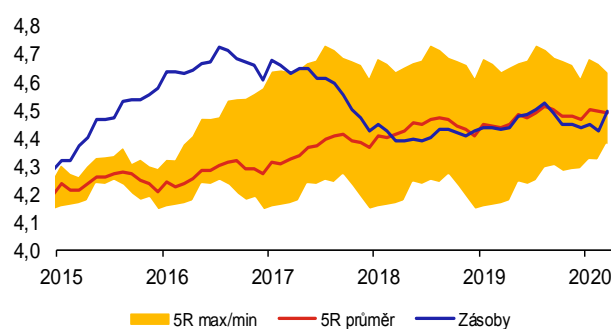
Po přechodném zvýšení v první polovině dubna se ceny ropy opět propadly, na přelomu dubna a května se situace na trhu zlepšila a cena ropy Brent vzrostla z 20 na cca 30 USD/barel. Dohoda zemí aliance OPEC+ o bezprecedentním snížení těžby nepřinesla cenám ropy očekávanou podporu, neboť většina zemí až (téměř) do konce dubna pokračovala ve zvýšené těžbě a silný přebytek ropy na trhu se tak nezmírnil. Cena ropy Brent tak ve druhé polovině dubna opět silně klesla a přechodně se dostala i pod 20 USD/barel. Teprve na konci dubna se sentiment na trhu zlepšil, k čemuž kromě silného omezení těžby ze strany OPEC+ přispěly i neočekávané silný pokles těžby v Severní Americe a náznaky mírného ožívování na straně poptávky. Snížilo se tak riziko, že dojde k naplnění zbývajících skladovacích kapacit, což by si vyžádalo další drastické snížení produkce a cen ropy. Cena ropy Brent tak opět vzrostla a během první poloviny května se ustálila poblíž 30 USD/barel. Cena ropy WTI se po dočasných turbulencích před vypršením květnového kontraktu rovněž zklidnila mírně pod hranici 25 USD/barel. To je vnímáno jako přiměřená cena, aby pokračoval pokles břidlicové těžby v USA, který je nezbytnou podmínkou obnovení rovnováhy na trhu s ropou. Těžaři v USA uzavírají část starších vrtů a silně omezují vrtnou a zejména frakovací aktivitu. Při ceně WTI nad 30 USD/barel by ale někteří již uvažovali o opětovném zvyšování těžby. O zlepšení situace na fyzickém trhu svědčí i zmírnění sklonu contanga na začátku futures křivek. Přebytek ropy na trhu tak patrně již vyvrcholil, ale ještě nějaký čas bude přetrvávat. Rychlejšímu oživení cen budou bránit rekordně vysoké zásoby ropy i eskalace napětí mezi USA a Čínou. Rizikem zůstává opětovné zesílení epidemie v jednotlivých státech. EIA jen nepatrně zvýšila odhad průměrných cen ropy Brent pro letošek na 34,1 a pro příští rok na 47,8 USD/barel.

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

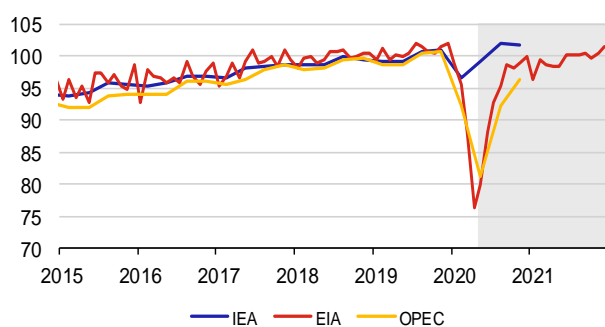


	Brent	WTI	Plyn
2020	35,86	31,74	67,25
2021	36,85	33,46	46,31

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

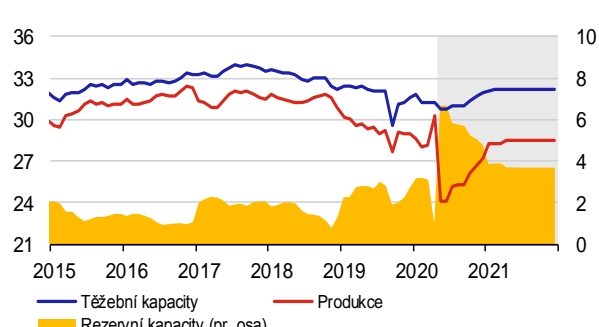


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2020	99,89	92,58	90,57
2021		99,53	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2020	26,58	31,25	4,67
2021	28,44	32,17	3,73

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

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

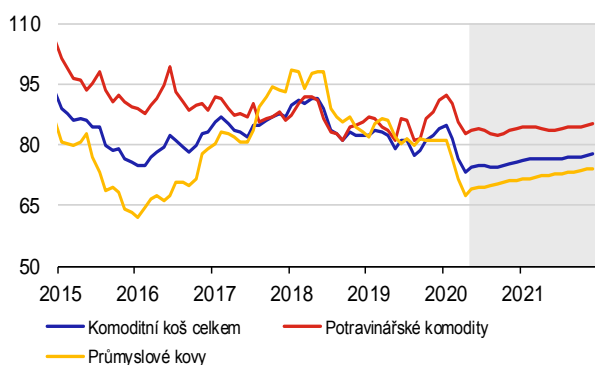
IV.2 Ostatní komodity

Ceny zemního plynu v Evropě v dubnu dále klesaly, zhruba polovičním tempem se snižovaly i ceny uhlí. Kvůli nižší poptávce z průmyslu a vysokým zásobám po nadprůměrně teplé zimě se průměrná cena zemního plynu v Evropě v dubnu dále snížila o 22 %. Ceny LNG v Asii jsou však ještě nižší, takže do Evropy míří i neprodané dodávky LNG a další pokles cen lze očekávat u dlouhodobých kontraktů, navázaných na ceny ropy. Ceny uhlí klesaly v důsledku obnovení těžby v Číně a nadále snížené poptávky tamních elektráren.

Pokles souhrnného indexu cen neenergetických komodit se v první polovině května zastavil a obdobný vývoj vykázaly i oba jeho dílčí indexy. Ceny mědi, niklu, cínu a zinku mírně rostou již od konce března díky restartu zpracovatelského průmyslu v Číně, oživení finančních trhů a příklonu investorů k rizikovějším aktivům. U cen hliníku a olova se alespoň zastavil jejich pokles. Cena železné rudy si od února udržuje více či méně horizontální trend s mírně klesajícím výhledem.

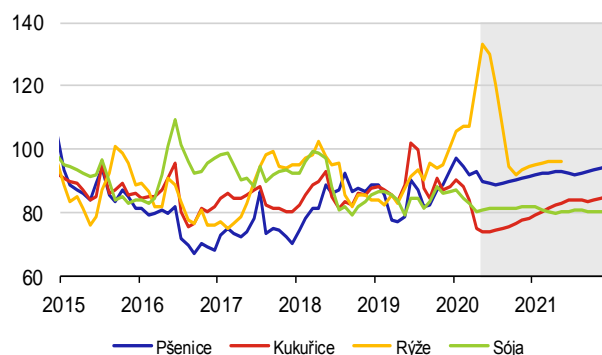
Vývoj v rámci dílčího indexu cen potravinářských komodit byl nadále různorodý. Ceny pšenice, kukuřice a sóji v dubnu klesaly, v první polovině května se pak téměř stabilizovaly (u kukuřice a sóji poblíž mnohaletých minim). Opačně se vyvíjela cena rýže, která v dubnu dále silně vzrostla a i v první polovině května si udržovala vysokou hodnotu. Cena cukru po březnovém poklesu více méně stagnovala rovněž poblíž mnohaletého minima. Cena kakaa zaznamenala silný pokles již v první polovině března, od té doby mírně roste, cena kávy silně poklesla až ve druhé polovině dubna. Cena vepřového masa od poloviny března do poloviny dubna silně klesala, ve zbytku měsíce však stejně silně rostla. Cena hovězího masa se v dubnu po předchozím poklesu udržovala na desetiletém minimu.

Indexy cen neenergetických komodit



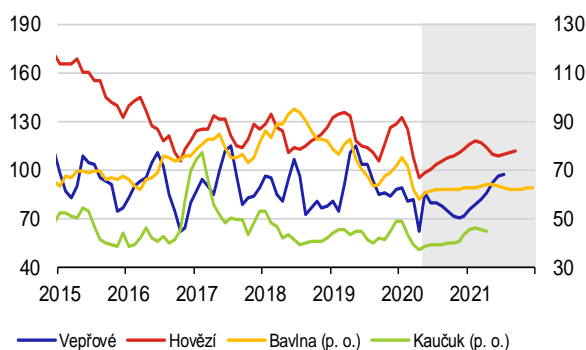
	Celkem	Potraviny	Kovy
2020	76,3	84,8	71,5
2021	76,7	84,3	72,7

Potravinářské komodity



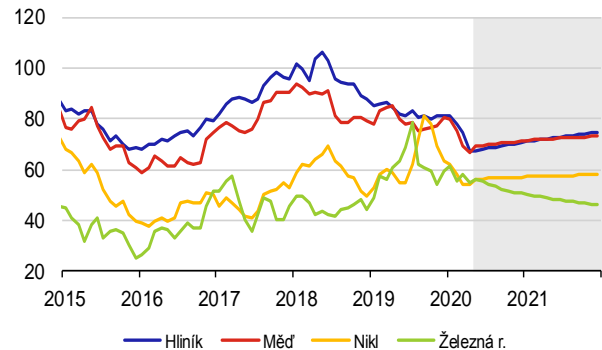
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2020	91,5	78,8	109,0	82,4
2021	93,0	83,2	95,8	80,7

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2020	76,6	108,7	63,1	40,5
2021	86,6	112,3	62,6	45,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2020	71,2	71,1	56,8	54,6
2021	72,9	72,4	57,7	47,9

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.

Reakce fiskální politiky na COVID-19 aneb jak z krize rychle ven¹

Pandemie COVID-19 významně ovlivnila celosvětový ekonomický vývoj. Jen několik málo států nebylo nemocí přímo ochromeno, ale úzké obchodní vazby a otevřenost ekonomik způsobily závažný propad i ve státech s menším výskytem nemoci. Vzhledem k tomu, že mnoho podniků bylo ze dne na den nuceno uzavřít, došlo rovněž k naprostému zmrazení mnoha částí ekonomiky. Ve snaze odvrátit katastrofické dopady na hospodářství a finanční stabilitu uvolnily centrální banky měnovou politiku. Pro zachování zaměstnanosti a odvrácení krachu domácností a podniků zavádí státy podpůrná opatření v astronomických výškách. Článek přináší přehled těchto opatření a jejich srovnání mezi zeměmi. Závěrem ilustrujeme na dvou hypotetických případech středně (60 %) a vysoce (90 %) zadlužených ekonomik, jak pandemický šok může na dlouhá léta ovlivnit fiskální pozici zemí.

Potřeba fiskálního stimulu a specifika současné krize

Velká deprese 30. let dvacátého století stála u zrodu myšlenek o podpůrných vládních opatřeních, která byla ve velkém realizována při poslední finanční krizi v roce 2008. Tato zkušenost by se dala lidově parafrázovat rčením „kdo rychle dává, dvakrát dává“. Důvodem je snaha o pomoc v řešení likviditních problémů, což je motivováno tím, aby nepřešly v problémy nedostatečné solventnosti. Současně se ukázalo, že snaha šetřit ve veřejných financích v dobách krize prodlužuje dobu potřebnou pro oživení a decimuje větší část nejen ekonomiky, ale také přináší negativní společenské jevy. V rámci finanční krize započaté pádem Lehman Brothers byla celkově v zemích G20 poskytnuta fiskální podpora rovnající se 4,3 % HDP.

Virová epidemie zmrazila naprostou většinu ekonomiky, což je situace zcela odlišná od posledních krizích.

Opatření na omezení šíření virové nákazy prohlubují recesi, která by však v určité podobě stejně přišla i při velmi rychlém šíření nákazy bez restriktivních opatření. Pro zamezení přenosu nákazy se zavírají školy, obchody, restaurace, kina, omezují se společenské aktivity. V některých zemích ustala dokonce všechna ekonomická aktivita s výjimkou zcela nezbytných provozů. Díky moderním technologiím a orientaci ekonomik na služby je sice pro některé zaměstnance možné vykonávat svoji práci díky home-office, tedy vzdáleně z domova. Nicméně pro většinu pracovníků tato možnost není realizovatelná. Zastavení výroby vede k hlubokému propadu produkce a obchodu, což se odráží v citelných propadech HDP. Restriktivní opatření cílí na to, aby kapacita zdravotního systému nebyla plně vyčerpána, neboť v ten okamžik začnou umírat lidé i na jiné důvody, než je nákaza nemocí COVID-19. Současně je však důležité mít na paměti, že průběžnost nakažených je omezena a při velkém počtu nakažených by výkonost ekonomiky šla rovněž strmě dolů. K tomu je nutné připočítat chování jednotlivců, kteří by z důvodu hrozby omezili svoji spotřebu a pohyb na veřejnosti dobrovolně – příkladem je např. Švédsko, kde došlo pouze k mírným opatřením ze strany vlády, lidé však svoji aktivitu omezili výrazně sami.

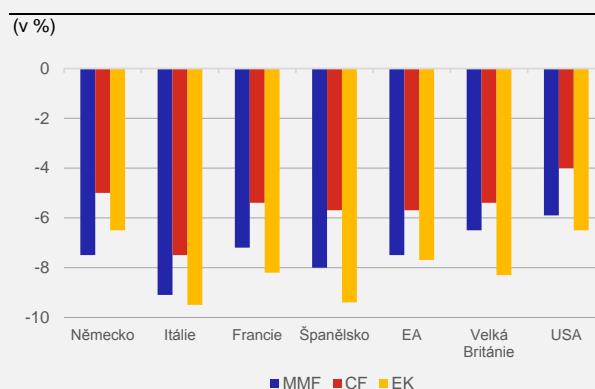
K tomu je nutné připočítat chování jednotlivců, kteří by z důvodu hrozby omezili svoji spotřebu a pohyb na veřejnosti dobrovolně – příkladem je např. Švédsko, kde došlo pouze k mírným opatřením ze strany vlády, lidé však svoji aktivitu omezili výrazně sami.

Pokud vláda demokratického státu zakáže soukromým osobám provozovat jejich činnost, měla by jim škody nějak kompenzovat. Podpora by tak neměla být chápána jen jako projev dobré vůle, prozřetelnosti a snahy o zachování systému a fungování společnosti, ale do určité míry jako její povinnost. Podnikání je riziková činnost, ovšem nejméně se lze připravovat na nečekané zásahy státu, proto je podpora a kompenzace na místě. Otázkou je vždy míra kompenzace, neboť žádná vláda nezaručuje plně krytí rizik soukromým subjektům.

Snížení ekonomické aktivity na polovinu po dobu 2 měsíců znamená pokles HDP o 8,5 %. Tento velmi jednoduchý a hrubý odhad dopadů do změny HDP bez uvažování sezónnosti či vedlejších efektů ukazuje na hrozivost celé situace. Dubnová zpráva MMF odhaduje pokles celosvětového HDP v roce 2020 o 3 %, růst v roce 2021 by pak měl dosáhnout 5,8 %. Pro srovnání je třeba uvést, že za rok 2019 byl růst reálného HDP ve výši 2,9 %. Pro vyspělé ekonomiky je propad odhadnut na 6,1 % a růst v dalším roce na 4,5 % s tím, že v roce 2019 tyto ekonomiky rostly o 1,7 %.

Ztráta způsobená zastavením ekonomiky je de facto trvalá. Část propadu ekonomiky je cyklického charakteru, část se však projeví ve snížení potenciálu dané ekonomiky s ohledem na strukturální změny. Z pohledu výše reálného HDP se

Graf 1 – Odhad propadu jednotlivých ekonomik v roce 2020



Zdroj: MMF World Economic Outlook, duben 2020, Consensus Economics, Evropská komise
Pozn.: EA = eurozóna

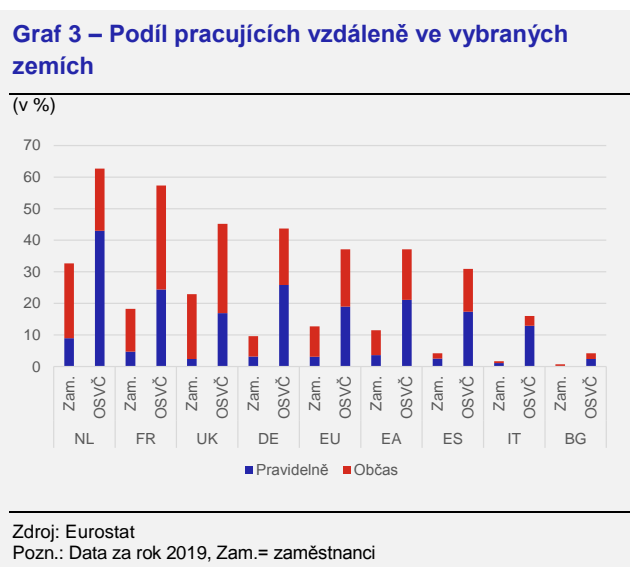
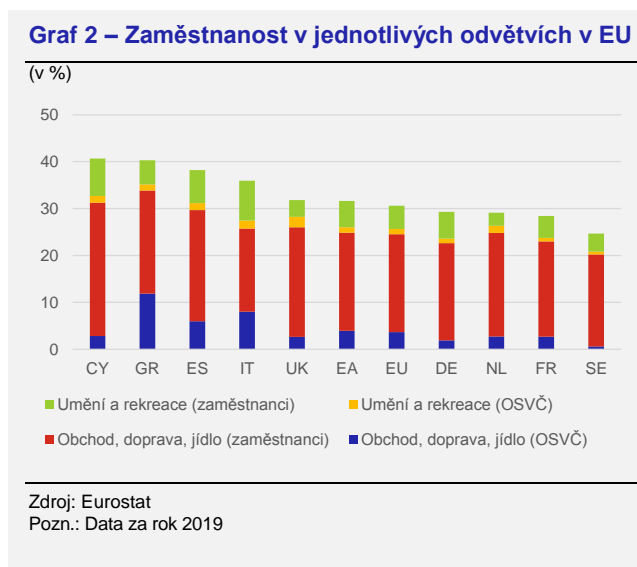
¹Autory jsou Petr Polák, Luboš Komárek, Iveta Polášková a Pavla Netušilová. Autoři za cenné postřehy děkují Pavle Růžičkové. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

některé ekonomiky dostanou na původní úroveň na konci roku 2021, některé později. Nicméně pro každou zemi půjde o ztrátu. A zejména pak v oblasti veřejných financí, které na původní úrovni (míry zadlužení) za pár let nebudou.

Fiskální stimul má za cíl zachovat stabilitu celého systému a pozitivní očekávání budoucnosti. Ekonomika je provázaný systém, ve kterém jsou si jednotliví aktéři navzájem závislí a odběrateli. Jestliže zkolabuje nějaký článek, může to vyvolat řetězovou reakci. Pro chování je také důležité očekávání, neboť pokud domácnosti v obavě z neisté budoucnosti výrazně omezí spotřebu a firmy investice, povede to k prohloubení a především prodloužení propadu celé ekonomiky. V ideálním světě bychom po odeznění pandemie přešli do původního režimu, pro to je však nutné zachovat co nejvíce fungujících zaměstnaneckých a dodavatelsko-odběratelských vazeb.

Monetární politika může fiskální politiku efektivně podpořit. Aby mohly vlády financovat podpůrná opatření, budou si muset půjčit, neboť výběr daní v okamžiku utlumené produkce bude rovněž snížený. Monetární politika svým uvolněním, tj. snížením měnověpolitických sazeb zvyšuje efektivnost fiskálních multiplikátorů a usnadňuje vládám půjčování si peněz na finančním trhu – díky nízkým sazbám je zadlužení levnější. Centrální banky téměř koordinovaně nejen snížily sazby, ale také poskytly finančním trhům likviditu a začaly ve velkém kupovat dluhopisy. Tyto kroky umožňují podporu nejen bank, ale také dalších hráčů na finančním sektoru, jako jsou pojišťovny a penzijní fondy, na které má současná situace rovněž velký dopad, pozornosti je jim však věnováno méně.

Nejpostiženějším sektorem je cestovní ruch a pohostinství. Vlády naprosté většiny zemí ve snaze zabránit nekontrolovatelnému šíření nemoci omezily sociální kontakt prostřednictvím omezení pohybu, zákazu hromadných akcí či cestování. Výjimkou v tomto směru je např. Švédsko či asijské země jako Singapur, Jižní Korea a Taiwan, které mají od počátku k pandemii odlišný přístup. Omezení hromadných akcí a cestování dopadlo nejvíce na cestovní ruch (zejména leteckou dopravu) a pohostinství (restaurace a hotely). V rámci Evropy je v této oblasti zaměstnána zhruba čtvrtina pracovních sil (Graf 2).



Možnost práce z domova a její rozšíření patří mezi „pozitivní“ dopady současné pandemie. Ze statistik (Graf 3) vyplývá, že v celé Evropské unii v loňském roce téměř 84% pracujících nikdy vzdáleně nepracovalo. Celkem logicky je home-office rozšířenější mezi osobami samostatně výdělečně činnými, kterých v EU pravidelně takto pracuje téměř 20 %. Mezi zaměstnanci je však tento způsob práce rozšířen mnohem méně, pravidelně tak pracovalo v roce 2019 pouze 3,1 % zaměstnanců a občas pak necelých 10 %. Nejrozšířenější je tento způsob práce v Nizozemí, kde téměř třetina zaměstnanců pravidelně nebo občas pracuje vzdáleně. Nejméně pak v Bulharsku, kde vzdáleně někdy pracuje necelé procento zaměstnanců. Mnoho firem a manažerů, kteří práci z domova v minulosti nezavedli a nyní pod tlakem okolností ji byli nuceni zavést, budou moci vyhodnotit efektivitu vzdálené práce. Pro firmy by více vzdáleně pracujících znamenalo nižší náklady jak na straně nájmu, tak energií a cestovních výdajů. Vyšší využití home-office v dobách např. chřipkové epidemie pak vede i ke snížení počtu zaměstnanců na nemocenské. Dle mnoha průzkumů² jsou současně lidé s možností home-office spokojenější a loajálnější ke svým zaměstnavatelům. Práce z domova spolu s masivním rozšířením on-line výuky na všech úrovních škol zvyšuje digitální gramotnost obyvatelstva a vytváří tak tlak na digitalizaci ekonomik.

² V USA např. šetření Owl labs „State of Remote Work Report 2019“.

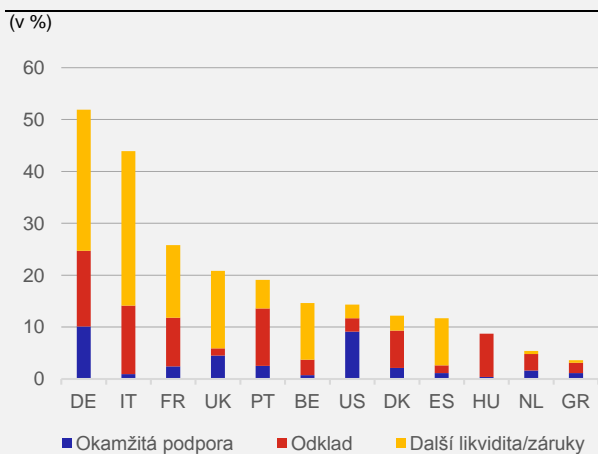
Dopad vládní podpory a napjaté rozpočty

Mezi nejvyužívanější způsoby fiskální podpory patří podpora pro udržení zaměstnanosti. Téměř všechny evropské státy se zaměřují na to, aby nedošlo ke zbytečným vykyvům na trhu práce – tedy aby firmy nepropouštěly a následně znovu nenabíraly zaměstnance. Mezi formy podpory patří po vzoru Německa z počátku 20. století tzv. *kurzarbeit*, kdy dojde ke zkrácení pracovní doby a zbytek mzdy zaměstnancům místo zaměstnavatele proplácí stát. V současných podmínkách jde o jeho modifikaci, kdy je snad na kratší dobu hrazena státem celá mzda zaměstnancům, aby nedocházelo k jejich propouštění, které by makroekonomické důsledky pandemie ještě zvýšilo.

Nároky na vládní rozpočty nejsou pouze na výdajové, ale také na příjmové straně. Výdaje neovlivňují pouze výdajové fiskální stimuly, ale také dodatečné náklady na zdravotnický materiál, kterého je navíc aktuálně potřeba obrovské množství a jeho cena mnohonásobně vzrostla. To je opět rozdíl oproti finanční krizi, kdy veřejné finance mohly být použity jinak. Aktuální situace však neovlivňuje pouze výdaje, ale také příjmy veřejných financí. Vzhledem k uzavření prodejen a poskytovatelů služeb, některých výrobních atd. dochází k výpadku příjmů z daní. Současně v rámci podpory firem, zaměstnavatelů i osob samostatně výdělečně činných vlády umožňují odklady placení daní a odvodů za zaměstnance do státní kasy či tyto odvody odpouští úplně. Vlády jsou tak bez dostupných financí a musí se v tento okamžik zadlužit o to více. U států jako Německo, Itálie nebo Francie činí výpadek příjmů podle aktuálních odhadů a přijatých opatření, které mají primárně pomoci firmám předejít problémům s cash-flow, zhruba 1,5 % HDP.

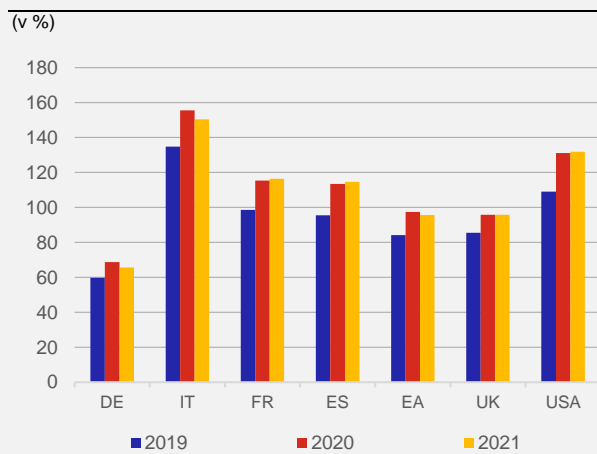
Zachrání Německo opět Evropu? Velkým pomocníkem k cestě ven z minulé krize v Evropě bylo tzv. šrotovné poskytované v Německu během roku 2009 (2 500 EUR na nákup automobilu) a toto opatření je opět na stole. Německo si v posledních letech drží vyrovnané státní finance a je za to z mnoha stran kritizováno. Nejen v rámci Evropy, ale také ze zámoří. Zastánci německé spořivosti argumentovali především přípravou na krizové časy. Díky dobrému stavu veřejných financí tak nejsilnější ekonomika Evropy může „zachránit“ i ostatní státy, a to skrze vedlejší efekty svých vládních pobídek, jež pomohou zvýšit nejen poptávku po domácím zboží a službách, ale povzbudí i mezinárodní obchod. Z pohledu velikosti opatření vůči velikosti ekonomiky patří Německo nyní k těm „štědrým“. (Graf 4)

Graf 4 – Velikost fiskálních opatření vzhledem k HDP ve vybraných zemích



Zdroj: Bruegel.org

Graf 5 – Zadlužení k HDP v zemích eurozóny, UK a USA



Zdroj: MMF, Fiscal Monitor.

Vlády mnoha zemí jsou již nyní velmi zadlužené a současná situace zadlužení velmi prohloubí (Graf 5). Vlády plánují fiskální opatření financovat prostřednictvím vydání státních dluhopisů, zadlužení zemí tak značně vzroste (např. zadlužení USA vůči HDP vzroste letos dle MMF o 22 p. b.). Fiskální prostor využitelný pro hospodářskopolitickou reakci je po finanční krizi z roku 2008 viditelně nižší, než třeba na počátku nového milénia. Na konci roku 2019, tj. těsně před vypuknutím pandemie, dosáhlo 8 zemí OECD dluhu vyššího než 90 % HDP³, což je dle řady ekonomů hraniční úroveň. Zde lze např. upozornit na práci Checherity-Westphaly a Rothera (2010) nebo Bauma a kol. (2012), kteří prokázali negativní vliv úrovně vládního dluhu na ekonomický růst, již pokud se dluh pohybuje mezi 90–100 % v poměru k HDP. Podrobněji odhadli podobná kritéria i Cecchetti, Mohanty a Zampolli (2011), kteří navíc rozlišili, že ekonomický růst je podvazován, když vládní dluh, ale i dluh domácností je vyšší než 85 % HDP a dluh nefinančních podniků vyšší než 90 % HDP. Mohlo by se zdát, že zde existuje nevyužitý prostor pro fiskální stimul mezi 60% poměrem vládního dluhu k HDP (což odpovídá maximální toleranci dle maastrichtského fiskálního kritéria) a zhruba 90% poměrem dluhu uvedeným výše. Ale není tomu tak úplně. I při výši dluhu odpovídající 60–70 % HDP dochází k tomu, že se dlouhodobý fiskální multiplikátor převrací do záporných hodnot, což např. ve své práci empiricky prokázali Ilzetzki, Mendoza a Végh (2010). I z výše uvedených důvodů by tak bylo

³ Dle MMF.

vhodné, kdyby se v období normalizace hospodářských politik zvýšila koordinace měnové, fiskální a případně makrobezpečnostní politiky. Je však otázkou, kdy k tomu může dojít, neboť ani 10 let po finanční krizi nedošlo k normalizaci měnové politiky v eurozóně.

Jednou věcí jsou přímé podpory a druhou pak poskytnuté záruky (Graf 4). Jak již bylo zmíněno, čísla jsou zatím předběžná a výše jednotlivých položek se může ještě výrazně navýšit. Dalším rizikem pro veřejné rozpočty jsou poskytnuté záruky především za úvěry, které mnohonásobně převyšují přímou podporu. Dojde-li k selhání firem, pak bude muset stát tyto záruky uhradit. Riziko je zde o to větší, že zadluženost podniků celosvětově roste. Oproti krizi v letech 2007–2009 vzrostla dle MMF o zhruba 50 %.

Netradiční vládní stimul se zaměřením na budoucí stabilitu zvolilo Japonsko a mnoho zemí by se mohlo inspirovat. Většina zemí volí obecný postup, kdy nejpoužívanějším krokem je krátkodobá podpora ve smyslu „aby se to nějak přežilo, než se to zase rozjede“. Na druhou stranu se téměř nehovoří o tom, že lze současnou situaci využít k dalšímu pokroku. Fiskální stimul může být zejména na investice. Pozastavenou výrobu a zaměstnance bez klasických pracovních úkonů lze využít efektivně pro rozvoj, nasazení nových technologií, a tudíž zvýšení produktivity v budoucnu. Investiční dotace se rovněž společnosti v dlouhém období skutečně vrátí, zatímco finance na provozní náklady budou navždy ztraceny. Fiskální stimul by mohl pomoci s kreativní destrukcí a napomoci dalšímu rozvoji. Japonsko dá firmám peníze na to, aby svoji produkci přenesli z Číny zpátky do Japonska⁴. Jde jednak o strategický krok, jednak o investiční stimul. V Evropě by zásadní strukturální změna ekonomik mohla být potenciálně realizována v rámci iniciativy Evropské komise nazvané „Green Deal“, který vznikl na konci roku 2019.

Fiskální politika má mnoho možností podpory, nejefektivnější je dle empirických studií podpora investic. Z neoknesiánského pohledu, který je v moderní ekonomii nejrozšířenějším proudem a fiskální stimuly podporuje, lze efektivitu takovýchto stimulů kvantifikovat pomocí vládního multiplikátoru. Gechert (2015) zkoumal 104 empirických studií, které multiplikátor odhadovaly. Došel k závěru, že vládní výdaje (public spending) mají hodnotu multiplikátoru asi 1, což je o 0,3 až 0,4 jednotky více, než kolik mají daně a transfery. Nejvyššího multiplikátoru dosahují vládní investice (o 0,5 vyššího než vládní spotřeba). Gechert a Rannenberg (2018) se zaměřili na multiplikátory v dobách krize a zjistili, že právě tehdy jsou obecně multiplikátory ještě efektivnější, tedy krom těch daňových. Podíváme-li se na strukturu aktuálně plánovaných výdajů veřejných financí, pak naprostá většina je typu vládních výdajů a dále transferů a daní. Z pohledu empirické evidence tak mohou být veřejné finance využity mnohem efektivněji. Tuto evidenci ignoruje v aktuální studii i naprostá většina z 1000 ekonomických expertů, kteří za nejefektivnější pomoc považují pomoc s likviditou a dočasné odložení daňových povinností (Boumans a kol., 2020).

Přehled opatření ve vybraných evropských a světových ekonomikách

Německo: V polovině března vláda představila rozsáhlý balíček opatření na ochranu pracovních míst a na podporu firem. Jeho hlavním cílem je zajistit podnikům dostatečnou likviditu. Vláda deklarovala, že na řešení krize je dostatečné množství prostředků, a že je připravena je použít. V současnosti se dodatečné vládní výdaje v souvislosti s Covid-19 odhadují na úrovni 104,5 mld. EUR, tj. 3 % HDP (bez vládních garancí) a propad příjmů pak ve výši 49,3 mld. EUR, tj. 1,4 % HDP. Na podporu zaměstnanosti byla zavedena státem dotovaná zkrácená pracovní doba tzv. Kurzarbeit, příspěvky na pokrytí zkrácených úvazků agenturními zaměstnanci a další sociální příspěvky s tím související (odhadovaný dopad cca 11 mld. EUR). Ohledně Kurzarbeit je Německo evropským průkopníkem a další státy jej následují. U zajištění likvidity pro firmy se vláda záměrně rozhodla nestanovit žádné limity pro objem těchto opatření. Stávající programy státem vlastněné rozvojové banky (KfW) na pomoc s likviditou jsou rozšířeny, aby firmám usnadnily přístup k levným půjčkám. To může mobilizovat velké množství úvěrů i od komerčních bank. Jenom odhady na refinancování garantovaných půjček od KfW se blíží 100 mld. EUR. Celková hodnota nepodmíněných závazků (tzv. contingent liabilities) se pak odhaduje na 1,2 bilion EUR.

Francie: Vláda představila v polovině března obecný plán opatření na zmírnění dopadu epidemie. Většina z nich již byla zavedena. V současnosti se dodatečné vládní výdaje v souvislosti s COVID-19 odhadují na úrovni 67 mld. EUR, tj. 3 % HDP. Vláda podporuje zaměstnanost formou zkrácených úvazků v podnicích, což má odhadovaný dopad na veřejné finance ve výši 35 mld. EUR. Na podporu podnikatelů byl zřízen tzv. Solidarity Fund s alokací 8 mld. EUR. Stát má v plánu poskytnout státní záruky ve výši 300 mld. EUR za bankovní úvěry podnikům. Vláda deklarovala i možnost znárodnění velkých společností, které by se dostaly do problémů v důsledku COVID-19.

Velká Británie: Britská vláda oznámila fiskální balíček ve výši 401,5 mld. GBP. Jedná se o náklady na opatření zaváděná postupně od března na podporu podniků, sociální péče, veřejných služeb a zdravotnictví, podporu zaměstnanosti a předcházení propouštění. Vláda také schválila odložení plateb DPH a navíc na 12 měsíců odpouští některé daně zejména v sektoru volného času a turismu. Pro zasažené podniky jsou k dispozici dále státní půjčky a garance ve výši 330 mld. GBP. Podpora zaměstnanosti spočívá v placení až 80 % mzdy do výše 2500 GBP a na 80 % výdělku mají nárok i OSVČ. Vedle domácí podpory dala britská vláda k dispozici 150 mil. GBP na mezinárodní reakci proti koronaviru do fondu pro zajištění a pomoc při katastrofách (IMF's Catastrophe Containment and Relief Trust).

⁴ <https://www.scmp.com/news/asia/east-asia/article/3079126/japan-pay-firms-leave-china-relocate-production-elsewhere-part>

Itálie: Italská vláda připravila dekret s názvem „Cura Italia“, který má tedy za cíl „uzdravit Itálii“, a to jak po stránce zdravotní, tak hospodářské. Byly schváleny dva záchranné balíčky v objemu 75 mld. EUR, tj. 4,3 % HDP. Mezi hlavní hospodářská opatření patří možnost zaměstnavatelů, kteří v době epidemie pozastavili, nebo snížili svou ekonomickou aktivitu, požádat o příspěvek na zaměstnance. Rovněž se poskytuje měsíční příspěvek samostatně výdělečně činným osobám, a to ve výši 600 eur pro vybrané profese (např. pro sezónní pracovníky v turistickém sektoru, zemědělství nebo pro divadelní zaměstnance). Vznikl nový fond, který poskytuje příspěvky v hmotné nouzi i dalším profesím. Rovněž je odložena povinnost odvádět daně a sociální příspěvky za zaměstnance. Státní záruky jsou poskytovány na bankovní úvěry pro malé a střední podniky. Celková hodnota podmíněných závazků se aktuálně odhaduje na 380 mld. EUR.

Španělsko: Vláda zavedla zvláštní sociální dávku pro pracovníky ve firmách, které byly nuceny zrušit či omezit svoje aktivity v důsledku vyhlášení mimořádného stavu. Pro nemocné koronavirem zvýšila nemocenskou dávku a její délku. Navýšila rovněž výdaje ve zdravotnictví a snížila odvod sociálního pojištění pro zaměstnavatele. Dále posunula o šest měsíců splatnost daně z příjmů a daně z přidané hodnoty živnostníkům a malým a středním podnikům. Byla navýšena dávka v nezaměstnanosti pro propuštěné pracovníky v souvislosti s mimořádnými opatřeními proti šíření COVID-19. V současnosti se tak dodatečné vládní výdaje odhadují na úrovni 26,9 mld. EUR., tj. 2,2 % HDP.

USA: Kongres schválil nouzový výdajový zákon ve výši 8,3 mld. USD a další, který má podle odhadů hodnotu 108 mld. USD. Zákon CARES (Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act) bude mít celkové náklady kolem 2 bil. USD (9 % HDP) a jeho cílem je podpora jak jednotlivců, tak podniků. Současně vláda odkládá splátky úvěrů, daní pro podniky i jednotlivce. Některé daně jsou odloženy nejen o pár měsíců, ale až na 2022 a podniky si mohou daně i snížit. Na mezinárodní pomoc dají USA téměř 50 mld. USD.

Jak těžká může být fiskální náhoda COVIDem-19?

Efektů způsobené reakcí autorit na pandemii budou mít na většinu ekonomik dlouhodobě viditelné negativní následky. K jejich ilustraci lze použít následující příklad. Předpokládejme, že sledujeme dvě hypotetické ekonomiky. První je země s relativně uspokojivou minulou fiskální disciplínou, kde její výchozí zadlužení je rovno úrovni 60 % dluhu k HDP (maximální možné dluhové zatížení dle maastrichtského dluhového kritéria). Druhou je pak země o poznání méně fiskálně uvědomělá, jejíž zadlužení před rozšířením koronavirové nákazy bylo 90 % k HDP. Pro obě země předpokládáme následující efekty vyvolané pandemií.

HDP: Meziroční pokles nominálního HDP bude v prvním roce ve výši 10 %, v dalším roce dojde k meziročnímu 5% růstu a následně se ekonomika postupně vrátí k dlouhodobému 2% růstu HDP.

Inflace: Předpokládáme, že mohou nastat dvě situace, a to že pandemický šok vyvolá (i) stagflační vývoj nebo (ii) pokles HDP bude doprovázen poklesem inflačních tlaků a následně se podaří centrální bance (v obou variantách) stabilizovat inflaci kolem svého 2% inflačního cíle, což odráží předpoklad úspěšně vykonávané měnové politiky.

Primární bilance: Její výše bude v prvních letech výrazně deficitní a postupně, s rozdílným konsolidačním úsilím, se stabilizuje kolem relativně akceptovatelných hodnot deficitů veřejných financí na úrovni maxima maastrichtského kritéria deficitu vládního dluhu (3 % HDP).

Reálná úroková míra⁵: Její výše bude odvislá od výše zadlužení. Pokud bude dluhová zátěž do výše 110 % HDP, pak nepředpokládáme dodatečnou penalizaci finančních trhů. Při vyšším zadlužení (nad 110 % HDP) již bude znát, že výpůjčky na finančních trzích jsou pro danou fiskální autoritu nákladnější. Její hodnota je uvažována v rozmezí od -1 do 1 % a určuje zde primárně náklady na obsluhu dluhu. Parametry vývoje našich dvou hypotetických ekonomik jsou sumarizovány v Tabulce 1.

Jednoduchý učebnicový vztah⁶ nám pomůže ilustrovat trajektorie dluhu (D1 až D10) a signalizovat, jak málo stačí k plíživé destabilizaci ekonomiky v delším horizontu (Grafy 6 a 7).

$$\frac{B_t - B_{t-1}}{Y_t - Y_{t-1}} = \frac{(r_t - g_t)}{RG} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{E_t - T_t}{Y_t}$$

Δ dluhu *diferenciál* *primární bilance*
 úrokové náklady dluhu

⁵ Pro diskusi fenoménu rovnovážných reálných úrokových sazeb viz Benecká a kol. (2017).

⁶ Pro popis pokročilejšího přístupu udržitelnosti veřejných financí viz Komárková a kol. (2013).

Tabulka 1 – Varianty předpokladů o vývoji hypotetické ekonomiky

(v %)			
Dluhová trajektorie	Počáteční zadlužení	Reálná sazba (r)	Primární bilance (PB)
D1	90	-1	3
D2	90	0	3
D3	90	1	3
D4	90	-1	1
D5	90	0	1
D6	60	-1	3
D7	60	0	3
D8	60	1	3
D9	60	-1	1
D10	60	2	1

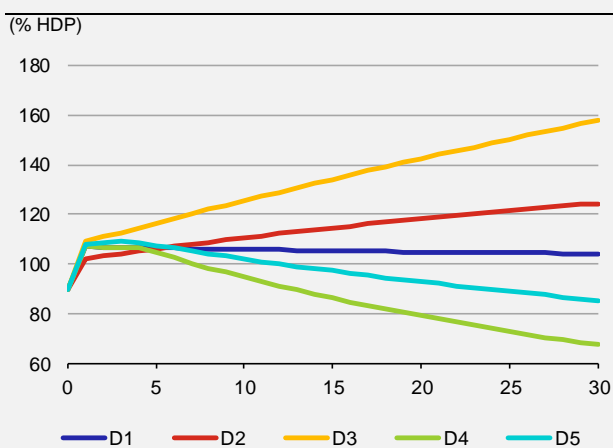
Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: v procentech, PB=E-T, tj. kladné číslo vyjadřuje deficit

Z rovnice je patrné, že výše dluhu v poměru k HDP a jeho změna (tzv. dluhová dynamika) závisí na výchozí výši dluhu (B), reálné úrokové míře (r), růstu reálného produktu (g) a fiskální politice promítající se ve výsledném saldu primární bilance v poměru k HDP ($PB=(E-T_1)/Y_t$). Hodnota salda primární bilance vyjadřuje (po očištění od nákladů dluhové služby), zda byl vládní rozpočet sestaven s přebytkem ($PB<0$) či deficitem ($PB>0$). Pro dluhovou dynamiku je klíčový tzv. RG diferenciál ($RG=r-g$). Za předpokladu vyrovnaného rozpočtu ($PB=0$) platí, že je-li (r) dlouhodobě nižší než (g), dluh v poměru k HDP se snižuje a konverguje k udržitelné úrovni. Tato situace je označována za stabilní dluhovou dynamiku. Naopak v případě dlouhodobě vyššího (r) než (g) výše dluhu diverguje od udržitelné úrovně. V extrémních případech, při dlouhodobém trvání kladného RG diferenciálu nebo jeho skokovém nárůstu, může dojít až k explozi dluhové dynamiky. Pro případné přizpůsobení fiskální politiky je klíčovou proměnnou primární bilance, která odráží to, zda fiskální politika působí na zpomalení nebo zrychlení ekonomiky.

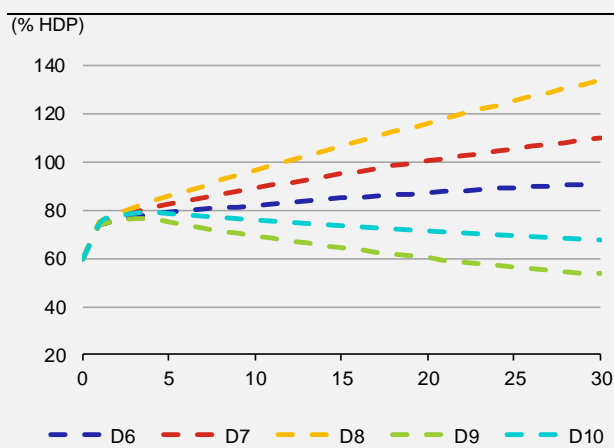
Pro stabilizaci výše dluhu k HDP musí být vykázován přebytek primární bilance ve výši úrokových nákladů obsluhy dluhu. V případě vykázání deficitu primární bilance je dluh udržitelný za podmínky $r<g$.⁷ Tuto podmínku však nelze chápat ve smyslu optimálního fiskálního pravidla, neboť z podstaty své konstrukce má procyklický charakter, což je v rozporu s tradičním úsilím o úlohu fiskální (ale i monetární) politiky. Jestliže již je dluh na hranici udržitelnosti a vláda prováděním konsolidační fiskální politiky usiluje o snížení dluhu, pak to za podmínky negativního RG diferenciálu ($r<g$) znamená nutnost sestavení vyrovnaného rozpočtu. Ve chvíli, kdy se ekonomická výkonnost zhorší a RG diferenciál se vrátí do kladných hodnot, stabilizační úsilí vlády naváže na novou nižší úroveň dluhu.

Graf 6 – Trajektorie poměru nominálního vládního dluhu k HDP hypotetické ekonomiky při počáteční úrovni dluhu 90% k HDP



Zdroj: vlastní výpočty

Graf 7 – Trajektorie poměru nominálního vládního dluhu k HDP hypotetické ekonomiky při počáteční úrovni dluhu 60% k HDP



Zdroj: vlastní výpočty

Výsledky jednoduchých propočtů (Grafy 6 a 7) ukazují, že polovina představených variant vývoje dluhu dosáhne během 30 let úrovně dluhu vyššího než je 100 % HDP, přičemž dluhová trajektorie D3 (2% tempo růstu HDP při 1% reálné úrokové sazbě) ukazuje na konci sledovaného období dokonce téměř 160% výši dluhu k HDP. Tyto dlouhodobé úrovně dluhu by byly ještě mnohem vyšší, pokud bychom příklad naposovali blíže k vývoj u zemí, jejichž současné zadlužení je mnohem vyšší, než námi zvolených 90 % dluhu k HDP. Příkladem je např. Itálie, ale v blízké budoucnosti i Francie, Španělsko a rovněž Spojené státy, kde dluh k HDP bude blízký či viditelně vyšší (Itálie) hodnotě 120 % k HDP (Graf 5).

Na průběh dluhové dynamiky má podstatný vliv vzájemné simultánní ovlivňování jednotlivých proměnných (tzv. endogenita). Ta vyplývá ze skutečnosti, že vysoký dluh ovlivňuje zpětně jak dlouhodobé úrokové sazby (které jsou přes tvar výnosové křivky spojeny se sazbami krátkodobými), tak ekonomický růst. Vliv vysokých deficitů na dlouhodobé sazby je nejčastěji vysvětlován v kontextu neoklasické teorie úspor, kdy deficitní hospodaření vlády snižuje míru úspor a zvyšuje agregátní poptávku, což v důsledku vyšší nabídky vládních dluhopisů tlačí na růst úrokových sazeb. V situaci, kdy je vysoký veřejný dluh doprovázen slabým ekonomickým růstem, navíc působí na růst úrokových sazeb nedůvěra trhů ohledně jeho budoucího splácení, která se promítá do vyšší kreditní prémie vládních dluhopisů. V souvislosti s vlivem vysokého dluhu na ekonomický růst ekonomická teorie předpokládá, že v dlouhém období vytlačuje vládní spotřeba soukromé investice, což se odráží ve slabším výkonu ekonomiky.

⁷ Jedná se však o podmínku nutnou, nikoli postačující. Aby byl deficit PB udržitelný, musí pro jeho výši platit $-(r-g)*(B/Y) \geq PB$.

Uvedené simulace naznačují silné propojení vývoje reálné ekonomiky a situace na finančních trzích. Ze simulací lze vysledovat, že i relativně pozitivní vývoj v oblasti reálné ekonomiky v pokoronavirové době může být v delším časovém horizontu zastíněn vývojem situace na finančních trzích (výše reálné efektivní sazby), a tak celkově hodnocen jako zřetelně neuspokojivý. Výše uvedené trendy totiž vychází na povrch až v delším časovém horizontu, než je obvyklý horizont měnové politiky (horizont nejúčinnější transmise) i fiskální politiky (volební cyklus).

Závěr

Hodnotit v tuto chvíli efektivitu a smysluplnost vynaložených nákladů je takřka nemožné. Zda je kritika, že v reakci na pandemii došlo k příliš velké preferenci zdravotních hledisek (tvrdá karanténní opatření) nad pohledem ekonomickým (podstatná ztráta výstupu) opodstatněná, ukáže až čas a bližší porozumění současnému viru. Současně je nemožné vyčíslit, jaké by byly dopady, kdyby žádná karanténní omezení nikdy nebyla zavedena. Vlády jako vojevůdci musí dělat rychlá rozhodnutí na základě nepřesných informací. Článek však upozorňuje na dlouhodobé efekty (podstatně s delším trváním, než je horizont měnové politiky nebo volební cyklus).

Situace je v současné době ztížena tím, že pomyslný fiskální prostor pro stimulaci ekonomiky je u drtivé většiny vyčerpán a řada zemí se dostává svoji úrovní dluhu do „zakázané zóny“. To může vyvolat v blízké budoucnosti obrovský problém, jak obnovit fiskální zdraví a vyřešit hromadící se množství nekvalitních až toxických aktiv v bilancích finančních institucí⁸. Nalezení řešení např. v eurozóně nebude jednoduché, neboť existují na míru velikosti a způsobu podpory různé názory.⁹

Vyčerpanost a zranitelnost ekonomik lze ilustrovat v námi sestaveném jednoduchém modelovém výpočtu, který ukazuje, že pro návrat k původní míře zadlužení povede dlouhá cesta. Možnosti pro její dosažení je buď relativně vysoká míra růstu, nebo velká fiskální odpovědnost. Některé státy mají s fiskální odpovědností dlouhodobě problémy, ale někdo účet za současná fiskální opatření bude muset zaplatit. Nejspíše to dopadne na daňové poplatníky, ať už přes vyšší zdanění, možnou ztrátu úspor ve fondech nebo přes vyšší inflaci.

V zemích eurozóny se začíná diskutovat vznik tzv. „špatné banky“, která by převzala nesplácené úvěry (NPL) z rozvah komerčních bank datované již od finanční krize z roku 2008.¹⁰ Jde o teoreticky známý a vyzkoušený koncept, kdy je vytvořena společnost zpravujících „špatná aktiva“ (Asset Management Company – AMC), na které jsou daná aktiva následně převedena. Cílem je rychle a systémově řešit pomoc problematickým bankám v rámci procesu restrukturalizace dluhů, pokud nákazou NPL nelze již hodnotit jako individuální problém několika bank. Tomuto tématu se budeme podrobněji věnovat v některém z dalších čísel Globálního ekonomického výhledu. Snad to bude diskuse více akademická, než ta, která by odrážela skutečnou nutnou potřebu stabilizace evropského bankovního sektoru.

Zdroje

Baum, A. - Checherita-Westphal, Ch. – Rother, P. (2012): Debt and Growth. New Evidence for the Euro Area. ECB Working Paper No. 1450, July 2012.

Benecká, S., Břizová, P. a Komárek, L. (2017): Fenomén rovnovážných reálných úrokových sazeb – dočasnost nebo trvalost jejich poklesu? Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, leden 2017, s. 13–20.

Bruegel (2020), The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus, <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>

Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., Zampolli, F. (2010): The real effects of debt. BIS Working Papers No. 352.

Checherita-Westphal, Ch. – Rother, P. (2010): The impact of high and growing government debt on economic growth an empirical investigation for the euro area. ECB Working Paper No. 1237, August 2010.

Dorine Boumans, Sebastian Link, Stefan Sauer: COVID-19: The World Economy Needs a Lifeline – But Which One?, EconPol Europe Policy Brief 27, April 2020

Gechert, S. (2015). What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis. Oxford Economic Papers, 67(3), 553-580.

Gechert, S., & Rannenberg, A. (2018). Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis. Journal of Economic Surveys, 32(4), 1160-1182.

Ilzetzki, E. Mendoza, E. G. – Végh, C. A. (2010): How Big (Small?) are Fiscal Multipliers? NBER Working Paper, No. 16479.

IMF (2020), World Economic Outlook, April 2020

IMF (2020), Policy responses to Covid-19, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

⁸ Viz např. Komárek (2017, 2019).

⁹ Nákupy státních dluhopisů, kterými se Evropská centrální banka (ECB) snaží podpořit ekonomiku eurozóny, jsou dle květnového rozhodnutí německého ústavního soudu částečně v rozporu s německou ústavou.

¹⁰ Zde lze nalézt paralelu s obdobným řešením po privatizaci velkých bank, kdy vznikla v České republice Konsolidační banka, s.p.ú. následně transformovaná na Českou konsolidační agenturu.

Komárek, L. (2017): Velikost reakčního prostoru měnové a fiskální politiky v zemích OECD. Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, březen 2017, s. 13–19.

Komárek, L. (2019): S jak těžkou fiskální zátěží směřujeme do základního úrokového tábora? Velikost fiskálního a monetárního prostoru v zemích OECD. Česká národní banka, Globální ekonomický výhled, březen 2019, s. 12–16.

Komárková, Z., Dingová, V. a Komárek, L. (2013): Fiskální udržitelnost a finanční stabilita, Zpráva o finanční stabilitě 2012/2013, p. 134-144.

OECD (2020), Covid action map, <https://oecd.github.io/OECD-covid-action-map/>

Klíčová slova

COVID-19, fiskální politika, finanční krize, zadlužení

JEL Klasifikace

E62, H30, H68

A1. Změna predikcí pro rok 2020

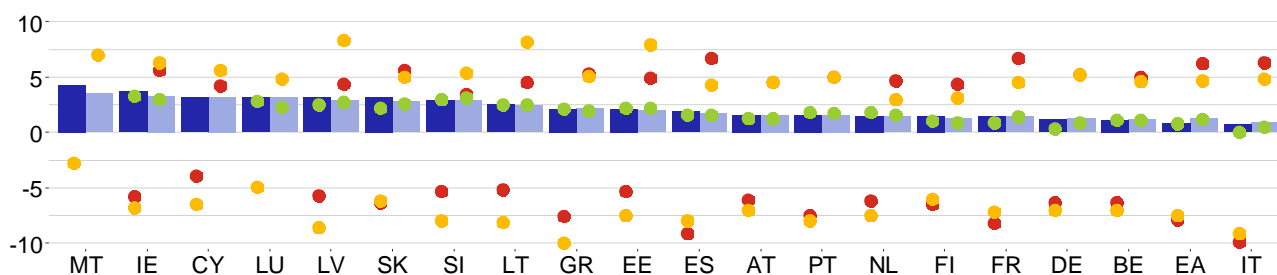
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-2,2	-8,8	-0,3	-0,3	-0,1	-1,2	-0,4	0
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/3 2019/12	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/3 2019/12
US	-1,4	-7,9	-0,1	0	-0,1	-1,7	0	0
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2019/12 2019/9	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2019/12 2019/9
UK	-2,5	-7,9	-0,2	-14,8	0	-0,7	+0,3	-0,9
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/5 2020/1	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/5 2020/1
JP	-2,2	-5,9	-0,4	-4,9	-0,3	-1,1	-0,4	-1,5
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/1	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/1
CN	-0,5	-4,8	-0,8	0	-0,2	+0,6	+0,1	-0,6
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/3	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/3
RU	-4,8	-7,4	-0,4	-2,6	+0,7	-0,4	0	-2,6
	2020/4 2020/3	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/4	2020/4 2020/3	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/4

A2. Změna predikcí pro rok 2021

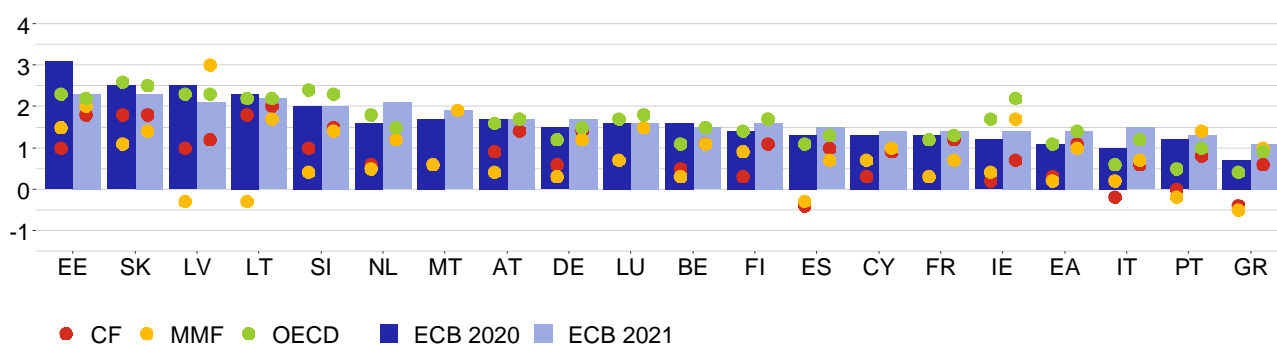
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-2,2	-8,8	-0,3	-0,3	-0,1	-1,2	-0,4	0
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/3 2019/12	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/3 2019/12
US	-1,4	-7,9	-0,1	0	-0,1	-1,7	0	0
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2019/12 2019/9	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2019/12 2019/9
UK	-2,5	-7,9	-0,2	-14,8	0	-0,7	+0,3	-0,9
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/5 2020/1	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/5 2020/1
JP	-2,2	-5,9	-0,4	-4,9	-0,3	-1,1	-0,4	-1,5
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/1	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/1
CN	-0,5	-4,8	-0,8	0	-0,2	+0,6	+0,1	-0,6
	2020/5 2020/4	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/3	2020/5 2020/4	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/3
RU	-4,8	-7,4	-0,4	-2,6	+0,7	-0,4	0	-2,6
	2020/4 2020/3	2020/4 2020/1	2020/3 2019/11	2020/4 2020/4	2020/4 2020/3	2020/4 2019/10	2019/11 2019/5	2020/4 2020/4

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



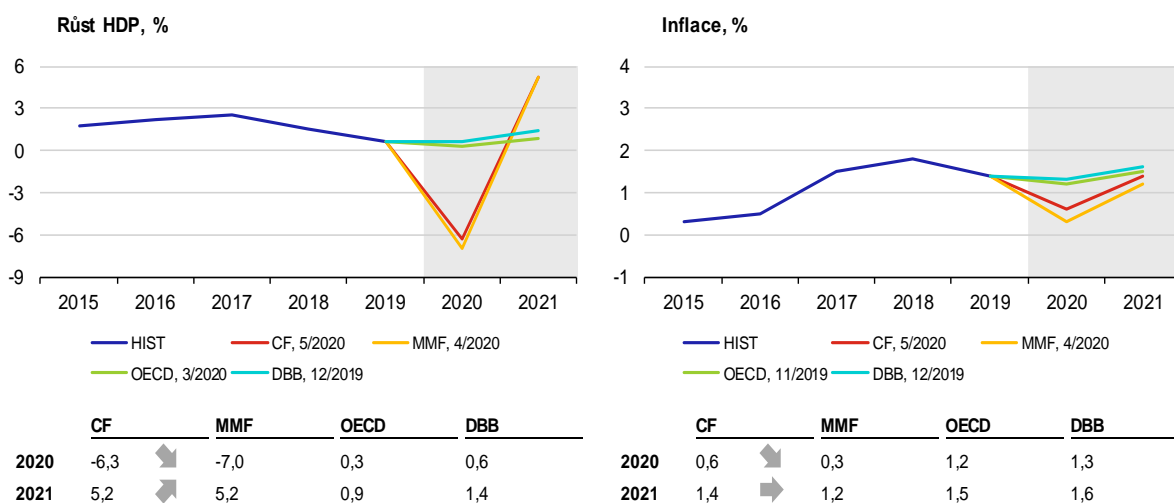
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



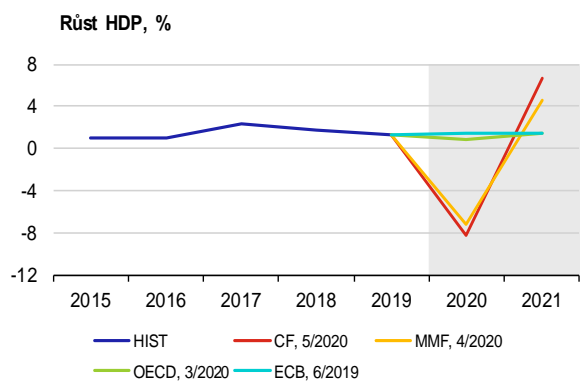
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

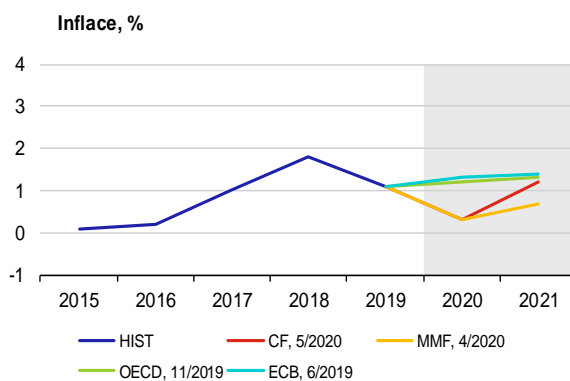
Německo



Francie

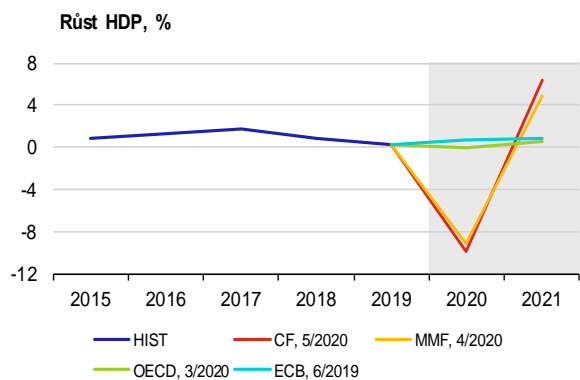


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-8,2	-7,2	0,9	1,4
2021	6,7	4,5	1,4	1,4

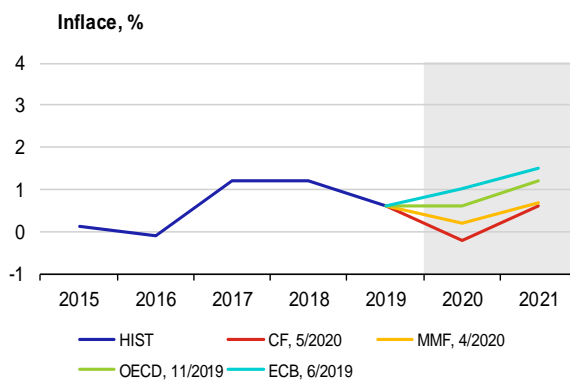


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,3	0,3	1,2	1,3
2021	1,2	0,7	1,3	1,4

Itálie

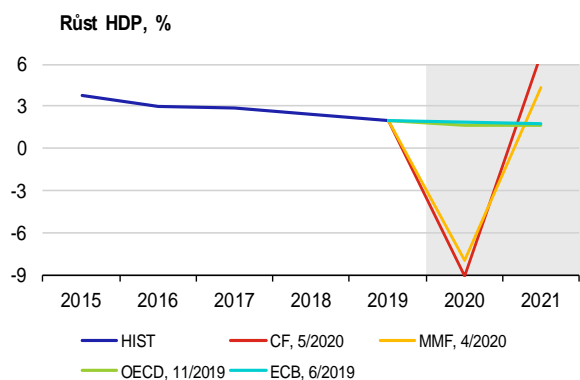


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-9,9	-9,1	0,0	0,7
2021	6,3	4,8	0,5	0,9

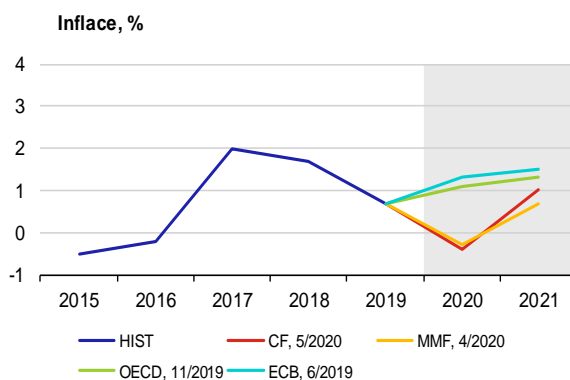


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,2	0,2	0,6	1,0
2021	0,6	0,7	1,2	1,5

Španělsko

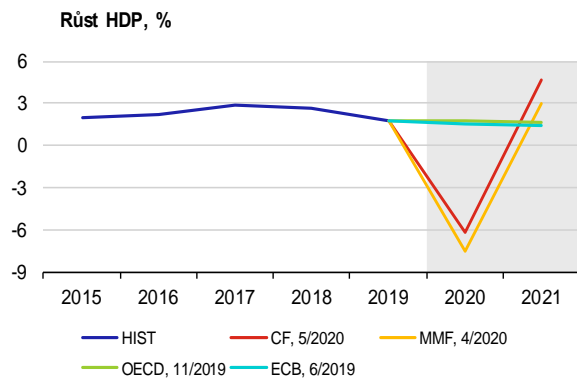


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-9,1	-8,0	1,6	1,9
2021	6,7	4,3	1,6	1,7

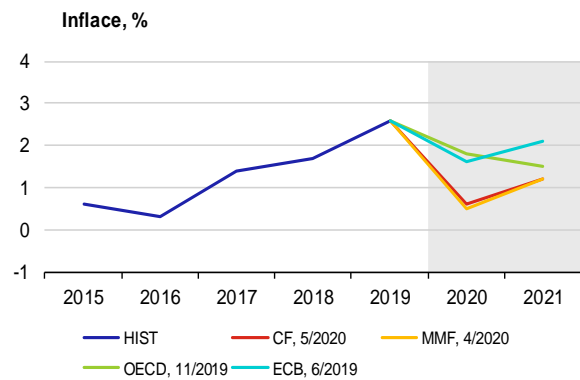


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,4	-0,3	1,1	1,3
2021	1,0	0,7	1,3	1,5

Nizozemsko

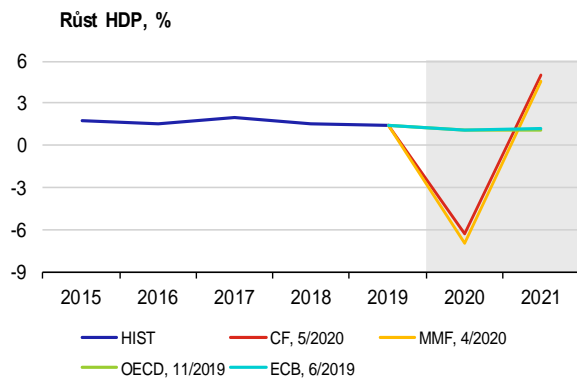


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,2	-7,5	1,8	1,5
2021	4,7	3,0	1,6	1,4

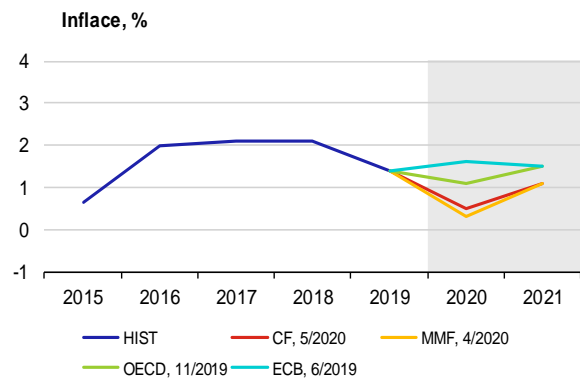


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,6	0,5	1,8	1,6
2021	1,2	1,2	1,5	2,1

Belgie

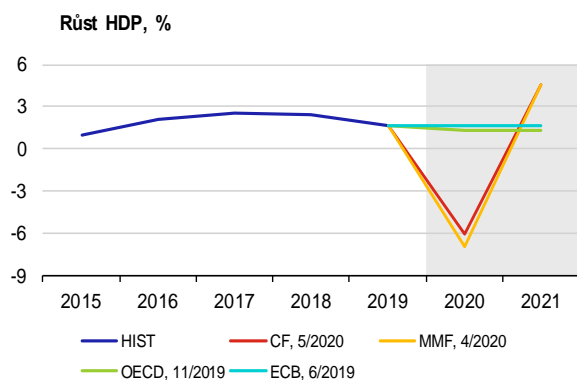


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,3	-7,0	1,1	1,1
2021	5,0	4,6	1,1	1,2

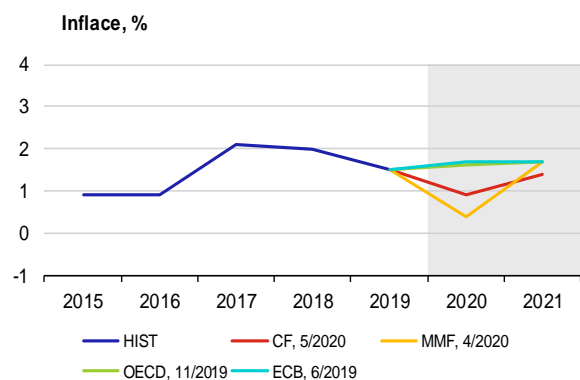


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,5	0,3	1,1	1,6
2021	1,1	1,1	1,5	1,5

Rakousko

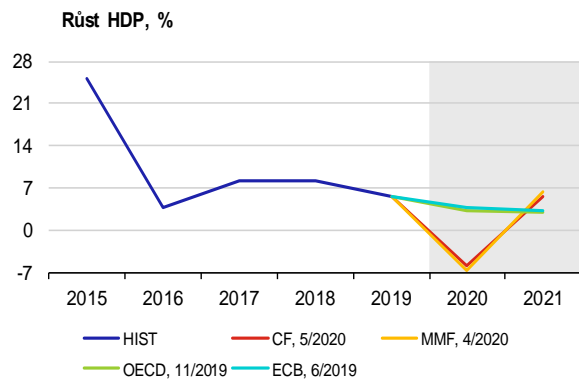


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,1	-7,0	1,3	1,6
2021	4,5	4,5	1,3	1,6

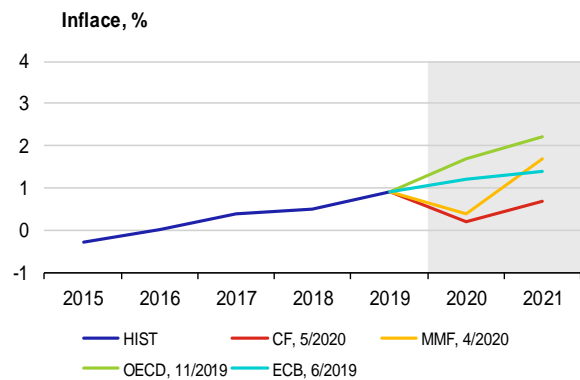


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,9	0,4	1,6	1,7
2021	1,4	1,7	1,7	1,7

Irsko

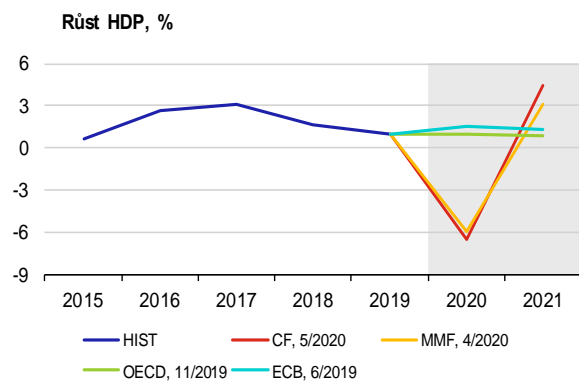


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-5,8	-6,8	3,3	3,7
2021	5,6	6,3	3,0	3,3

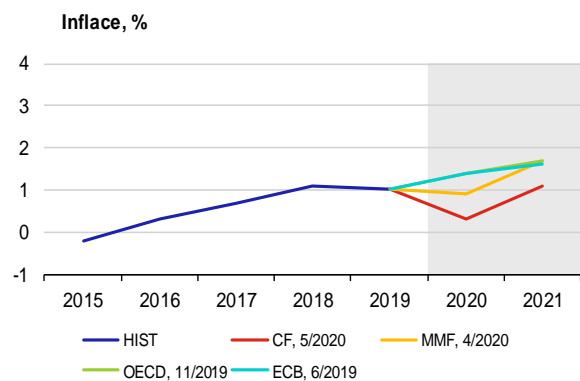


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,2	0,4	1,7	1,2
2021	0,7	1,7	2,2	1,4

Finsko

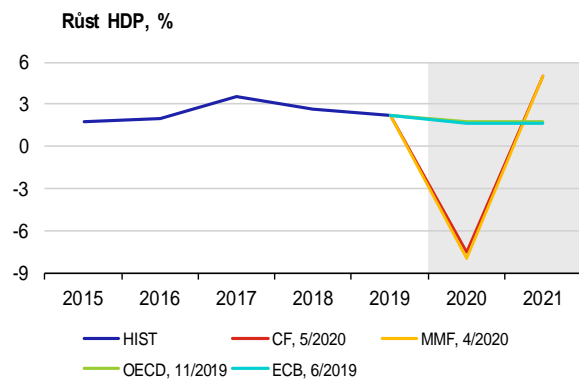


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,5	-6,0	1,0	1,5
2021	4,4	3,1	0,9	1,3

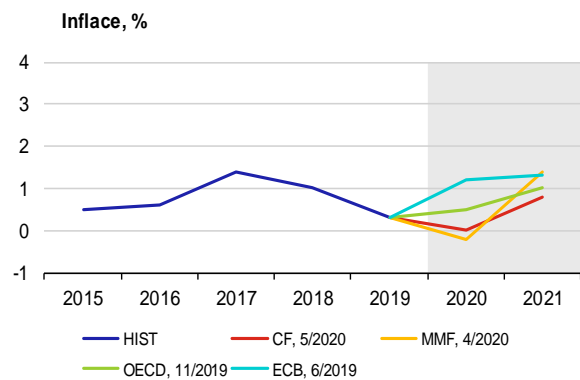


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,3	0,9	1,4	1,4
2021	1,1	1,7	1,7	1,6

Portugalsko

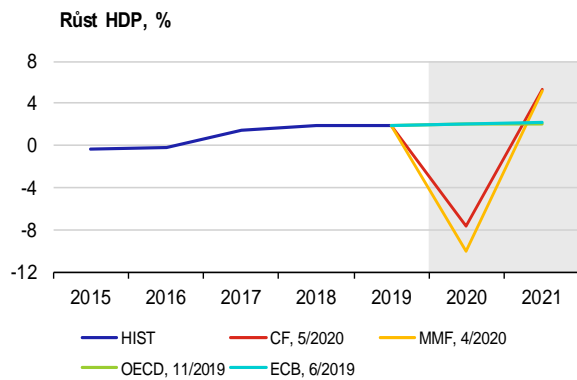


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,5	-8,0	1,8	1,6
2021	5,0	5,0	1,7	1,6

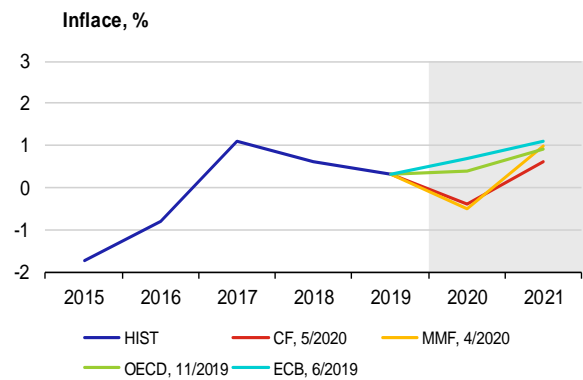


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,0	-0,2	0,5	1,2
2021	0,8	1,4	1,0	1,3

Řecko

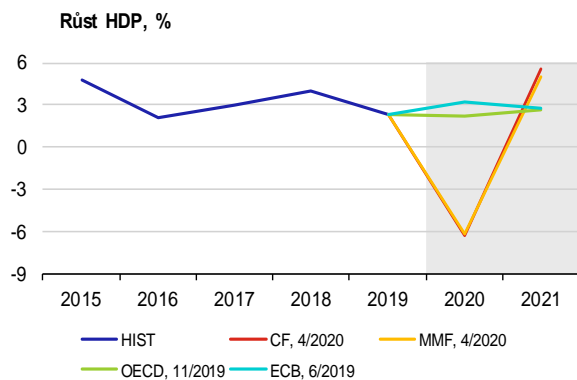


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,6	-10,0	2,1	2,1
2021	5,3	5,1	2,0	2,2

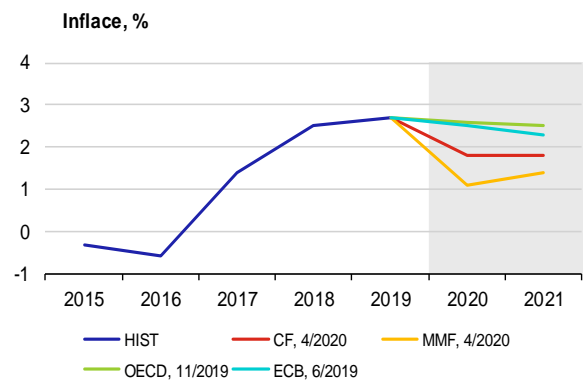


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,4	-0,5	0,4	0,7
2021	0,6	1,0	0,9	1,1

Slovensko

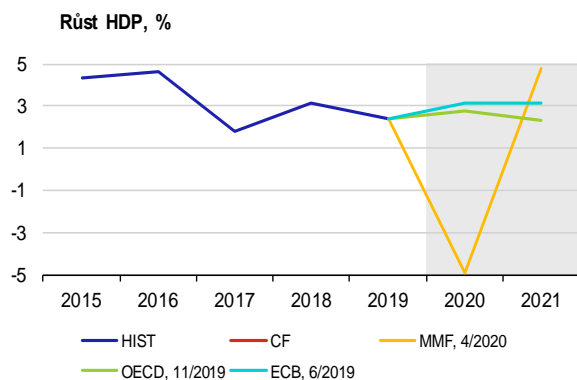


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,3	-6,2	2,2	3,2
2021	5,6	5,0	2,6	2,8

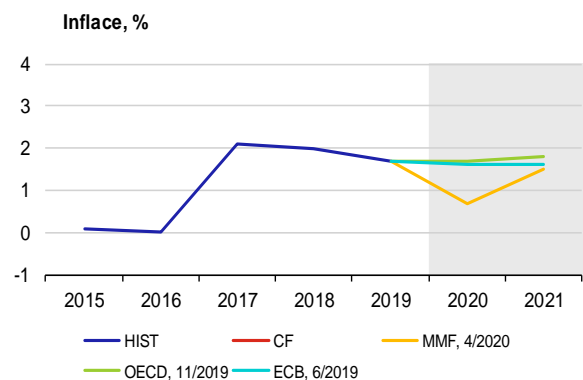


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,8	1,1	2,6	2,5
2021	1,8	1,4	2,5	2,3

Lucembursko

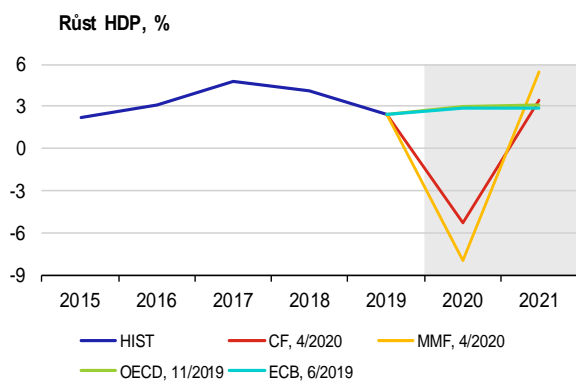


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	-4,9	2,8	3,1
2021	n. a.	4,8	2,3	3,1

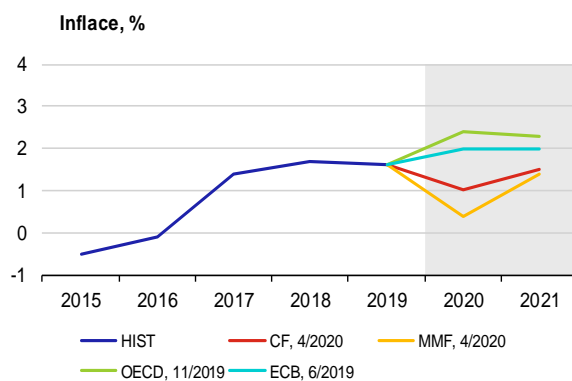


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	0,7	1,7	1,6
2021	n. a.	1,5	1,8	1,6

Slovensko

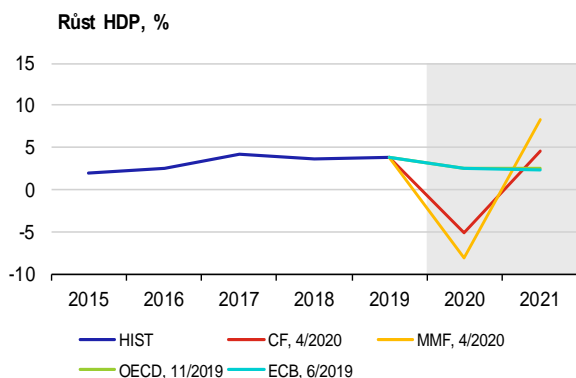


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-5,3	-8,0	3,0	2,9
2021	3,4	5,4	3,1	2,9

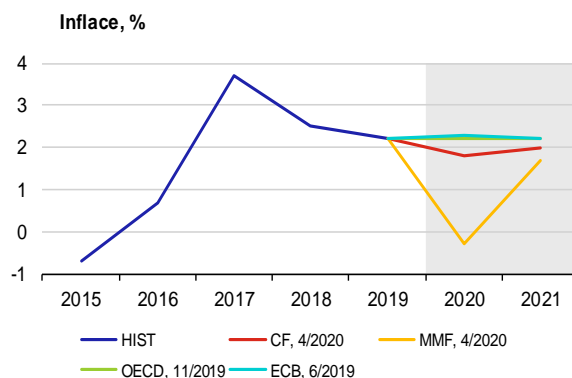


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	0,4	2,4	2,0
2021	1,5	1,4	2,3	2,0

Litva

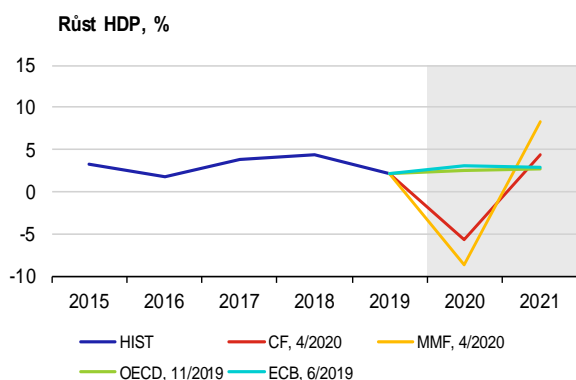


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-5,2	-8,1	2,5	2,5
2021	4,5	8,2	2,5	2,4

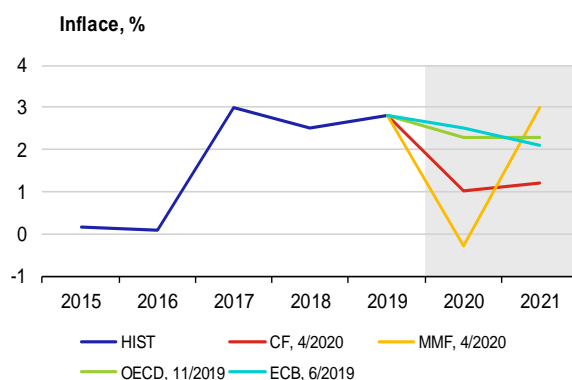


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,8	-0,3	2,2	2,3
2021	2,0	1,7	2,2	2,2

Lotyšsko

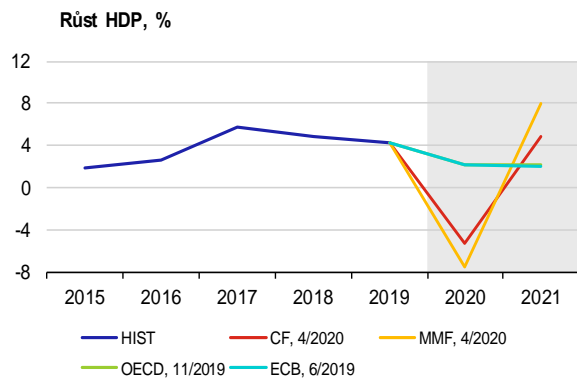


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-5,7	-8,6	2,5	3,1
2021	4,4	8,3	2,7	2,9

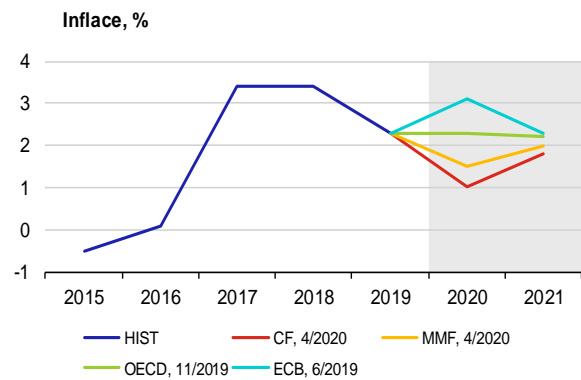


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	-0,3	2,3	2,5
2021	1,2	3,0	2,3	2,1

Estonsko

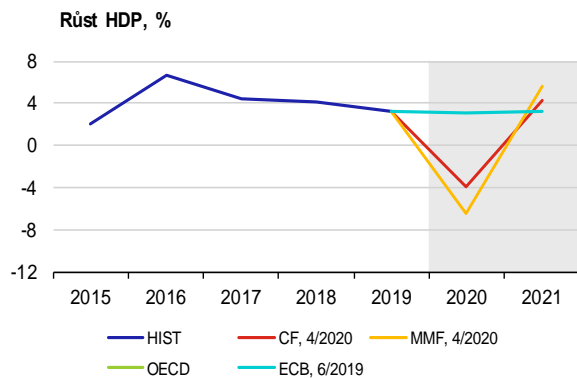


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-5,3	-7,5	2,2	2,1
2021	4,9	7,9	2,2	2,0

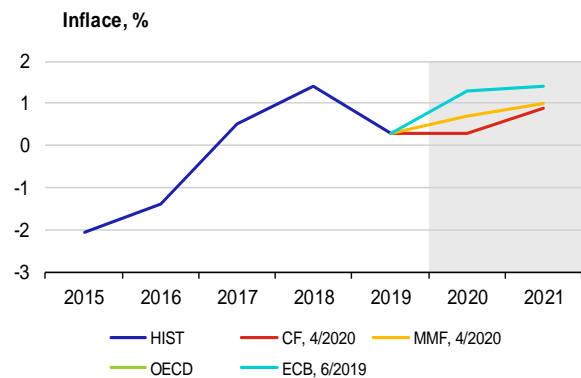


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,0	1,5	2,3	3,1
2021	1,8	2,0	2,2	2,3

Kypr

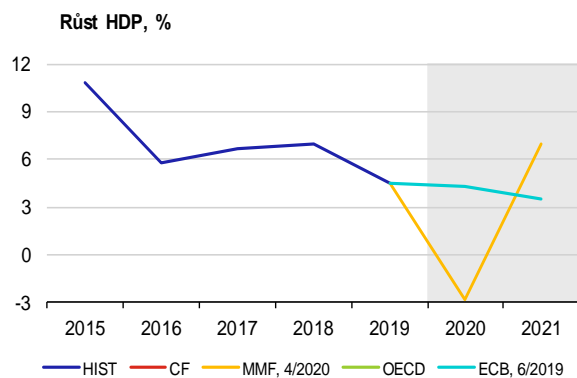


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-3,9	-6,5	n. a.	3,1
2021	4,2	5,6	n. a.	3,2

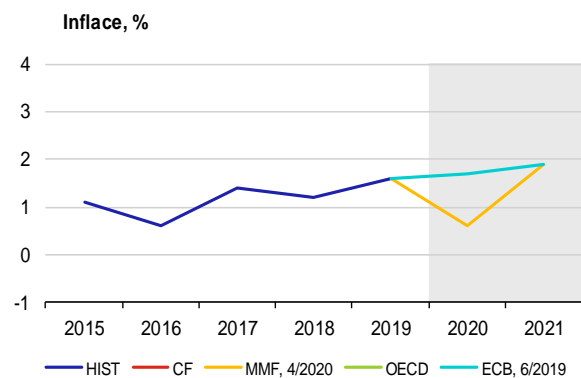


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,3	0,7	n. a.	1,3
2021	0,9	1,0	n. a.	1,4

Malta



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	-2,8	n. a.	4,3
2021	n. a.	7,0	n. a.	3,5



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	0,6	n. a.	1,7
2021	n. a.	1,9	n. a.	1,9

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IEA	International Energy Agency
b	barel	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BE	Belgie	ISM	Institute for Supply Management
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	IT	Itálie
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	JP	Japonsko
CB	centrální banka	JPY	japonský jen
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	Centrální banka Ruské federace	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský žen-min-pi	LV	Lotyšsko
CXN	Caixin	MKT	Markit
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
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	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EE	Estonsko	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
EIU	Economist Intelligence Unit	p. b.	procentní bod
ES	Španělsko	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	PT	Portugalsko
EU	Evropská unie	QE	kvantitativní uvolňování
EUR	euro	RU	Rusko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RUB	ruský rubl
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	SI	Slovinsko
FI	Finsko	SK	Slovensko
FOMC	Federální komise pro volný trh	UK	Spojené království
FR	Francie	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	US	Spojené státy americké
GBP	britská libra	USD	americký dolar
GR	Řecko	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
HDP	hrubý domácí produkt	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research

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