

Globální ekonomický výhled

leden 2021



Předmluva

Vážené čtenářky,
vážení čtenáři,

vstoupili jsme do nového roku s nadějí, že jeho průběh bude lepší, než ten minulý, zásadně poznamenaný virem COVID-19. Předvídat kondici, nejen tu ekonomickou, je obtížné, důkazem toho je minulý rok. K rychlé orientaci ve světovém ekonomickém vývoji přispívá Globální ekonomický výhled, tradiční publikace sekce měnové ČNB.

V tomto zimním čísle, které se Vám právě dostává do rukou, můžete nalézt shrnutí vývoje v ekonomicky nejvýznamnějších částech světa.

Lednové číslo GEVu je mi blízké zaměřením jeho analytické části. Jedním z diskutovaných témat v Evropské unii je totiž vznik národních agentur spravujících problematická aktiva (AMC) a možnost jejich formalizované přeshraniční spolupráce v EU. Jelikož se očekává nárůst podílu úvěrů v selhání v důsledku koronavirové krize, pokládám toto téma za nadmíru aktuální. Ke zřízení AMC, ať pouze na národní nebo na unijní úrovni, jsem ovšem skeptický, s ohledem na historické zkušenosti z ČR i riziko morálního hazardu. Došlo by sice k ozdravení bilancí komerčních finančních institucí, ale za cenu přitížení již tak napjatým veřejným financím v řadě evropských zemí. Přenášení problémů na unijní úroveň navíc také není samospasitelné. Problém špatných úvěrů by měl být řešen v principu jinak než jejich převodem na státem zřízované podniky s konečným ručením daňového poplatníka. Zatímco sjednocování aplikace pravidel hospodářské soutěže v segmentu úvěrů v selhání podporuji, ohledně myšlenky nějaké institucionalizované sítě národních AMC jsem opatrný.

Ať se vám toto lednové číslo líbí.

Marek Mora, viceguvernér ČNB



I. Úvod	3
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	4
II.1 Eurozóna	4
II.2 Spojené státy	6
II.3 Spojené království	7
II.4 Japonsko	7
II.5 Čína	8
II.6 Rusko	8
II.7 Výběr z rozvojových zemí – Turecko	9
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	10
IV. Vývoj na komoditních trzích	11
IV.1 Ropa	11
IV.2 Ostatní komodity	12
V. Zaostřeno na...	13
Sít' národních AMC – příspěvek k řešení dědictví finanční a koronavirové krize?	13
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2021	19
A2. Změna predikcí pro rok 2022	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. Seznam zkratk použitých v GEVU	27

Datum uzávěrky dat

15. ledna 2021

Sběr dat CF

11. ledna 2021

Datum publikace GEVU

22. ledna 2021

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, II.7 Výběr z rozvojových zemí, V. Zaostřeno na...
Soňa Benecká	II.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	II.3 Spojené království
Martin Kábrt	II.4 Japonsko
Martin Motl	II.5 Čína
Oxana Babecká	II.6 Rusko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Přijměte náš srdečný novoroční pozdrav a přání vydařeného roku 2021 a spolu s tím první letošní číslo Globálního ekonomického výhledu. I v průběhu letošního roku Vám budeme přinášet hospodářské výhledy z vybraných rozvinutých a rozvíjejících se zemí a finančních a komoditních trhů, včetně analýz zaostřujících svoji pozornost na aktuální ekonomická témata. Asi všichni si přejme, aby výhledy publikované v tomto roce byly lepší než ty v tom minulém, covidovém roce.

Leden 2021 vejde do učebnic novodobé historie jako měsíc faktického odchodu Spojeného království z EU. Členství této třetí nejsilnější evropské ekonomiky v EU tak skončilo po více než 48 letech a zdoluhavém procesu několikaletého vyjednávání. **Inaugurace J. Bidena**, nastupujícího prezidenta USA, je neméně významnou lednovou událostí. S jeho nástupem do úřadu je mimo jiné spojováno očekávání expanzivnější fiskální podpory. Bidenův plán,

představený zatím jen v základních rysech, počítá s opatřeními v objemu zhruba 1,9 bil. USD. Na nepokoje, spojené s odcházením dosluhujícího prezidenta D. Trumpa, které vedly k již druhému pokusu o jeho impeachment, novodobá historie jen tak nezapomene.

Normalizace měnové politiky není na dohled. Z dosavadních vyjádření klíčových světových centrálních bank vyplývá, že se letos jen stěží dočkáme počátku (u Fedu a BoE opětovné) normalizace měnové politiky, tj. zvýšení

Lednový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2021	4,4 ↗	3,7 ↘	4,4 ↗	4,3 ↘	2,4 ↘	8,3 ↗	3,0 ↗
2022	4,0 ★	3,6 ★	3,4 ★	5,8 ★	2,2 ★	5,4 ★	2,4 ★
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2021	0,9 ↗	1,5 ↘	2,1 ↘	1,5 ↘	-0,1 ↘	1,4 ↘	3,6 ↗
2022	1,3 ★	1,6 ★	2,2 ★	2,0 ★	0,5 ★	2,1 ★	3,8 ★

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

měnověpolitických úrokových sazeb, kterému by mělo předcházet ukončení (u ECB a BoJ nevidaně dlouhého) období nekonvenční měnové politiky.

Lednové výhledy růstu HDP přinášejí další zpřesnění pomyslného pandemického účtu, nově s horizontem až do roku 2022. Výhledy temp růstu ekonomické aktivity vypadají na první pohled velmi optimisticky (mzr. růsty kolem 4 %). Realita je však taková, že možná až v průběhu roku 2022 se ekonomiky dostanou nad předkovidovou úroveň nominálního HDP. Výhledy ekonomické dynamiky jsou lepší než ty prosincové jen pro USA a Čínu, což zřejmě souvisí s rychle započatým procesem očkování. **Lednové výhledy spotřebitelské inflace** jen potvrzují, že cenový růst v příštích dvou letech v řadě vyspělých zemí (stejně jako v minulých letech) nedosáhne pomyslného 2% ideálu. Výjimkou jsou Spojené státy, kde je předpoklad, že se to Fedu opět podaří.

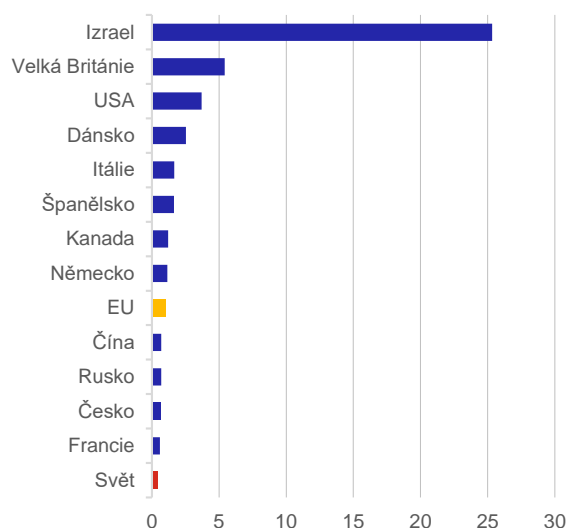
Americký dolar bude dle lednového CF v ročním horizontu oproti libře, jenu, žen-min-pi i rublu mírně oslabovat, vůči euru bude toto oslabení jen nepatrné. **Cena ropy Brent** by dle výhledu CF měla v ročním horizontu vzrůst na 53,9 USD/barel (nejvyšší odhad 65, nejnižší 44 USD/barel). **Výhled tržních sazeb 3M USD LIBOR** je v nepatrných náznacích rostoucí, výhled sazeb 3M EURIBOR je stále velmi pozvolně klesající a setrvává v záporných hodnotách.

Graf aktuálního čísla ukazuje aktuální míru proočkovanosti populace ve vybraných zemích. Unikátní situace je v Izraeli, kde již je proočkována téměř čtvrtina populace. Země současně publikuje data o účinnosti vakcíny, ze kterých předběžně vyplývá, že vakcína zpomaluje i přenos viru, což je výborná zpráva. V mnoha státech Evropy se očkují nejprve rizikové skupiny (starší spoluobčané a zdravotníci) a široká veřejnost přijde na řadu až později. Velká Británie zvažuje očkování větší části populace pouze jednou dávkou, která sice neposkytuje takovou ochranu, ale je možno takto naočkovat větší část populace.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Síť národních AMC – příspěvek k řešení dědictví finanční a koronavirové krize?](#)

Článek poukazuje na riziko, které současná koronakrize přináší pro finanční sektor, a představuje aktuální aktivity v oblasti problematických úvěrů a jejich možné řešení. Jedním z nich jsou AMC, tedy na tržním principu fungující společnosti spravující problematická aktiva. Článek dále připomíná historickou zkušenost, že na řešení dluhových problémů se většinou musely podílet i veřejné finance, neboť jen tržní mechanismy málokdy postačily.

Proočkovanost populace ve vybraných zemích, v %



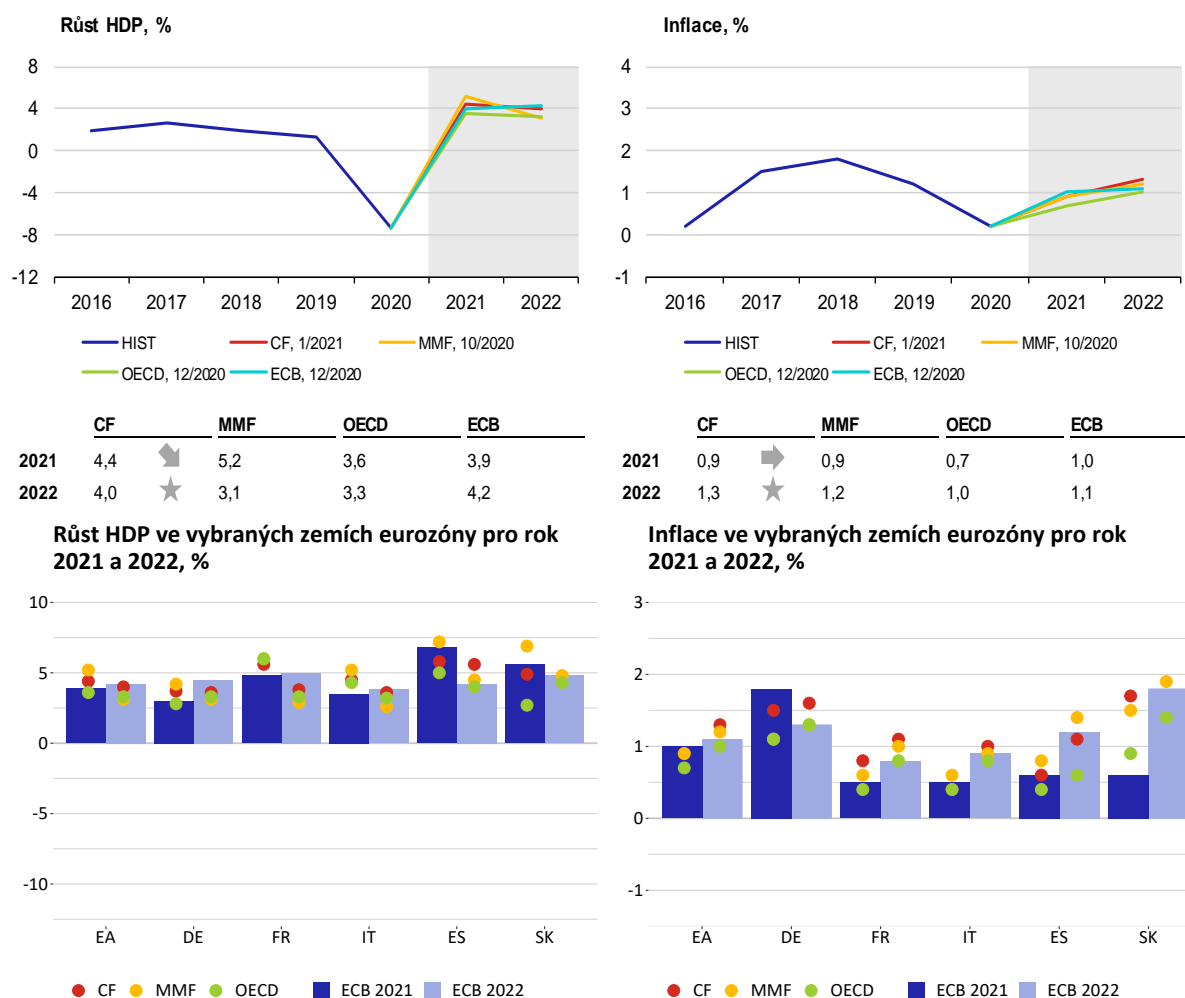
Zdroj: ourworldindata.org

Pozn.: Data dostupná k 15. 1. 2021

II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny byla v závěru minulého roku pod náporom druhé vlny pandemie. Tu se však v mnoha zemích zatím nedaří dostat pod kontrolu, a bude tak doléhat na eurozónu i v letošním roce. Počty nově nakažených se začaly prudce zvyšovat již během října, což pro některé ekonomiky znamenalo větší (Francie) či menší (Německo) uzavírky. Zatímco země s razantnějším přístupem dostaly pandemii pod kontrolu a stihly ještě v prosinci některá opatření uvolnit, Německo muselo opatření zpřísnit a dokonce je prodloužit ještě do prvních měsíců roku 2021. Očekávání oživení eurozóny v prvním čtvrtletí se tak odkládá. Nadějí pro další měsíce je postupný náběh očkovaní, i když po celé Evropě dochází k logistickým potížím a organizačním problémům. Mezi ekonomikami eurozóny jsou šampióny v očkovaní (v přepočtu na počet obyvatel) Itálie a Španělsko, zatímco nástup očkovaní ve Francii je velmi pozvolný.

Do nového roku vstupuje eurozóna s relativně robustním průmyslem, který bude tlumit propad v uzavřených službách. Současné zakolísání ekonomické aktivity tak bude řádově menší než v první vlně pandemie. Odolnost průmyslu naznačovaly již výsledky listopadové průmyslové produkce, která meziměsíčně vzrostla o 2,5 %, a byla tak jen 0,6 % nižší než ve stejném období předchozího roku. Průmyslu se daří relativně rychle vracet k hodnotám před covidovou krizí. I v prosinci se dočkáme kladné dynamiky průmyslu v eurozóně, jak naznačuje předstihový indikátor PMI (v prosinci 55,2). K celkově pozitivnímu vývoji zahraniční poptávky v druhé polovině roku 2020 navíc přispělo předzásobení firem z obav před neřízeným brexitem. Naopak sektor služeb tíží uzavírky, což odráží i PMI ve službách, který byl v posledních třech měsících roku 2020 v pásmu kontrakce. Propad maloobchodních tržeb v eurozóně v listopadu (mzm. -6,1 %) pak táhl vývoj ve Francii a Belgii, kde uzavírky přinesly pokles srovnatelný s první vlnou. Kromě nižších prodejů textilu a oblečení byl také patrný nižší prodej paliv s tím, jak nuceně poklesla mobilita v zasažených zemích. Naopak mírná opatření v Německu se na tržbách obchodníků zásadně nepodepsala. Dosavadní vývoj naznačuje, že propad v posledním čtvrtletí bude mezi velkými



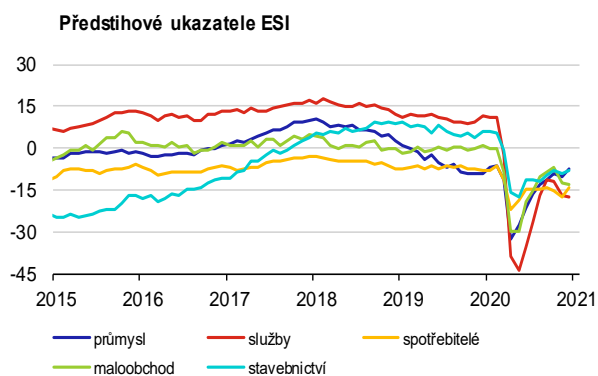
Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

ekonomikami eurozóny nejvýraznější ve Francii, zatímco Německo zůstane v pásmu růstu.

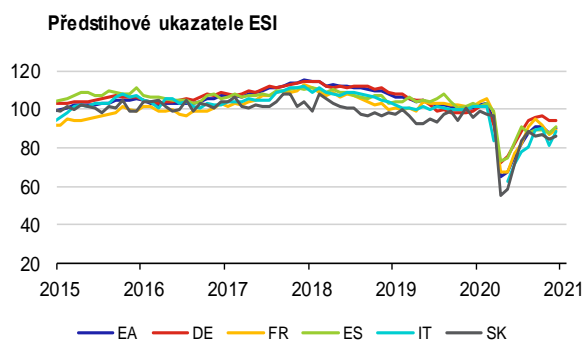
Aktuálně horší vývoj se promítl do nižšího očekávaného oživení růstu eurozóny v roce 2021 (+4,4 %). V roce 2022 pak poroste podle lednového CF eurozóna 4% tempem. V letošním roce nejvýrazněji ožíví Španělsko (+5,8%) a Francie (+5,6%), což jsou ekonomiky s vysokým podílem služeb (např. turismu) na přidané hodnotě. Německo zaznamená růst ve výši 3,6 % při podstatně mírnějším propadu v roce 2020. V roce 2022 francouzská a německá ekonomika vzrostou o méně než 4 %, zatímco ve Španělsku se udrží více než 6% tempo růstu. Lednový výhled CF se tak přiblížil prosincové prognóze ECB, která přece jen očekává poněkud pozvolnější vývoj v tomto roce.

Výhled inflace v eurozóně se zatím nezměnil a nadále předpokládá jen postupné zrychlování. Od září do prosince 2020 zůstávala ekonomika eurozóny v deflaci (-0,3 %), zejména pod vlivem propadu cen energií a cen ostatních průmyslových výrobků. Jádrová inflace se pak drží na úrovni 0,2 %. Inflační očekávání zatím zůstávají relativně stabilní nad 1% hranicí. Podle lednového CF se inflace v eurozóně zvýší z letošních +0,9 % na 1,3 % v roce 2022. Zatímco spotřebitelské ceny porostou v Německu v obou letech více než 1,5% tempem, utlumený cenový vývoj lze očekávat zejména v Itálii. Do vývoje v Německu se promítne nejen očekávané zvýšení DPH, ale i vyšší ceny emisních povolenek.

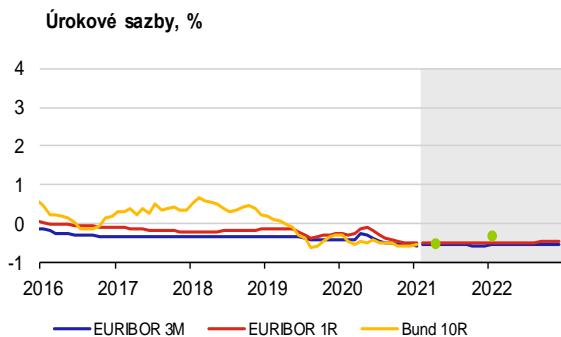
Po prosincovém uvolnění měnové politiky se výhled opatření ECB stabilizoval. ECB podle aktuálních vyjádření počítá s trváním restriktivních opatření do konce prvního čtvrtletí. Podle prezidentky C. Lagardeové by případné pokračování omezování ekonomické aktivity ve druhém čtvrtletí bylo důvodem k obavám. Centrální banka také nebude v tomto roce reagovat na dočasné zvýšení inflace spojené s růstem poptávky ve vybraných odvětvích. Uvolňování restrikcí by totiž mohlo vést k „vyvinutí jisté dynamiky“ cen v odvětví cestovního ruchu či gastronomie.



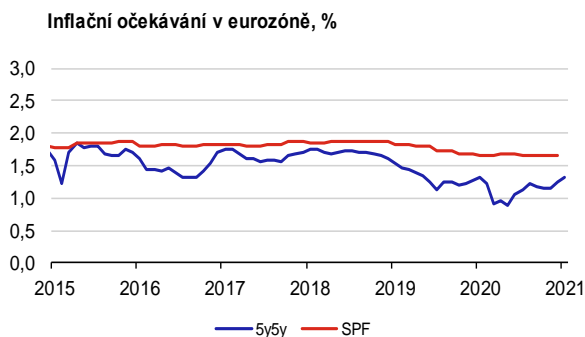
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
10/20	-9,2	-12,1	-15,5	-6,9	-8,3
11/20	-10,1	-17,1	-17,6	-12,7	-9,3
12/20	-7,2	-17,4	-13,9	-13,1	-7,9



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
10/20	91,1	97,0	91,7	89,5	90,2	87,2
11/20	87,7	94,2	87,1	87,5	81,5	84,6
12/20	90,4	94,3	89,2	90,8	88,3	85,8



	12/20	1/21	4/21	1/22
3M EURIBOR	-0,54	-0,55	-0,54	-0,55
1Y EURIBOR	-0,50	-0,51	-0,50	-0,49
10Y Bund	-0,57	-0,53	-0,50	-0,30



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

	5y5y	SPF
11/20	1,16	1,66
12/20	1,25	1,66
1/21	1,31	n.a.

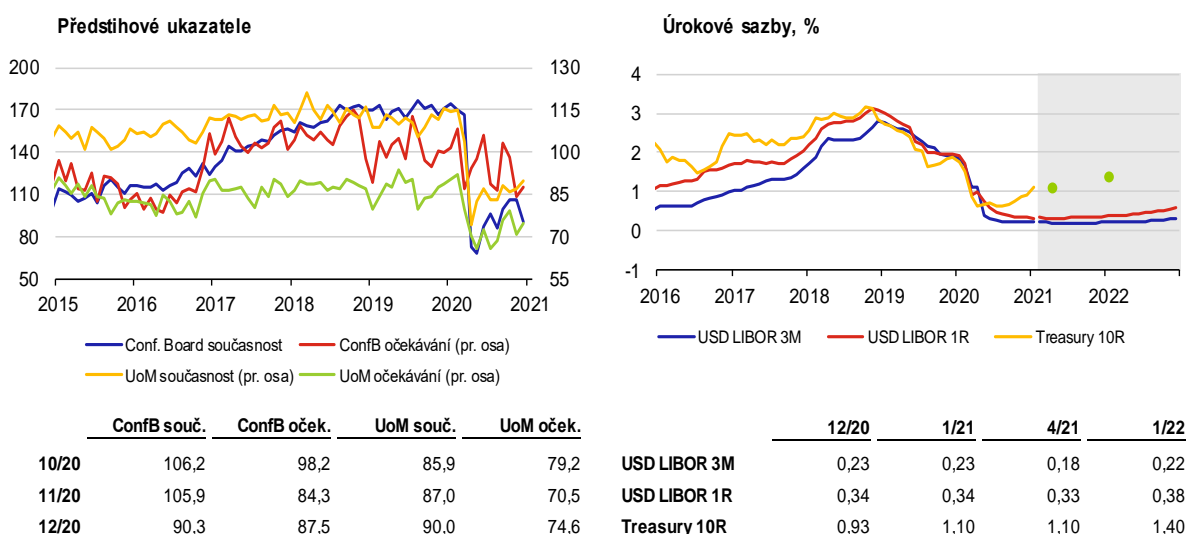
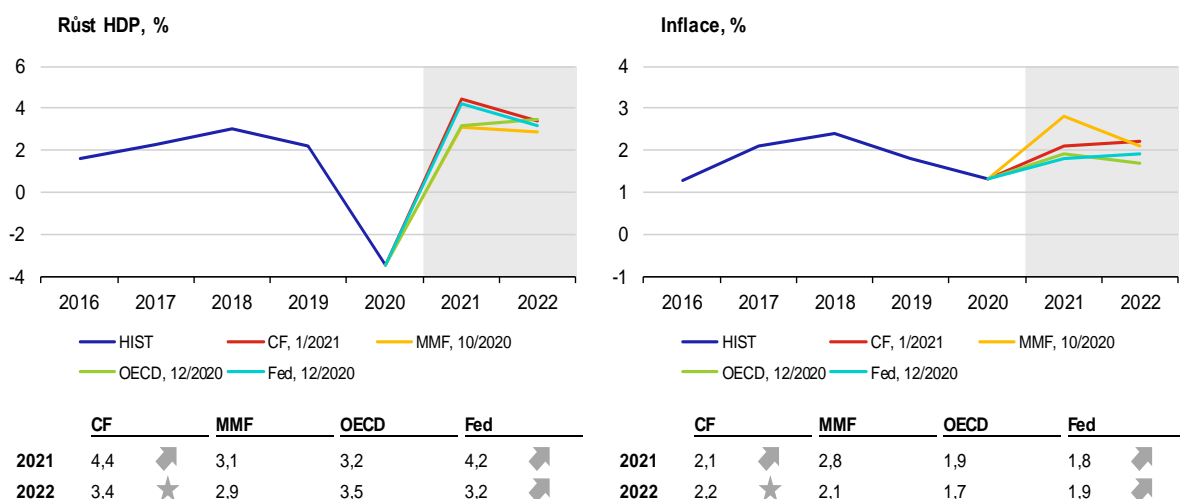
II.2 Spojené státy

Amerikou otřásl útok na Kapitol od příznivců končícího prezidenta D. Trumpa. V čase, kdy docházelo k formálnímu potvrzení výsledků voleb, a tedy i nového prezidenta J. Bidena, vtrhly do sídla kongresu davy příznivců D. Trumpa. Tyto politické události nechávají nejen černou tečku za dosavadním vládnutím, ale také ukazují, jak rozpolcená americká společnost je. To se nejspíše projeví i na výkonnosti ekonomiky a celosvětovém obrazu. Inaugurace J. Bidena je plánována na 20. ledna 2021 a v návaznosti na události v Kapitolu byla vyhlášena bezpečnostní opatření. Prezident D. Trump rovněž ztrácí politickou podporu i mezi vlivnými republikány, neboť Kapitol je pro americkou demokracii velkým symbolem. Dobrou zprávou pro nového demokratického prezidenta J. Bidena je také výsledek voleb do Senátu v Georgii, ve kterém nově mají těsnou většinu právě demokraté.

Dle lednového výhledu CF by letos měla americká ekonomika růst o 4,4 %, což je o 0,4 p. b. více, než byl prosincový odhad. CF také vylepšil odhad růstu HDP pro rok 2020 o 0,1 p. b. na -3,5 %. Nový výhled pro rok 2022 pak předpokládá růst o 3,4 %. Americký Fed byl ve své prosincové prognóze ohledně růstu ekonomiky jak pro rok 2021, tak 2022 o 0,2 p. b. méně optimistický než CF. Prorůstové je zejména schválení fiskálního impulzu ve výši 900 mld. USD. Další stimulus lze očekávat od nového prezidenta.

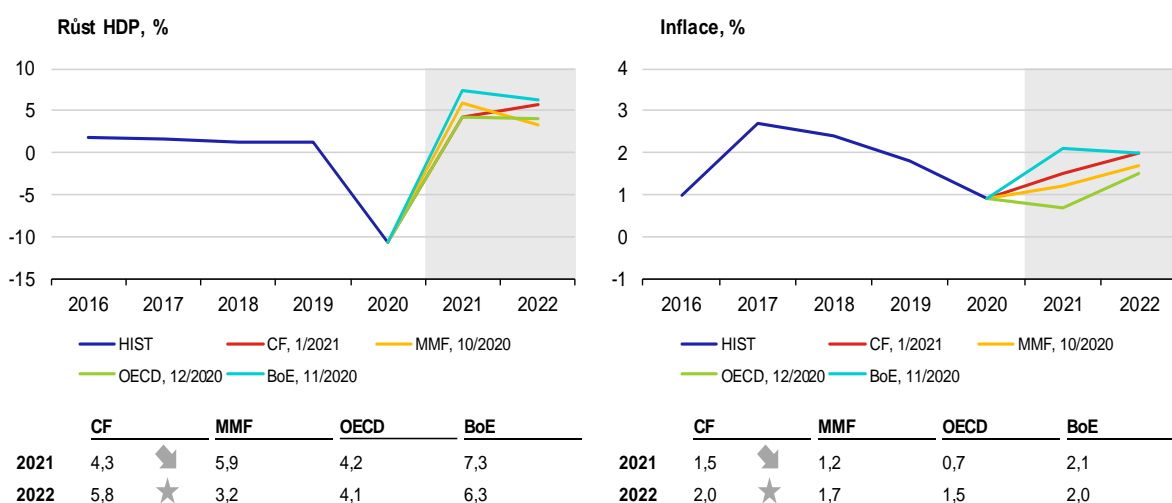
Počty nakažených koronavirem zatím neklesají, USA se však velmi úspěšně pustily do očkování. Vpřehledící indikátory ukazující na stabilní pozitivní náladu, výhled nezaměstnanosti však ukazuje, že ani v následujících dvou letech se americká ekonomika nedostane na čísla z počátku minulého roku.

Inflace v USA dosáhla v prosinci 1,4 % meziročně, což bylo způsobeno zejména růstem cen potravin (3,9 %) a služeb (1,6 %), naopak ceny energií klesly (-7,0 %). Výhled inflace pro tento rok se dle CF posunul o 0,1 p. b. výše na 2,1 % a nový výhled pro rok 2022 pak odhaduje růst spotřebitelských cen o 2,2 %. Odlišný pohled na cenový vývoj má Fed, který ve svém prosincovém výhledu odhaduje letošní inflaci ve výši 1,8 % a pro rok 2022 ve výši 1,9 %.



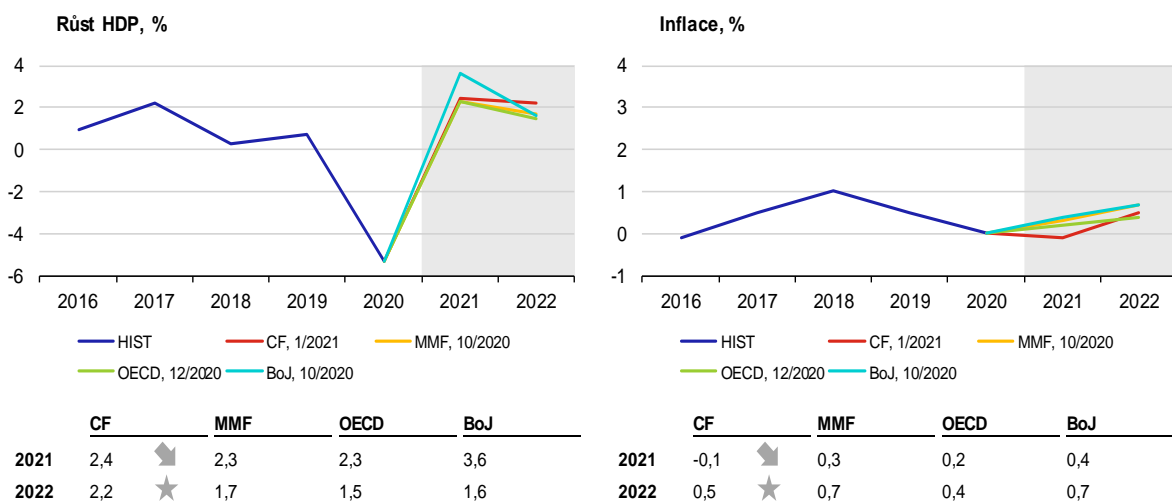
II.3 Spojené království

Hrozba tvrdého brexitu byla na poslední chvíli odvrácena štedrovečerním uzavřením obchodní dohody mezi EU a UK, avšak britskou ekonomiku sužuje zhoršující se situace ohledně šíření koronaviru. Přes pokračující očkování UK zaznamenalo rekordní denní počty nově nakažených a mrtvých od počátku pandemie, což souvisí s šířící se mutací koronaviru. Od 5. 1. byl opět zaveden přísný národní lockdown, který by měl trvat až do poloviny února, přičemž vláda podpoří poškozené firmy jednorázovým příspěvkem 9 000 liber. BoE prozatím ponechala základní úrokovou sazbu (0,1 %) i celkový objem kvantitativního uvolňování (895 mld. liber) beze změn. CF snížil předpověď růstu HDP pro letošní rok o 1 p. b. na 4,3 % a v roce 2022 odhaduje růst na 5,8 %. UK začátkem roku opustilo jednotný trh a celní unii, ale cla ani kvóty díky dohodě zavedeny nebudou. UK dosáhlo svého ve sporné oblasti nastavení hospodářské soutěže i řešení sporů a ustoupilo EU v otázce rybolovu. Kompozitní ukazatel PMI se v prosinci i přes stagnaci sektoru služeb navrátil do pásma expanze na hodnotu 50,4.



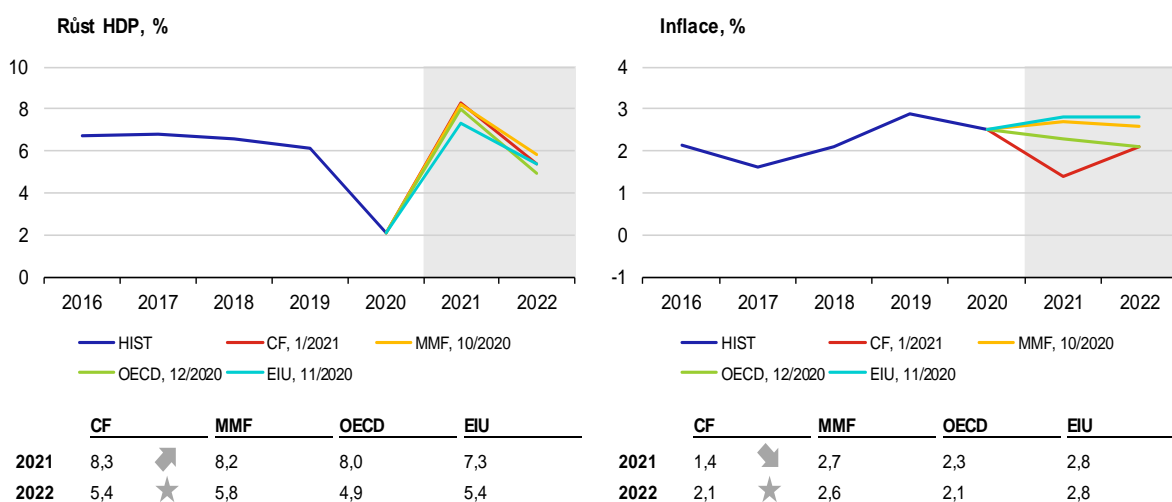
II.4 Japonsko

Závěr roku 2020 v Japonsku přinesl zlepšení sentimentu podniků navzdory nárůstu infekce. Šetření BoJ Tanken ukázalo ve čtvrtém čtvrtletí vyšší než očekávaný růst důvěry firem, zejména ve zpracovatelském průmyslu. Podíl výrobců považujících podnikatelské podmínky za „nepříznivé“ byl sice stále o 10 p. b. vyšší než podíl, který vnímá podmínky jako příznivé, ve třetím čtvrtletí ale rozdíl činil 27 p. b. Lepší sentiment ukazuje i PMI, který v prosinci poprvé od dubna 2019 neukázal zhoršení podmínek v průmyslu. Japonsko přitom čelí nárůstu případů Covid-19, na který v lednu reagovalo relativně mírnými uzavírkami v několika regionech včetně Tokia. V listopadu se prohloubila deflace spotřebitelských cen (-0,9 %). Odezva BoJ v prosinci obsahovala rozšíření nákupů aktiv a programu na podporu úvěrování. BoJ navíc zvažuje další nástroje, výsledky úvah banky by měly být známé v březnu 2021. Stále nepadlo rozhodnutí, jestli se letos uskuteční z loňska odložená olympiáda.



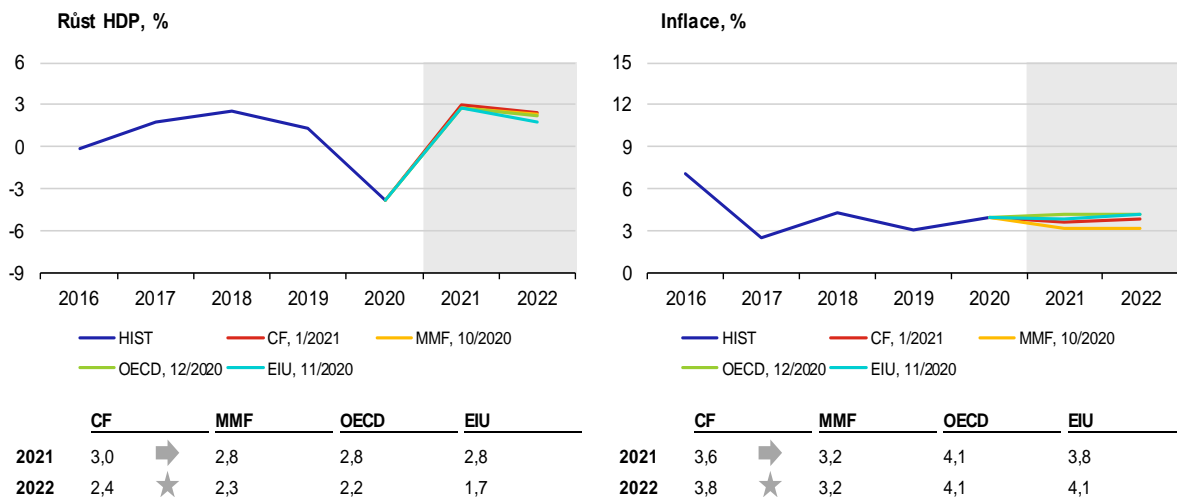
II.5 Čína

Hospodářský růst čínské ekonomiky v letošním roce prudce zrychlí. Hlavní hnací silou růstu bude soukromá spotřeba, která se rychle zotavuje z propadu vyvolaného koronavirou krizí. Kromě úspěšného potlačování šíření koronavirové infekce se ve spotřebě promítá solidní růst v sektoru průmyslu podporovaný mohutnými fiskálními stimuly. I přes nově zvolenou americkou administrativu, vedenou demokraty, bude nejistota ohledně uspořádání obchodních vztahů mezi Čínou a USA pravděpodobně i nadále přetrvávat. Dle lednového výhledu analytiků CF by mělo meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhnout 8,3 % a 5,4 % v roce 2022. Spotřebitelské ceny po listopadovém poklesu naopak v prosinci meziročně mírně vzrostly o 0,2 %. Na začátku letošního roku je rizikem jejich opětovný pokles, odrážející efekt vysoké srovnávací základny z minulého roku, a rostoucí nabídka potravin, zejména vepřového masa. Spotřebitelské ceny v Číně v letošním roce porostou 1,4% tempem, v příštím roce jejich tempo růstu zrychlí na 2,1 %.



II.6 Rusko

Propad ekonomiky se zmírňuje, inflace v závěru roku naopak mírně zrychlila. Snížení HDP ve třetím čtvrtletí loňského roku o 3,4 % meziročně bylo způsobeno především výrazným poklesem spotřeby domácnosti (o 8,4 %), avšak největší propad zaznamenal dovoz – pokles o téměř 20 %. Vývoz klesal 8,5% tempem, v důsledku čehož podíl čistého vývozu na HDP dosáhl 3,8 % a byl o 2,2 p. b. nižší v porovnání se stejným obdobím předchozího roku. V závěru roku 2020 inflace spotřebitelských cen zrychlila na 4,9 %. Byla tažena především zrychlením růstu cen potravin a mírně překonala prosincový výhled CF, který očekával 4,3 %. Jedná se zároveň o nejrychlejší tempo od května 2019. Ke konci letošního roku by se měla inflace vrátit k 4% cíli, nebo zpomalit ještě více. Od roku 2021 Rosstat rozšiřuje počet sledovaných položek zboží a služeb pro výpočet inflace spotřebitelských cen z 520 na 536.

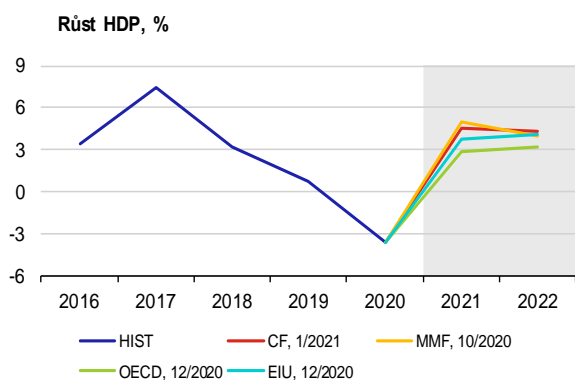


II.7 Výběr z rozvojových zemí – Turecko

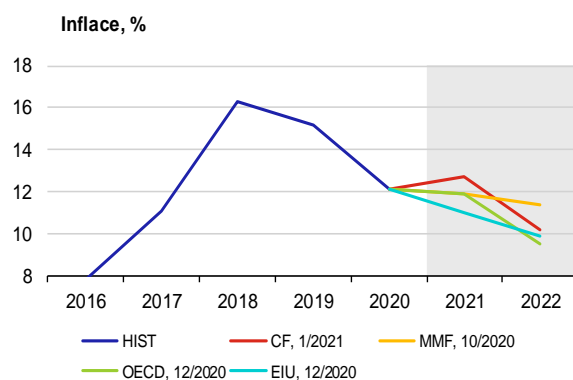
Oživení turecké ekonomiky ve třetím čtvrtletí minulého roku bylo podpořeno růstem úvěrů. To ale vedlo k opětovnému zrychlení už tak vysoké inflace. Loňská inflace přesáhla 12 % a pro letošní rok předpokládá výhled CF růst spotřebitelských cen ve výši 12,7 %. Inflace zrychlila po úvěrovém růstu, což však vedlo k oslabení turecké liry a vyčerpání devizových rezerv. Nový guvernér centrální banky Naci Agbal již po svém nástupu avizoval zvýšení sazeb. K němu došlo na listopadovém zasedání. Nová úroková sazba tak činí 4,75 %. Cílem nového vedení je stabilizace kurzu a také snížení dvouciferné inflace. Nicméně dle výhledu některých mezinárodních institucí by se inflace mohla dostat pod hranici 10 % nejdříve v roce 2022.

Zlato a digitální měny jsou dvě aktuální témata pro tureckou centrální banku. Ta prodala v listopadu velké množství svého zlata. Za zmínku stojí, že dle dostupných dat prodala v listopadu centrální banka téměř 21 tun zlata, což je 3,6 % zlatých rezerv. To je opačný trend, než který centrální banka sledovala poslední 3 roky, během kterých své zlaté rezervy znásobila. Na konci prosince vedení banky uvedlo, že v druhé polovině roku 2021 spustí pilotní projekt digitální měny. Turecko se tak zařadí mezi několika málo zemí (Čína, Švédsko, Bahamy), ve kterých centrální banky v oblasti digitálních měn pokročily až do fáze pilotního projektu či jeho spuštění.

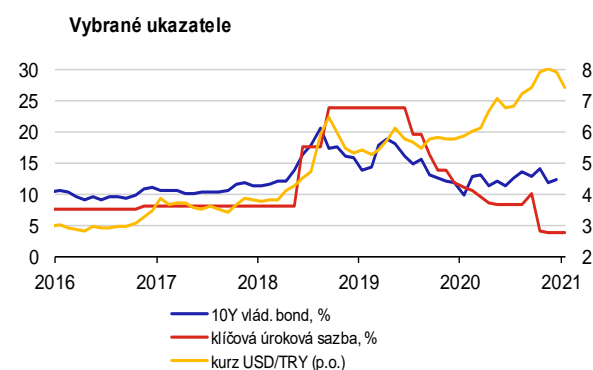
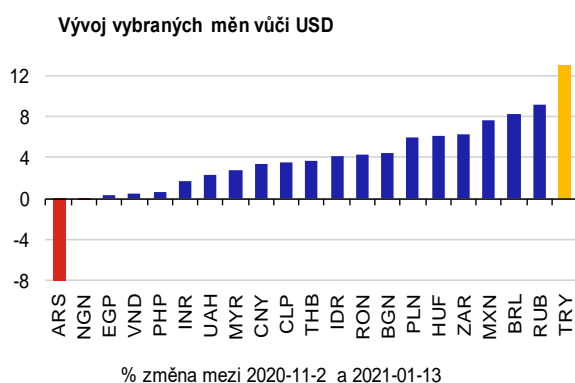
Turecko se, podobně jako jiné země, potýká s další vlnou koronaviru. Do letošního roku země vstoupila s velkými omezeními ekonomiky (stringency index je na hodnotě 80), která se ale zdají být účinné, neboť denní počet nově nakažených klesl na hodnoty okolo 10 000 denně. Současně dle dalších indikátorů se Turecko obecně s koronavirem popralo velmi dobře. Nezaměstnanost se de facto nezměnila, import i export jsou na předkrizových úrovních. Dle výhledu CF by po loňském propadu ekonomiky o 3,6 % mělo turecké hospodářství v roce 2021 růst o 4,5 % a v roce 2022 pak o 4,3 %. Podobně to vidí ve svých výhledech z druhé poloviny loňského roku i další instituce. Nejpesimističtější výhled z dílny OECD předpokládá letošní růst o 2,9 %, naopak nejvíce optimistický je říjnový výhled MMF ve výši 5 %.



	CF	MMF	OECD	EIU
2021	4,5	5,0	2,9	3,7
2022	4,3	4,0	3,2	4,1



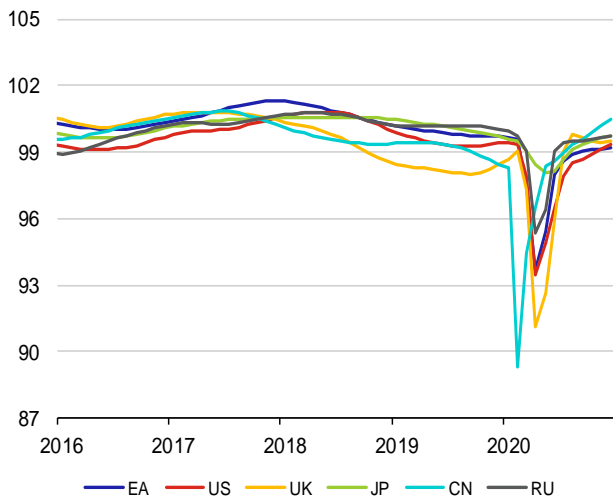
	CF	MMF	OECD	EIU
2021	12,7	n.a.	11,9	11,0
2022	10,2	n.a.	9,5	9,9



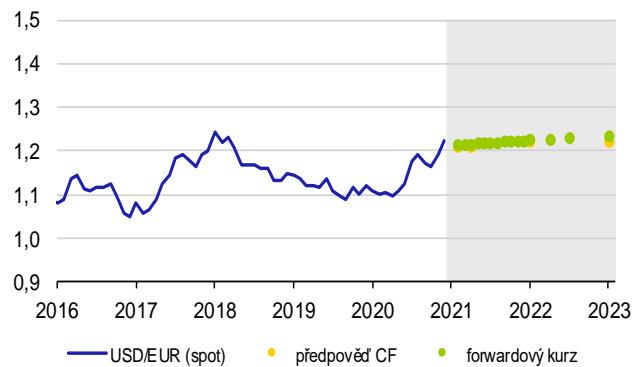
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	USD/TRY
10/2020	14,10	4,00	7,91
11/2020	11,93	3,90	8,05
12/2020	12,51	3,75	7,94

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

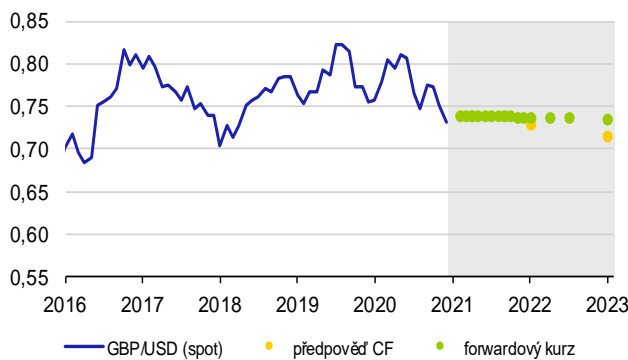


Americký dolar (USD/EUR)



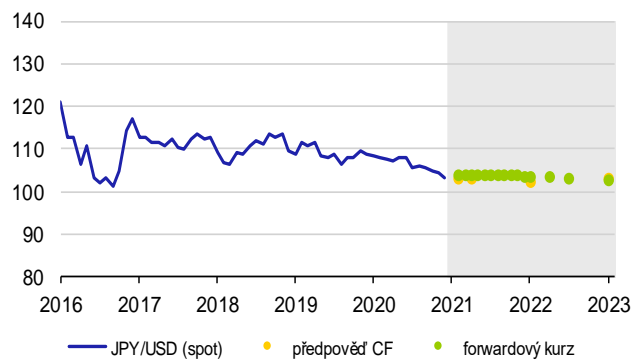
	11/1/21	2/21	4/21	1/22	1/23
spotový kurz	1,215				
předpověď CF		1,212	1,211	1,225	1,222
forwardový kurz		1,216	1,218	1,226	1,236

Britská libra (GBP/USD)



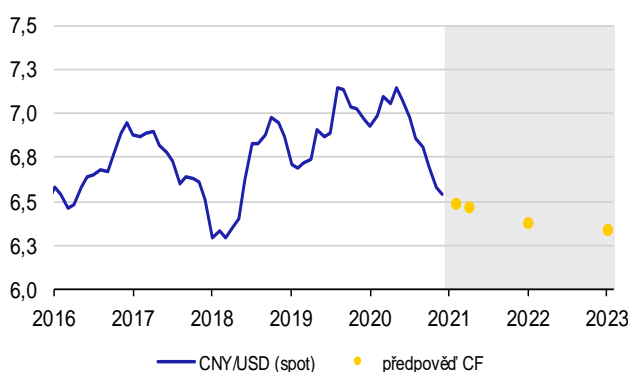
	11/1/21	2/21	4/21	1/22	1/23
spotový kurz	0,741				
předpověď CF		0,740	0,740	0,729	0,716
forwardový kurz		0,740	0,739	0,738	0,736

Japonský jen (JPY/USD)



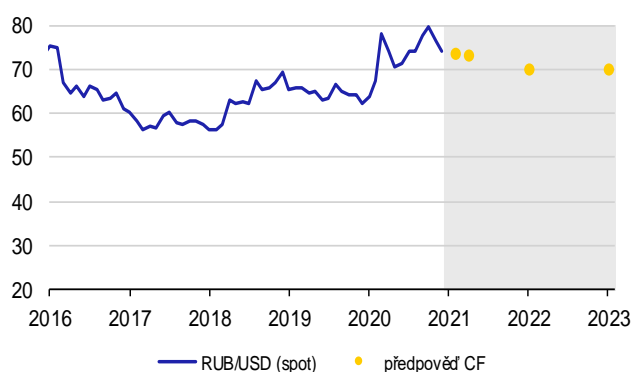
	11/1/21	2/21	4/21	1/22	1/23
spotový kurz	104,3				
předpověď CF		103,4	103,1	102,5	103,1
forwardový kurz		104,2	104,2	103,7	103,1

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	11/1/21	2/21	4/21	1/22	1/23
spotový kurz	6,475				
předpověď CF		6,492	6,469	6,383	6,342

Ruský rubl (RUB/USD)



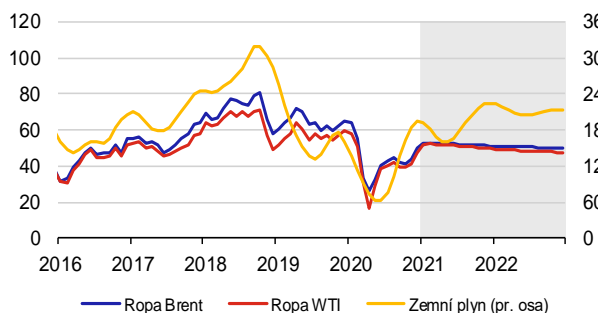
	11/1/21	2/21	4/21	1/22	1/23
spotový kurz	74,63				
předpověď CF		73,59	73,10	70,00	70,10

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

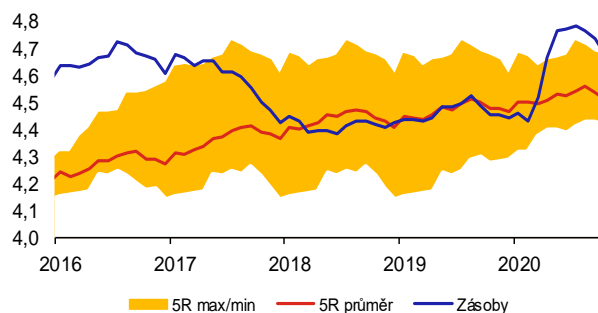
Cena ropy Brent se ve druhé polovině prosince ustálila mírně nad hranicí 50 USD/barel. Rozhodnutí Saúdské Arábie jednostranně omezit těžbu ji na začátku ledna opět posunulo výše. Růst ceny ropy Brent se v polovině prosince zastavil v reakci na zprávy o výskytu nové, agresivnější mutace koronaviru ve Velké Británii. Proti dalšímu růstu cen ropy působilo i snížení poptávky z Asie a nejistota ohledně vývoje těžby aliance OPEC+, když Rusko prosazovalo další zvýšení od února, zatímco Saúdská Arábie chtěla těžbu zachovat. Naopak podporu cenám ropy přinesla dohoda o brexitu, mírně oslabující dolar nebo schválení fiskálního stimulu v USA. K dalšímu silnému růstu cen ropy došlo během první poloviny ledna po překvapivém slibu Saúdské Arábie jednostranně snížit těžbu o další 1 mil. barelů denně v únoru a březnu. Ostatní země aliance by měly těžbu zachovat beze změny, jen Rusko a Kazachstán mohou těžbu nepatrně zvýšit. Cílem tohoto rozhodnutí je zachovat pokles globálních zásob ropy i v průběhu prvního čtvrtletí, kdy sezonně nižší poptávka bude pod tlakem i kvůli a dalšímu zpřísnění vládních opatření proti šíření koronaviru v Evropě, USA a části Asie. K růstu cen ropy přispělo v lednu i chladné počasí na severní polokouli nebo vítězství demokratů v senátních volbách v Georgii. Ceny ropy Brent a WTI se tak dostaly nad důležité technické hranice 55, resp. 50 USD/barel. Tržní křivka signalizuje pokles ceny ropy Brent ke 46 USD/barel v polovině roku 2022 a poté mírný růst. I aktuální předpověď EIA očekává pokles cen ropy, ale pouze v první polovině letošního roku. Pak by cena ropy Brent měla stagnovat na cca 51 USD/barel a v příštím roce obnovit svůj růst. Nejistoty předpovědi jsou dle EIA značné. Na straně poptávky je to vývoj pandemie v nejbližších měsících, rychlost očkování a případná změna chování spotřebitelů. Na straně nabídky je otázkou, jak dlouho budou země OPEC+ ochotny omezovat produkci a jak striktně budou dodržovat stanovené kvóty, a v neposlední řadě panuje nejistota ohledně reakce břidlicové těžby v USA na relativně vysoké ceny ropy.

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



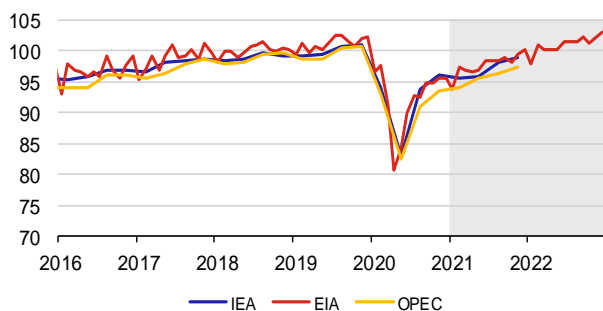
	Brent	WTI	Plyn
2021	52,22 ↗	51,24 ↗	189,21 ↗
2022	50,55 ★	48,41 ★	211,03 ★

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



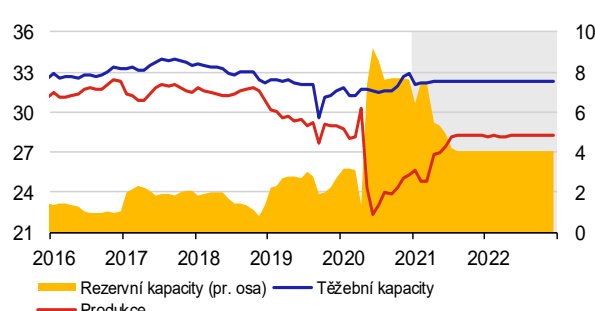
	5R max/min	5R průměr	Zásoby
2021	4,6	4,4	4,6
2022	4,5	4,4	4,5

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



	IEA	EIA	OPEC
2021	97,14 ↗	97,78 ↗	95,90 ↗
2022		101,08 ★	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2021	27,14 ↗	32,26 ↗	5,12 ↗
2022	28,23 ★	32,29 ★	4,07 ★

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.

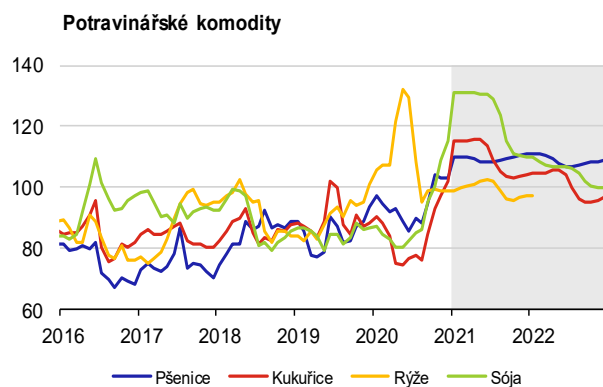
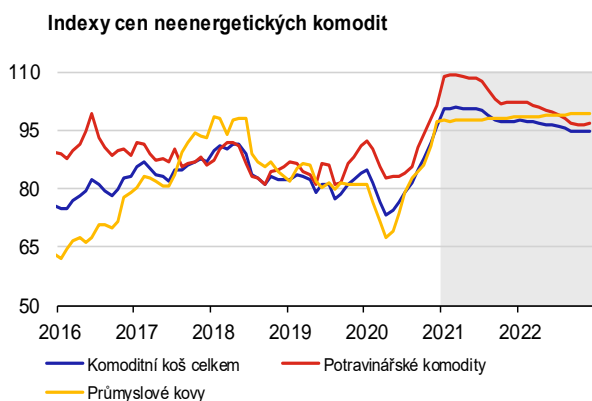
IV.2 Ostatní komodity

Průměrná cena zemního plynu v Evropě po dočasně listopadové stagnaci v prosinci opět silně vzrostla. Důvodem bylo chladné počasí v Evropě a silně rostoucí ceny LNG v Asii, které limitují množství zkapalněného plynu mířícího do Evropy. Zásoby plynu v Evropě tak v prosinci silně klesly a byly meziročně výrazně nižší. Chladné počasí v severovýchodní Asii, silná ekonomická aktivita v Číně a vysoké ceny LNG vedly rovněž k dalšímu růstu cen uhlí na 20měsíční maximum.

Průměrný měsíční index cen neenergetických surovin pokračoval i v prosinci a první polovině ledna v růstu. Zatímco v prosinci to bylo zejména zásluhou předchozího růstu cen průmyslových kovů, v první polovině ledna dominoval vliv rostoucího dílčího indexu cen potravinářských komodit. Rovněž na výhledu celkového indexu převažuje klesající trajektorie očekávaných cen potravinářských komodit nad stagnujícími cenami průmyslových kovů.

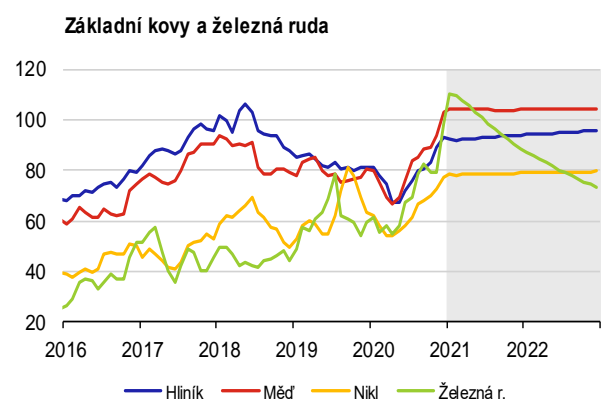
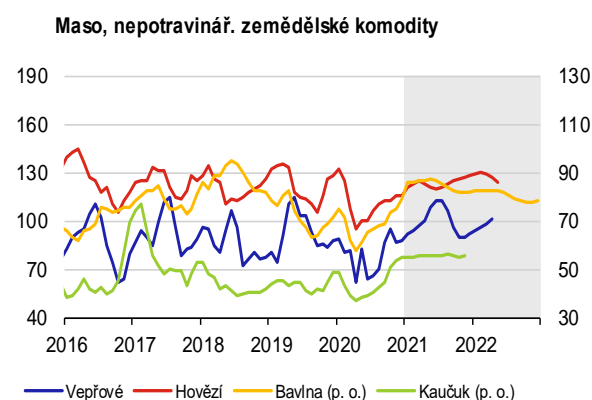
Na obnoveném růstu dílčího indexu cen potravinářských komodit se podílela většina jeho složek. Zejména však „energetické“ zrniny – kukuřice a sója, u kterých se ale očekává na výhledu i nejsilnější korekce. Avšak i cena pšenice zaznamenala nejvyšší hodnotu od začátku roku 2014. V menším rozsahu rostly i ceny cukru, kávy a hovězího masa.

V rámci dílčího indexu cen průmyslových kovů nebyl vývoj jednotlivých složek tak jednoznačný. Předchozí silný růst cen hliníku, mědi, olova a zinku se na začátku prosince zastavil, a v růstu tak pokračovaly jen ceny cínu a slabším tempem i niklu. Cena železné rudy v prosinci stagnovala, ale na začátku ledna zaznamenala další silný růst a je tak nejvyšší od roku 2011. Růst globálního zpracovatelského průmyslu sice ke konci minulého roku pokračoval a dynamika nových objednávek patřila k nejsilnějším za uplynulou dekádu, nicméně růst předstihového ukazatele JPMorgan Global PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci zastavil na listopadové hodnotě 53,8. Přesto však zůstává nejvyšší za 33 měsíců.



	Celkem	Potraviny	Kovy
2021	99,3 ↗	106,2 ↗	97,8 ↗
2022	96,0 ★	99,2 ★	98,9 ★

	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2021	109,5 ↗	110,0 ↗	99,3 ↗	123,7 ↗
2022	108,7 ★	100,8 ★	97,5 ★	105,0 ★



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2021	99,0 ↗	123,6 ↗	84,7 ↗	55,4 ↗
2022	97,1 ★	127,8 ★	80,4 ★	

	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2021	92,9 ↗	104,0 ↗	78,5 ↗	99,6 ↗
2022	94,9 ★	104,2 ★	79,2 ★	79,8 ★

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.

Sít' národních AMC – příspěvek k řešení dědictví finanční a koronavirové krize?¹

Finanční, dluhová a následně koronavirová krize vyvolala během krátkého času extrémní tlak jak na měnovou, makrobezpečnostní, tak i fiskální politiku. Institute, poučeny z finanční krize před deseti lety, neváhají sáhnout k obrovské podpoře ekonomik – centrální banky si vypomáhají nekonvenčními nástroji a vlády se rychle zadlužují, aby měly dost prostředků na kompenzaci omezujících opatření. Obtížněji se nalézá řešení mezi zeměmi eurozóny, kde působí jednotná politika ECB, snaha o jednotný přístup v makrobezpečnostní politice (ESRB), ale i 19 národních formálně nezávislých fiskálních politik. Pokud by se koronavirová krize rychle nestala minulostí, může hrozit, že množství nesplácených úvěrů (NPL) v bilancích finančních institucí (zejména těch v eurozóně) povede k navazující finanční krizi. Pro její odvrácení by pak mohlo být vhodné vytvořit síť národních agentur spravujících problematická aktiva (AMC), které by mohly pomoci na ryze tržním principu s řešením nárůstu NPL. Pokud by problémy v bankovním sektoru přerostly do opravdu neúnosné míry, pak by bylo nutné sáhnout třeba i k radikálnímu řešení, které by v takto postižených zemích znamenalo vytvoření státem založené specializované instituce. Historie pár příkladů nabízí. Cílem tohoto článku je na tuto – stále nesmělou – diskusi upozornit a zároveň schematicky představit princip fungování agentur spravujících problematická aktiva.

Jak problém úvěrů se selháním vzniká?

V rámci hospodářského cyklu dochází i k cyklickému vývoji v míře splácení (resp. nesplácení) pohledávek. Společně s tím se také cyklicky mění vnímání rizik aktérů na finančním trhu, kdy zejména v déle trvajících fázích růstu dochází k všeobecnému podceňování rizik. Poukazováním na tato rizika a jejich omezováním se mimo jiné zabývá makrobezpečnostní politika. Ta se snaží možným problémům předcházet, a proto se orientuje spíše na vývoj v budoucnosti, včetně eliminace tzv. paradoxu finanční stability. Ten říká, že největší rizika ve finančním sektoru vznikají v dobrých časech, kdy vše vypadá na první pohled skvěle a dílčí ukazatele se zlepšují.

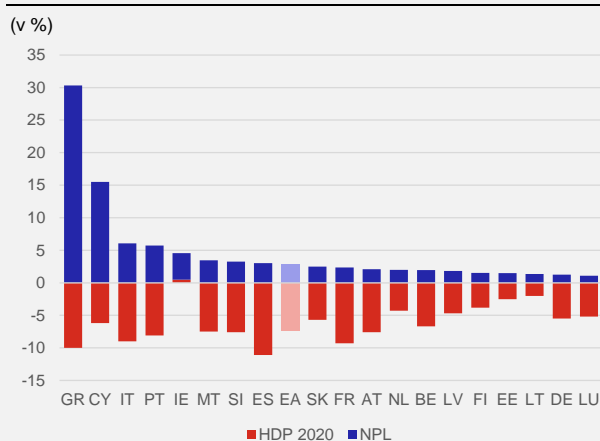
V dobách krize však vždy dochází k nárůstu úvěrů, které nejsou a nebudou spláceny. Pokud nárůst klasifikovaných úvěrů (NPL) nepřeroste kritickou míru, či pokud budou finanční instituce dostatečně kapitálově vybaveny, neměl by nárůst NPL pro finanční systém znamenat žádný zásadní problém.

Historická zkušenost je však taková, že rizika jsou neustále podceňována a teprve při jejich materializaci, která způsobuje navazující závažné problémy, dochází ke snaze o odvrácení katastrof. Mora a Koza (2018) ilustrují, že právě situace v Evropě může sloužit jako varovný příklad.

Uvádějí, že podíl úvěrů se selháním se po globální finanční krizi během 5 let více než ztrojnásobil a na podzim roku 2017 byl tento objem ve výši cca 6 % HDP EU. Aktuální stav ukazuje Graf 1. Současně poukazují na velké rozdíly mezi zeměmi. V aktuálním kontextu je vhodné doplnit, že koronakrize² dopadla vážněji na země, které mají zároveň velký podíl NPL ve svých bankovních sektorech (Řecko, Itálie, Portugalsko) a jejich dodatečný fiskální prostor je více než omezený.

Pokud by množství nesplácených úvěrů v bilanci finanční instituce bylo příliš vysoké, může to vést k jejímu kolapsu (úpadku), v horším případě pak k ohrožení stability bankovního systému. Ohrožení stability finančního sektoru hrozí tehdy, pokud by se jednalo o systémově významnou finanční instituci (fenomén „too-big-to-fail“) či instituci nad míru propojenou s ostatními (fenomén „too-interconnected-to-fail“). Spouštěčem globální finanční krize byl pád velké investiční banky, která právě ve své bilanci měla tak vysoké množství nesplácených úvěrů, že již nadále nebyla schopna ztráty pokrýt. Protože jsou finanční instituce velmi provázané, rozhodl se např. Fed ve spolupráci s americkou vládou podpořit další oslabené instituce, aby rovněž nedošlo k jejich pádu a tím i destabilizaci celého bankovního systému (tzv. dominový efekt). To však není jediná historická zkušenost, která by mohla ilustrovat problém špatných aktiv ve finančním systému. V 90. letech si prošel bankovní systém v jihovýchodní Asii rovněž krizí, kde bylo nutné banky restrukturalizovat pomocí vyvedení aktiv mimo bilance bank (Klingebiel, 2000; Inoguchi, 2012). Zkušenost v Evropě lze ilustrovat na

Graf 1 – Podíl NPL v bilancích finančních institucí a vývoj HDP za rok 2020



Zdroj: EBA, ECB
Pozn.: Pro rok 2020 se zatím jedná o výhled na základě prosincových projekcí ECB

¹ Autory jsou Luboš Komárek a Petr Polák. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za cenné připomínky autoři děkují Lukášovi Pfeiferovi, Radku Urbanovi a Pavlu Vackovi z České národní banky.

² Současná koronavirová krize se oproti světové finanční krizi z let 2007–2009 liší tím, že její dopady ovlivňují velmi rozdílně jednotlivé sektory ekonomik. Jsou zde viditelnější vítězové a poražení. Nejpostiženější je bezesporu sektor služeb, což je markantní právě u zemí významněji spojených s turismem.

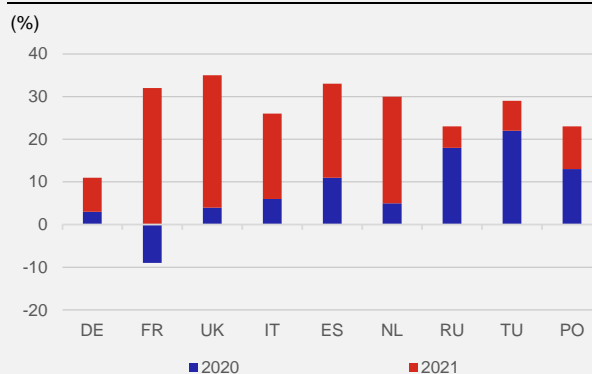
zkušenosti z transformace ekonomik východní Evropy (Česká republika, Polsko, Maďarsko) z 90. let (Kollár a Komárek, 2009), či Španělska a Irska po finanční krizi (Byrne, 2015).

Restrukturalizace bankovního sektoru byla vždy zátěží pro veřejné finance. Tento smutný fakt vedl k většímu důrazu na současné směřování makroobezřetnostní politiky³, která by měla systémově omezit tlak bankovního sektoru na veřejné finance v dobách ekonomické recese⁴. Vedle preventivní makroobezřetnostní politiky se dopad na veřejné finance snaží omezit také rámec pro řešení krize. V dobách krize jsou navíc veřejné finance pod tlakem vycházejícím z reálného sektoru, ale i ze strany podpory domácností. Současná koronavirová situace je toho zářným příkladem, neboť fiskální podpora je masivní (zaměstnanci uzavřených podniků, programy podpory firem) a v součtu dosahuje několika procent HDP. Dluhová zátěž zemí, nejčastěji vyjadřovaná jako poměr dluhu k nominálnímu HDP se tak významně zvýšila, a to jak nárůstem samotného dluhu (čitatel), tak poklesu samotné výše HDP (jmenovatel).

Přístupy k řešení problematických aktiv v bilancích bank

S určitou mírou zjednodušení lze říci, že řešení problematických aktiv⁵ bank je možno primárně provést dvěma základními přístupy, tj. „přes aktiva“ anebo „přes pasiva“ bilance banky.⁶ Jak to ve skutečnosti funguje? V prvním případě dochází k odkoupení problematických aktiv banky státní nebo jinou institucí a jejich nahrazení aktivy jinými – nejčastěji cennými papíry, které emituje obvykle k tomuto účelu stát. Dané změny se primárně projeví v rozvaze banky jenom na straně aktiv.⁷ V případě očisty „přes stranu pasiv“, resp. posílení vlastního kapitálu banky třetí osobou, poskytne stát bankám finanční majetek, např. majetkovým vstupem. To se pak následně projeví ve změně vlastního kapitálu banky a pochopitelně také na straně aktiv její bilance (blíže viz např. Kollár a Komárek, 2009). Pokud není možné ponechání problémových aktiv v bilancích bank a jejich následné řešení (tedy běžný přístup), pak mezi nejvyužívanější cesty patří převod problémových aktiv na specializovanou instituci. Tyto instituce mohou vzniknout jak na základě ryze tržního řešení (AMC) nebo jako instituce iniciované státem (vládou).⁸

Graf 2 – Očekávání vývoje insolvencí z důvodu koronavirové krize ve vybraných evropských zemích



Zdroj: Euler Hermes and Allianz Research

Agentury spravující problematická aktiva (AMC)

Řešení problematických aktiv v bilancích bank a finančních institucí má různé techniky, od prodeje zástav přes prodej aktiv třetí straně až po správu těchto aktiv s úmyslem výhodnějšího pozdního prodeje. Prodej aktiv třetí straně se může provádět jednotlivě, v blocích, či tradiční sekuritizací (v případě syntetické sekuritizace se aktiva neprodávají, převádí se jen riziko). V případě jednotlivého odprodeje problematických aktiv působí instituce organizující tyto odprodeje jako pouhý agent mezi bankou v nesnázích a kupcem problematických aktiv. Pokud jsou aktiva odprodávána v blocích, funguje daná instituce jakožto vlastník těchto aktiv, který se snaží je spárovat do takové podoby, jež v konečném stádiu povede k maximalizaci čisté současné hodnoty z jejich prodeje. Primární otázkou však je, kdo tato problematická aktiva prodává. Může jít buď o samotnou problematickou banku, respektive jejího nového vlastníka, ale i o soukromou

³ Iniciátorem tohoto procesu byla od počátku nového milénia Banka pro mezinárodní platby (BIS).

⁴ Využití makroobezřetnostní politiky jako prevence krátce přibližuje např. Brož a kol. (2019).

⁵ Primárním důvodem vzniku problematických a nesplácených úvěrů bank byla jejich špatná úvěrová politika. Z tohoto důvodu by to v normálních dobách to měli být právě akcionáři a management banky, kdo bude nést hlavní náklady svých chybných kroků. Koronakrize a vládní uzavírky však vedly k novému fenoménu, kdy vlastně za všechny NPL podniky, resp. banky nemohou.

⁶ Primární řešení přes stranu aktiv (pasiv) může mít dopad i na zrcadlovou část bilance, tj. pasiva (aktiva). Příkladem je třeba posílení kapitálu banky, který má vliv i na stranu aktiv.

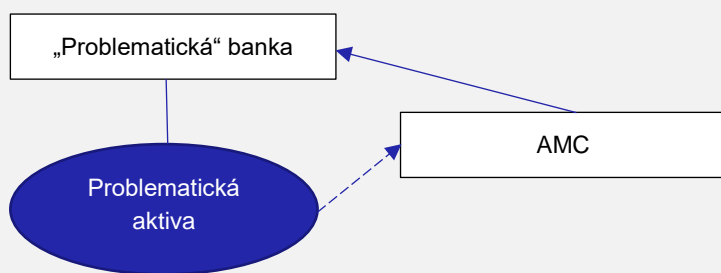
⁷ Toto platí za předpokladu, že problematická aktiva jsou v bilanci oceněna v reálné hodnotě a za reálnou hodnotu se prodávají. Pokud nejsou evidována v reálné hodnotě, tak z prodeje nastane zisk nebo ztráta, což zvýší nebo sníží vlastní kapitál banky. Výše uvedené by platilo také v případě, že prodej není realizován za reálnou hodnotu, např. účetní hodnota je vyšší než reálná hodnota a kupující je ochoten zaplatit víc, než je reálná hodnota (tzn. zaplatí účetní hodnotu), pro kupujícího je to z účetního hlediska vlastně nevýhodný obchod, protože v okamžiku koupě realizuje ztrátu z obchodu.

⁸ Literatura v této oblasti někdy považuje AMC za termín nadřazený, tj. zahrnuje do něj jako podmnožinu i specializované ad hoc vytvořené instituce iniciované státem (vládou) pro řešení výrazných systémových problémů ve finančním sektoru.

instituci specializovanou na správu a prodej problematických aktiv. V mnohých případech však šlo o veřejnou instituci s mandátem od státu na prodej a mnohdy i na správu těchto problematických aktiv.

Jednou z technik správy problematických aktiv banky je vytvoření společností zpravujících „špatná“ aktiva (Asset Management Companies – AMC), na které jsou daná aktiva následně převedena. Cílem této techniky pomoci problematickým bankám, případně dalším finančním institucím je předpoklad, že její aplikace urychlí proces restrukturalizace dluhů. Graf 3 graficky ilustruje fungování AMC.

Graf 3 – Agentury (AMC) spravující problematická aktiva



Zdroj: Autoři

Základní motivací zakládání AMC je existence velkého množství nesplácených úvěrů a skutečnost, že samotné banky nemusejí disponovat zkušeností s dobýváním nesplácených úvěrů. Výhody zřízení institucí typu AMC přinášejí: (i) úspory z rozsahu (s řešením problematických úvěrů několika bank, popřípadě problematickými úvěry z celého bankovního sektoru se potýká pouze jedna instituce, která může tato problematická aktiva seskupit a prodávat v balících), (ii) zvláštní pravomoci jí udělené vládou, díky kterým může lépe dobývat nesplácené pohledávky i v prostředí se špatnou tržní disciplínou a nezralou legislativou, (iii)

zpretrhání až přátelských vazeb některých bank na některé podniky, (iv) vytvoření sekundárního trhu s problémovými (nesplácenými) aktivy, neboť aby bylo vůbec možné nějaké aktiva sekundárně prodávat, musí existovat trh, na kterém se taková aktiva budou obchodovat (sekundární trh nesplácených pohledávek však mohl rovněž vzniknout i za použití jiné techniky řešení problémů bankovního sektoru, a proto tento aspekt nemusí být vnímán jako komparativní výhoda této techniky vůči ostatním alternativám řešení problematických aktiv) a (v) zlepšení výnosu z kapitálu investovaného do banky. Tato technika v sobě skrývá i úskalí, tj. (i) riziko dostatečné neobornosti, neinformovanosti a nedostatečné zkušenosti vládou dosazených manažerů do AMC, (ii) „generování“ spleťtých právních sporů spojené s administrativní náročností této techniky, (iii) politizace činnosti AMC a (iv) možnost vzniku korupčních tlaků a zejména (v) nebezpečí vzniku morálního hazardu pro banky, jež jsou odlehčeny od nesplácených úvěrů.

Všechny tyto důvody v souhrnu znesnadňují ex ante odhadnout čisté přínosy této techniky. Studie Světové banky⁹ koriguje populární názor, že AMC, na rozdíl od jiných tržních přístupů k řešení problémů bankovního sektoru, odolává nevýhodám plynoucím z nevyvinutého právního a institucionálního prostředí. Důvodem chybnosti tohoto populárního názoru je již zmíněný omezující vliv slabého institucionálního prostředí na schopnost AMC dosáhnout svým cílům. Manažeři AMC mohou být vystaveni korupčnímu, politickému (při změně vládnoucí strany) a jinému nátlaku, což může vést k upřednostnění jiného než optimálního řešení. Politizace celého procesu restrukturalizace dluhů je tím větší, čím větší je podíl převedených pohledávek na AMC na celkových dlužích v ekonomice.

Převodem špatných úvěrů na instituci typu AMC tyto úvěry z ekonomiky nezmizí a restrukturalizaci těchto úvěrů se ekonomika tímto opatřením nevyhne. Z principiálního hlediska by rovněž nebylo správné, kdyby se banky odlehčily (prostřednictvím centralizované AMC) od všech špatných úvěrů. Aby byly co nejlépe zachovány podmínky soutěže na trhu, měly by být zásahy státu co nejmenší, a tudíž by měly být převedeny jenom ty nejvíce zatěžující úvěry a ty méně obtížné by si banky měly restrukturalizovat na své náklady.

Vznik sítě národních AMC zemí eurozóny?

Motivací možného vzniku sítě národních AMC v zemích eurozóny je prevence před hypoteticky možným rychlým nárůstem NPL v bilancích národních bank a finančních institucí eurozóny, jakožto odrazem nelepších se situace vyvolané koronavirovou krizí. Doporučení vyvinout systém společností spravujících NPL vydala Evropská rada pro systémová rizika (ESRB) již v červenci 2017. Jak uvádí Mora a Koza (2018), jsou další kroky v tomto směru na úrovni EU velmi obtížné, neboť některé země s vysokými podíly NPL se snaží přijetí dalších opatření oddálit. Důvodem je obava o prohloubení problémů v jejich bankovních sektorech. I přesto ale byla řada bodů z akčního plánu ESRB k NPL splněna, včetně novely CRR (Capital Requirements Regulation). Evropská komise vydala na základě akčního plánu k NPL v březnu 2018 souhrn opatření k řešení vysokých podílů NPL. Součástí těchto opatření je také vzor pro fungování AMC. Myšlenka konceptu národní sítě tzv. „špatných bank“ se nyní opět dostala do popředí v souvislosti s iniciativou Evropské komise¹⁰, která očekává, že brzy po skončení koronakrizy dojde k vlně selhání v oblasti firem. V říjnu 2020 na iniciativu Evropské komise navázal ve svém článku současný předseda dohledové části ECB Andrea Enria, který varoval, že při realizaci

⁹ Calomiris, Klingebiel, Laeven (2004).

¹⁰ “Brussels seeks to help banks offload rising tide of bad loans”, <https://www.ft.com/content/294e7af5-7eff-4d38-89f0-6985eb20abb2>, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_2375

nepříznivého scénáře může objem NPL v eurozóně vyšplhat až na 1,4 bil. EUR, což by značně převyšovalo hodnoty nejen minulé finanční krize, ale také dluhové krize 2011 (FT, 2020). Enria dále uvádí, že společná evropská iniciativa by mohla být užitečným nástrojem, jak se vyrovnat s očekávaným nárůstem NPL a současně jak zajistit stejná pravidla v rámci bankovní unie. Varování přinesla i ECB ve své listopadové zprávě o finanční stabilitě. V ní uvedla, že ekonomické důsledky pandemie dopadnou na banky v druhé části roku 2020 a dále se přesunou do roku 2021 (ECB, 2020).

V řadě zemí fungují tržní mechanismy pro odkup problematických úvěrů velmi dobře. Banky se s problematickými aktivy běžně vypořádávají jejich prodejem třetí straně. Jak bylo zmíněno, výhodou společností zabývajících se správou problematických aktiv (a jednou z ekonomických motivací pro jejich vznik) jsou úspory z rozsahu. Na to je navázána i myšlenka nadnárodní sítě, kdy by díky komunikaci a společnému postupu mohlo dojít ke zvýšení likvidity v tomto tržním segmentu a také vyšší výnosnosti.

Bývalý člen Jednotného výboru pro řešení krizí (Single Resolution Board) Antonio Carrascosa nedávno publikoval skeptický názor k myšlence celoevropského řešení. Jako možné vidí využití lokálních AMC, které by však neměly být financovány z veřejných prostředků (Carrascosa, 2020), tj. je zastáncem tržního řešení. V realitě se však původní plány občas minou s realitou. Příkladem je řešení krize polské Idea bank z konce loňského roku¹¹, kdy se pro financování polské AMC použily prostředky z fondu pro řešení krize.

Specifika koronavirové krize a fiskální prostor

Koronavirová krize je odlišná od finanční krize z období 2007 až 2009 zejména svým původem, ale i rozdílným postižením jednotlivých sektorů ekonomiky. Globální finanční krize byla způsobena prasknutím bubliny, která se významně promítla de facto do všech sektorů ekonomiky. Pokles ekonomik započatý v minulém roce je způsoben zejména vlivem vládních uzavírek v reakci na vývoj epidemické situace, což ve svém důsledku významně omezilo mobilitu faktorů, zejména práce. Jednotlivé sektory ekonomiky nejsou postiženy shodně, nejvíce trpí sektor služeb. Fungování ekonomik je v současnosti spojeno se závazkem vlád jednotlivých zemí poskytovat různou míru podpory v jednotlivých ekonomikách¹². Kromě této podpory došlo rovněž k zavedení možnosti odložení platebních povinností jak u fyzických, tak právnických osob. Nacházíme se tak v situaci, ve které není jasné, jak na tom jednotliví dlužníci jsou – zda jsou schopni výdělečnou činnost vykonávat lépe či hůře nežli před krizí. Z dostupných dat tak stále není jasné, k jak velkému upadání firem bude v následujícím období docházet. Rovněž zde hrozí a jistě v praxi nastává fenomén „černého pasažéra“, tj. že o pomoc mohou požádat i subjekty, kterých se covidová nákaza de facto nedotkla. Lze si však připustit i pozitivní aspekty současného vývoje. Současná zkušenost může vést k větší udržitelnosti budoucího vývoje (omezení „zbytečného“ cestování a jeho náhrada vzdálenou komunikací, snížení nadbytečného podílu určitých typů služeb, aktivace farmaceutického průmyslu v boji s tradičními onemocněními typu rakovina, atd.).

Stejně jako nyní podporuje stát jednotlivé segmenty ekonomiky, mohlo by dojít k podpoře i bankovního sektoru. Stát má zájem na stabilitě finančního sektoru, proto jej reguluje a v případě nutnosti, kdy tržní mechanismy selžou, do něj aktivně zasahuje. Myšlenka AMC, i dle návrhu Evropské komise, stojí na tržních mechanismech. V případě, že trh již problematická aktiva nechce od bank vykupovat, ale jejich množství je v bilancích bank příliš vysoké, pak může dojít ke vzniku AMC spravované státem. Pro zabezpečení maximální transparentnosti tohoto procesu by měla být životnost těchto veřejných AMC časově limitována a předem, tj. nejlépe již při jejich vzniku, oznámena účastníkům trhu.

Vedle řešení problematických aktiv pomocí tržních AMC existuje také možnost, kdy je nutné státem zřídit překlenovací instituci, která shromáždí neúnosnou infikaci aktiv bank pod svá křídla. Historické zkušenosti z nedávného období jsou třeba svázány s řešeními problémů v bankovního sektoru v postsocialistických zemích, např. České republice.

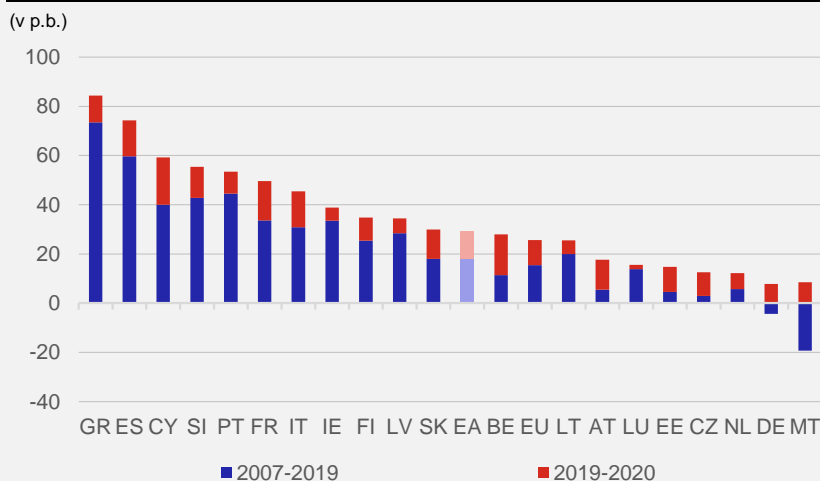
Pokud daná země disponuje dostatečným fiskálním prostorem pro potenciální stimulaci ekonomiky, má mnohem větší šanci ekonomiku stabilizovat. To platí jak pro případ „běžné“ recese vyvolané přirozeným cyklem (hospodářským i finančním) tržního mechanismu, tak zejména nenadálé krize globálního charakteru postihnuvší řadu dalších ekonomik. Akademická literatura přináší v této souvislosti nejedno zajímavé poznání. Reinhart a Rogoff (2009) např. ukázali, že vládní dluh vztažený k HDP velmi často roste po eskalaci krize, což odráží pokles příjmů, a pokud současně fiskální autorita není pasivní, tak i nárůst jejich výdajů. Toto dokládají ve svém výzkumu např. Mendoza a Ostry (2008), kteří ukazují, že postoj k aktivistické (expanzivní) fiskální politice se zvyšuje tím více, čím nižší je poměr dluhu k HDP. Romer a Romer (2017) docházejí k závěru, že pokud dosáhne ukazatel dluhu k HDP zhruba 130 %, pak již neexistuje prostor pro hospodářský stimul fiskální politikou.

¹¹ Řešení formou prodeje části podniku; zbytková část původní bilance v AMC: <https://www.bfg.pl/przmysowa-restrukturyzacja-idea-bank-s-a/>.

¹² O fiskálních opatřeních v souvislosti s nemocí Covid-19 pojednává např. Polák a kol. (2020).

Současný fiskální prostor je v početné skupině zemí OECD rovněž velmi omezený, podobně jako v případě prostoru monetárního. To ukazuje Graf 4, který ilustruje, jak se oproti roku 2007 změnil využitelný fiskální prostor pro potenciální hospodářskopolitickou reakci. Na svislé ose je vynesena změna výše dluhu v poměru k HDP. Z grafu je patrné, že naprostá většina zemí své zadlužení neustále zvyšuje, místo aby si vytvořila fiskální „polštář“ pro řešení případných budoucích problémů. Fiskální prostor se tak v dobrých časech spíše zmenšil, a to není dobrá zpráva. Příklad eurozóny ilustruje, že zvýšení fiskálního prostoru je velmi obtížné. I přes řadu opatření na snížení dluhu, která vedla ke zpomalení růstu ekonomik (zejména v zemích jižního křídla) došlo u eurozóny jako celku pouze k nepatrnému poklesu zadlužení.

Graf 4 – Změna velikosti relativního prostoru ve fiskální oblasti



Zdroj: Eurostat, výpočet autorů
Pozn.: Změna velikosti státního dluhu vůči HDP, pro výpočet použita dostupná data za 2007Q4, 2009Q4 a 2020Q2.

Koronavirová krize zasáhla ekonomiky regenerující se po finanční a v EU dluhové krizi nečekaně a brzy po krizi minulé. Pro řadu zemí může být velmi těžké stabilizovat ekonomiku jak v monetární, tak fiskální oblasti. Lze tedy učinit závěr, že pro řadu zemí jsou hospodářskopolitické možnosti reakce na případnou nutnost stimulace ekonomiky velmi omezené. V oblasti měnové politiky je v nouzi možné využít, pro zabezpečení plnění zákonných mandátů, nekonvenční nástroje. Nicméně i zde je prosto již poměrně vyčerpán, a to jak v použití vhodného nástroje, tak v délce jejich využívání. Řadě centrálních bank, včetně ECB, se nedaří opustit nekonvenční nástroje, které jsou používány kontinuálně od počátku světové finanční krize 2008–2009. Krátké období normalizace před kovidovou pandemií bylo schopno realizovat jen několik centrálních bank vyspělých zemí (Fed, Banco de México, Bank of Canada, Bank of England a také ČNB). V případě fiskální politiky však nekonvenční nástroje de facto neexistují, pokud za ně nepovažujeme nerealistické sliby související s volebním cyklem.

Dlouhodobě neudržitelný vývoj fiskální politiky (narůstající zátěž vzhledem k HDP) může vést k inflačním tlakům a následně pak zkomplikovat fungování monetární politiky. Jde o známý fenomén fiskální dominance. Mezičasové omezení, které je v pozadí, připouští možnost financovat vyšší výdaje než příjmy daněmi, deficity nebo monetizací. Tato fiskální dominance by v této situaci vedla k tlaku na měnovou autoritu (ve smyslu úvah Sargent, Wallace, 1981), cenová úroveň v ekonomice by se stala závislou na vládním rozpočtovém omezení a nemohla by se plně soustředit na vykonávání cíle měnové politiky (viz Woodford, 1995). Naopak měnová dominance by tlačila vládu k omezení výdajů a růstu zdanění, za situace, kdy nejsou další vlivy omezující centrální banku od sledování svého cíle, často cíle inflačního.

Závěr

Nutnost vytvoření sítě AMC mezi zeměmi eurozóny se nám prozatím zdá jako malá, příprava tohoto procesu však jako prozíravá. Důvodem prozatímní nižší potřeby je především různá míra nákazy bilancí bank a finančních institucí NPL v Evropě a také otázka tzv. morálního hazardu, kdy by mohlo dojít k přesouvání lokálního problému na unijní úroveň. Nicméně vznik institucí typu AMC v těch nejpostiženějších zemích nelze i z dnešního pohledu vyloučit. Je však otázkou, zda by tento samotný krok vedl k vyřešení celkové situace.

Pro českou ekonomiku je potřeba vzniku AMC i na výhledu prozatím velmi malá, což je dáno velmi solidní kondicí bankovních a dalších finančních institucí, které velmi závažné zhoršení v oblasti NPL zatím nesignalizují, a také dobře fungující správou problematických úvěrů ze strany bank a jejich případného tržního prodeje třetím stranám. Případný vznik AMC v ČR by měl fungovat s maximálním zohledněním tržních principů. Dle našeho názoru bychom považovali za užitečné, aby odpovědné orgány připravily provozuschopný rámec pro založení a fungování takovéto instituce. Jinými slovy jde o naplnění teze „Kdo je připraven, není překvapen“. Současný regulační rámec je totiž odlišný od situace před dvaceti lety, takže model Konsolidační banky, resp. České konsolidační agentury, nelze snadno „oprášit“. Po vstupu České republiky do EU se také výrazně změnila pravidla veřejné podpory, což znesnadňuje použití veřejných prostředků pro případnou záchranu bank, i za situace, kdy by fiskální prostor byl stále ještě dostatečný.

Zdroje

- Brož, V., Holub, L. & Pfeifer, L. (2019): Využívání makrobezpečnostních nástrojů k prevenci vzniku systémově vysoké úrovně nevykonných úvěrů, https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Vyuzivani-makrobezretnostnich-nastroju-k-prevenci-vzniku-systemove-vysoke-urovne-nevykonnych-uveru/
- Byrne, M. (2015). Bad banks: the urban implications of asset management companies. *Urban Research & Practice*, 8(2), 255–266.
- Carrascosa, A. (2020): A European Bad Bank – a necessary tool for financial stability? <https://srb.europa.eu/en/node/1109>
- Calomiris, C., Klingebiel, D., & Laeven, L. (2004). A taxonomy of financial crisis resolution mechanisms: cross-country experience. The World Bank.
- ECB (2020): Financial Stability Review, November 2020
- Enria, A. (2020): ECB: the EU needs a regional 'bad bank', *Financial Times*, 26. October, 2020, <https://www.ft.com/content/cc3a9a51-4d9a-4c73-9ff0-9f623ecf4065>
- Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R., & O'Brien, E. (2017). A Role for systemic Asset Management Companies in solving Europe's non-performing loan problems. *European Economy—Banks, Regulation and the Real Sector*, (17.1).
- He, D., Ingves, S., & Seelig, S. A. (2006). Issues in the establishment of asset management companies. In *Bank Restructuring and Resolution* (pp. 212–226). Palgrave Macmillan, London.
- Inoguchi, M. (2012). Nonperforming loans and public asset management companies in Malaysia and Thailand. *Asia Pacific Economic Research Paper*, (398).
- Klingebiel, D. (2000). The use of asset management companies in the resolution of banking crises: Cross-country experience. The World Bank.
- Kollár, M., & Komárek, L. (2009). Možnosti řešení problematických aktiv komerčních bank, *Politická ekonomie*, 5.
- Mendoza, E. G., & Ostry, J. D. (2008). International evidence on fiscal solvency: Is fiscal policy "responsible"? *Journal of Monetary Economics*, 55(6), 1081-1093.
- Mora, M., & Koza, O. (2018): Úvěry se selháním a situace v Evropě jako varovný příklad, *Bankovníctví* 20. 4. 2018, 10, rubrika: Fokus/Ekonomika.
- Polák, P., Komárek, L., Netušilová, P. & Polášková, I. (2020): Reakce fiskální politiky na COVID-19 aneb jak z krize rychle ven, *Globální ekonomický výhled* 5/2020
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2017). New evidence on the aftermath of financial crises in advanced countries. *American Economic Review*, 107(10), 3072-3118.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal reserve bank of minneapolis quarterly review*, 5(3), 1-17.
- Woodford, M. (1995): Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 43, December 1995, No. 2, s. 1–46, ISSN 0167-2231.
- Woodford, M. (1996): Control of the public debt: A requirement for price stability?. NBER, Massachusetts, NBER Working Paper No. 5684, July 1996, 35.

Klíčová slova

finanční krize, AMC, NPL

JEL Klasifikace

G21, O16, H63

A1. Změna predikcí pro rok 2021

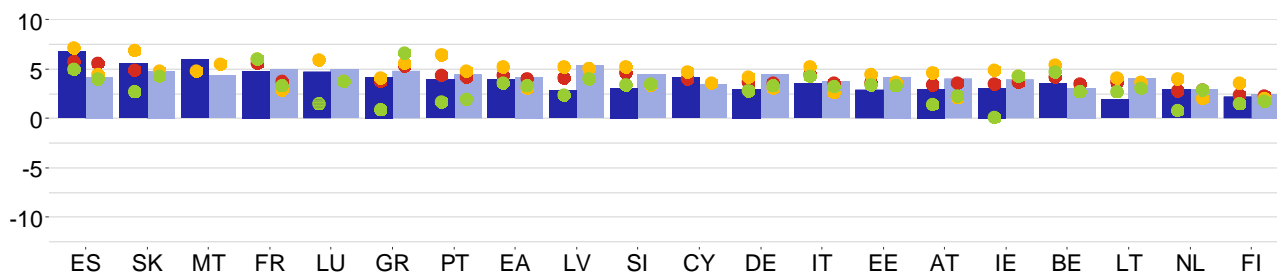
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0.3	-0.8	-1.5	-1.1	0	-0.1	+0.2	0
US	+0.4	-1.4	-0.8	+0.2	+0.1	+0.6	+0.4	+0.1
UK	-1.0	-0.4	-3.4	-1.7	-0.1	-0.3	+0.1	+0.3
JP	-0.2	-0.1	+0.8	+0.3	-0.1	-0.1	+0.3	+0.1
CN	+0.3	0	0	0	-0.3	+0.1	+0.4	0
RU	0	-1.3	-2.2	0	0	+0.2	+0.1	-0.3

A2. Změna predikcí pro rok 2022

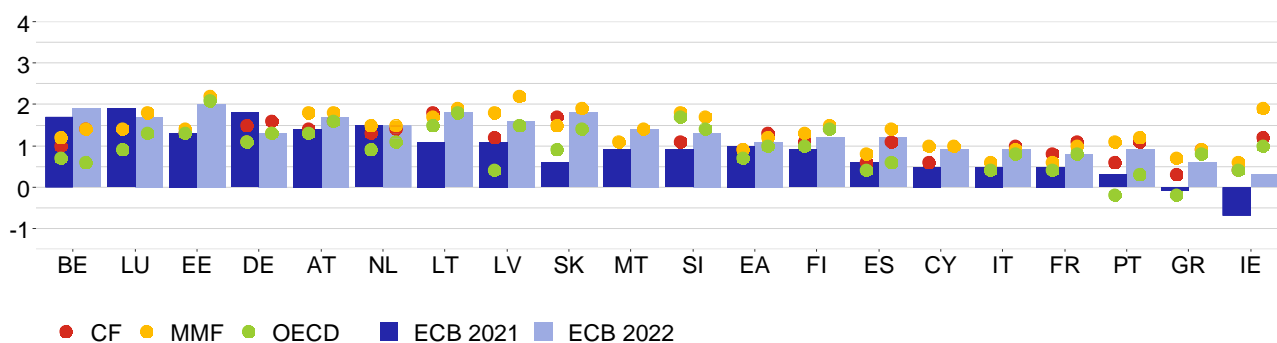
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	--	--	--	+1.0	--	--	--	-0.2
US	--	--	--	+0.2	--	--	--	+0.1
UK	--	--	--	+2.8	--	--	--	-0.1
JP	--	--	--	+0.1	--	--	--	0
CN	--	--	--	0	--	--	--	0
RU	--	--	--	+0.3	--	--	--	+0.2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



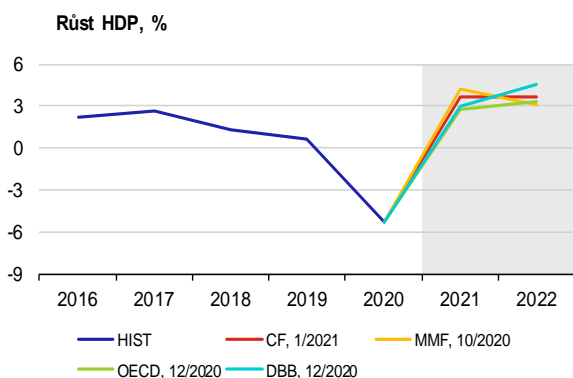
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



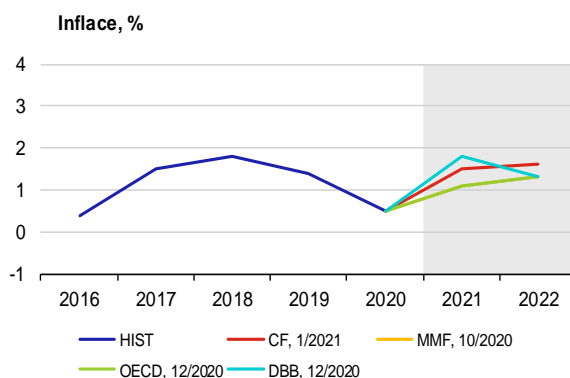
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

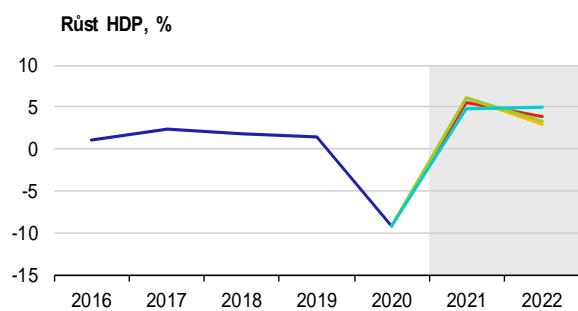


	CF	MMF	OECD	DBB
2021	3,7	4,2	2,8	3,0
2022	3,6	3,1	3,3	4,5



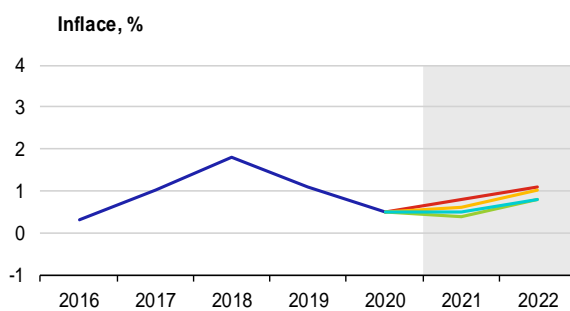
	CF	MMF	OECD	DBB
2021	1,5	1,1	1,1	1,8
2022	1,6	1,3	1,3	1,3

Francie



— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

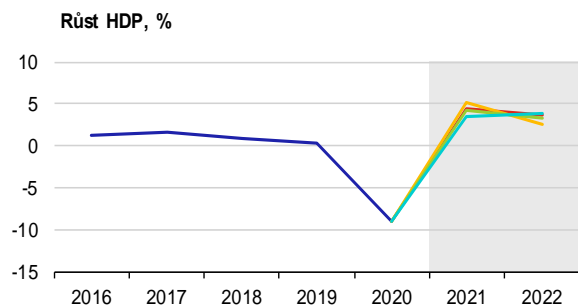
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	5,6	6,0	6,0	4,8
2022	3,8	2,9	3,3	5,0



— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

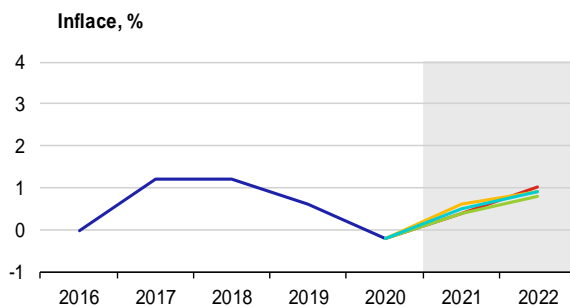
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,8	0,6	0,4	0,5
2022	1,1	1,0	0,8	0,8

Itálie



— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

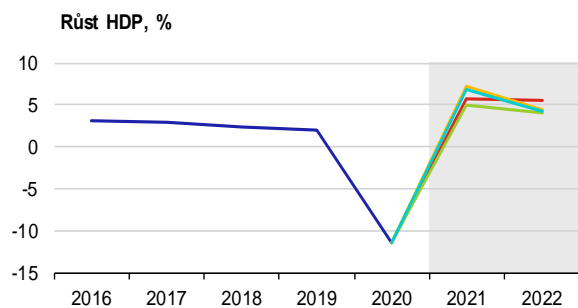
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,5	5,2	4,3	3,5
2022	3,6	2,6	3,2	3,8



— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

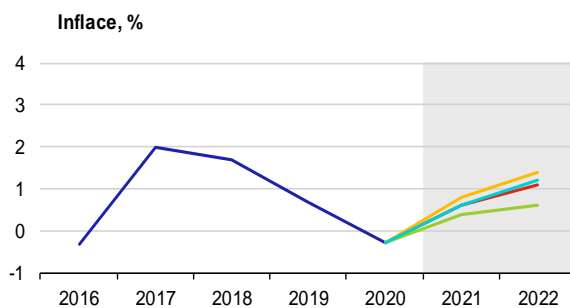
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,4	0,6	0,4	0,5
2022	1,0	0,9	0,8	0,9

Španělsko



— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

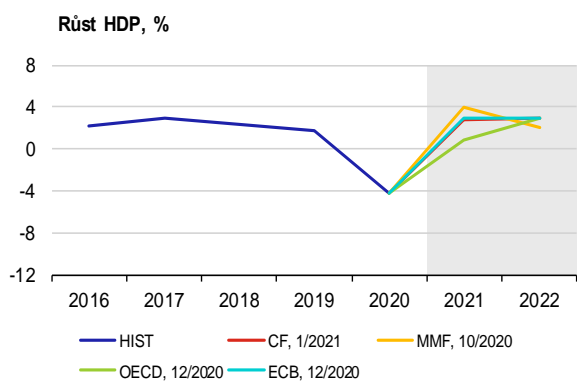
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	5,8	7,2	5,0	6,8
2022	5,6	4,5	4,0	4,2



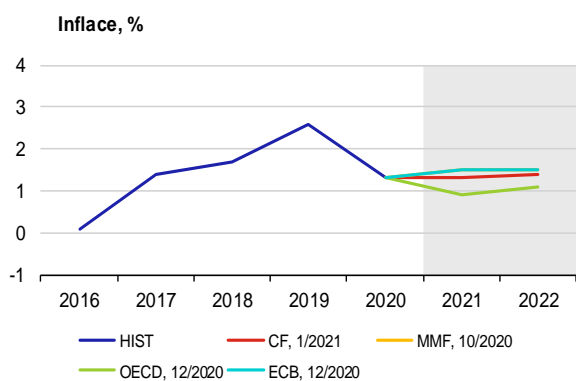
— HIST — CF, 1/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	0,8	0,4	0,6
2022	1,1	1,4	0,6	1,2

Nizozemsko

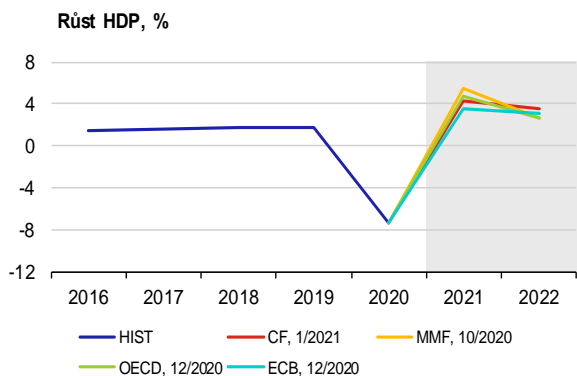


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,8	4,0	0,8	2,9
2022	2,9	2,0	2,9	2,9

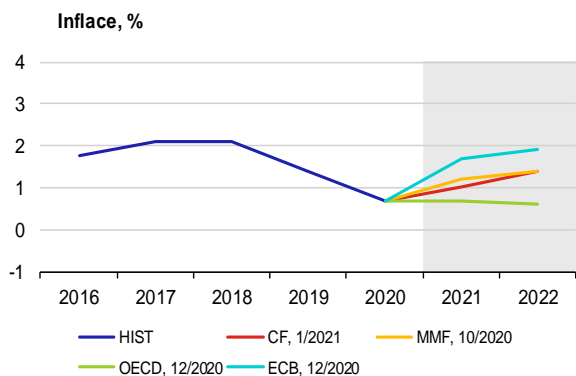


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,3	1,5	0,9	1,5
2022	1,4	1,5	1,1	1,5

Belgie

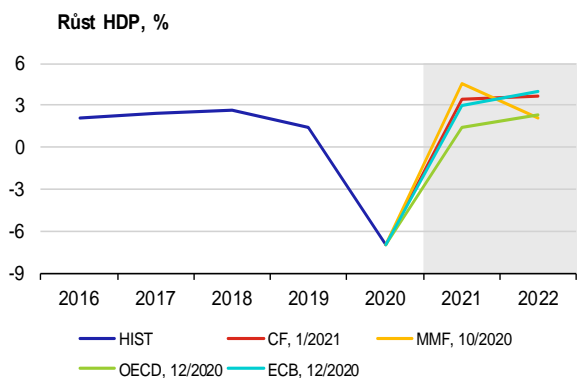


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,2	5,4	4,7	3,5
2022	3,5	2,7	2,7	3,1

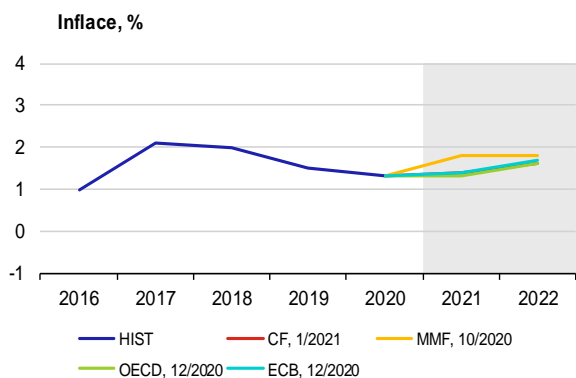


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,0	1,2	0,7	1,7
2022	1,4	1,4	0,6	1,9

Rakousko

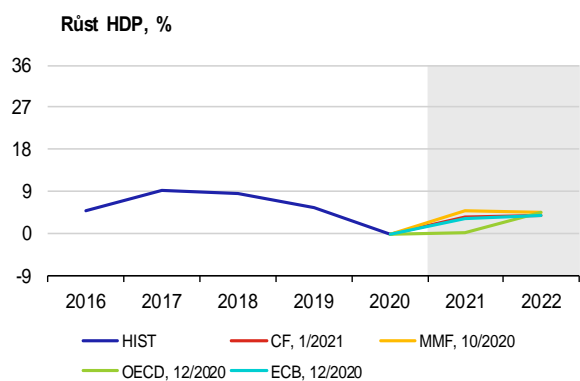


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,4	4,6	1,4	3,0
2022	3,6	2,1	2,3	4,0

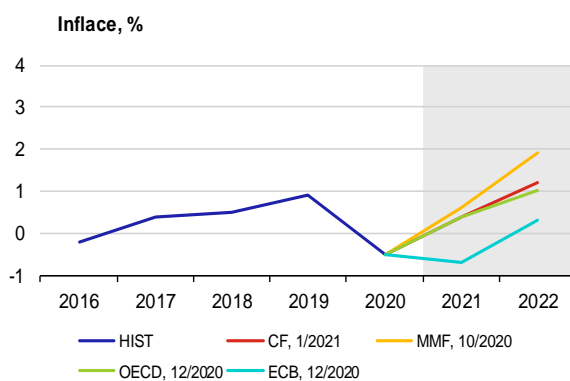


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,4	1,8	1,3	1,4
2022	1,6	1,8	1,6	1,7

Irsko

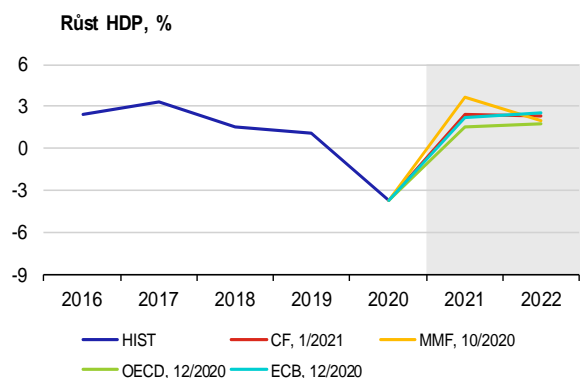


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,5 ↗	4,9	0,1	3,1 ↗
2022	3,7 ↗	4,3	4,3	3,9 ↘

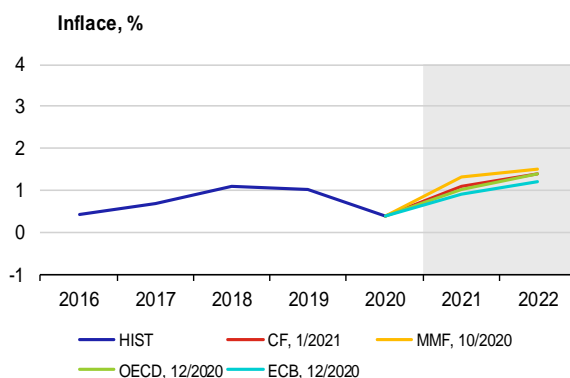


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,4 ↘	0,6	0,4	-0,7 ↘
2022	1,2 ↗	1,9	1,0	0,3 ↘

Finsko

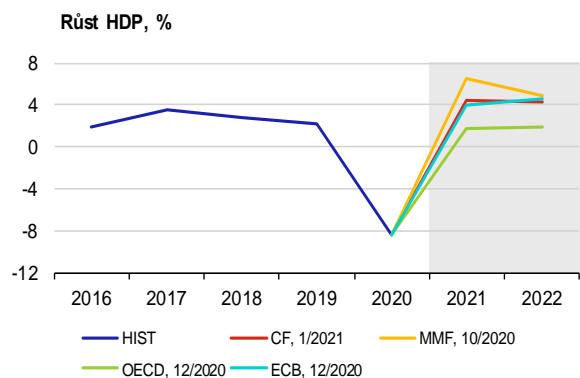


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,4 ↗	3,6	1,5	2,2 ↗
2022	2,3 ↗	2,0	1,8	2,5 ↘

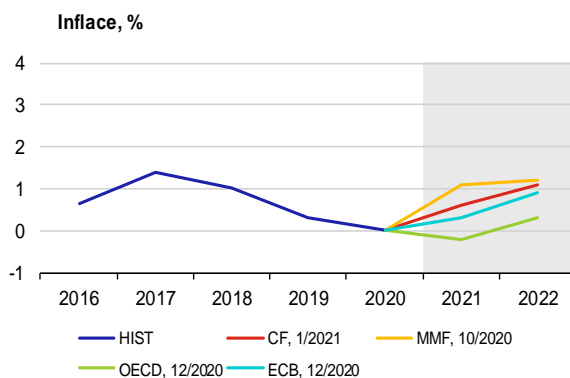


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,1 ↗	1,3	1,0	0,9 ↗
2022	1,4 ↗	1,5	1,4	1,2 ↗

Portugalsko

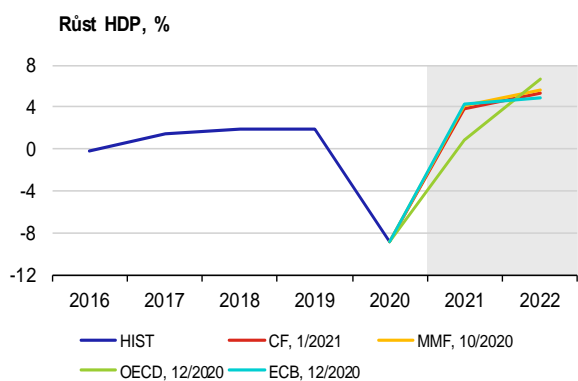


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,4 ↗	6,5	1,7	3,9 ↗
2022	4,2 ↗	4,8	1,9	4,5 ↘

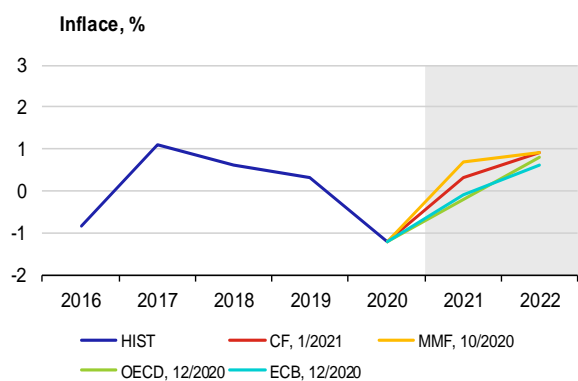


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6 ↘	1,1	-0,2	0,3 ↘
2022	1,1 ↗	1,2	0,3	0,9 ↘

Řecko

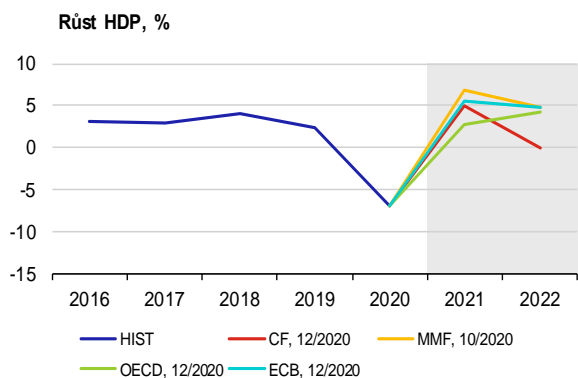


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,8	4,1	0,9	4,2
2022	5,3	5,6	6,6	4,8

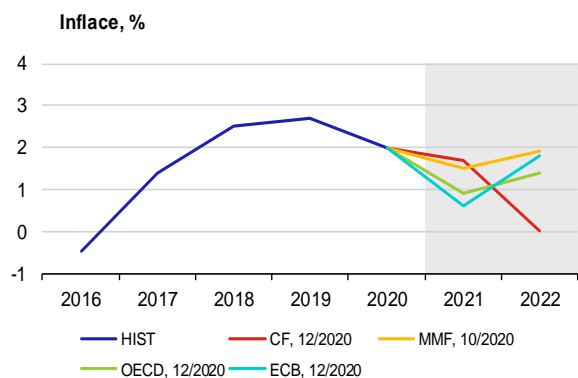


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,3	0,7	-0,2	-0,1
2022	0,9	0,9	0,8	0,6

Slovensko

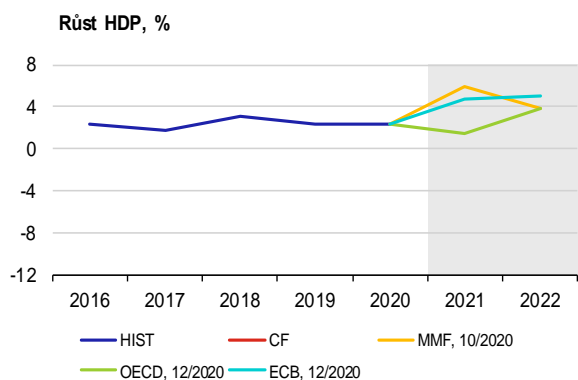


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,9	6,9	2,7	5,6
2022	n.a.	4,8	4,3	4,8

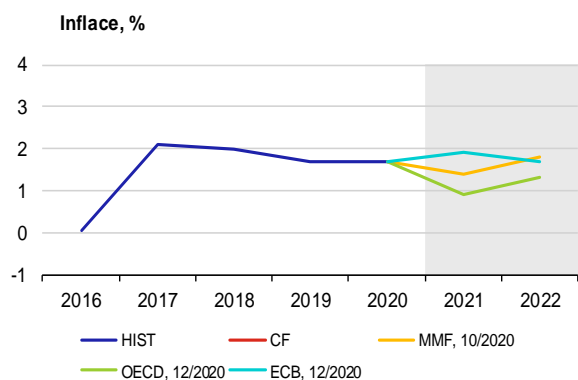


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,7	1,5	0,9	0,6
2022	n.a.	1,9	1,4	1,8

Lucembursko

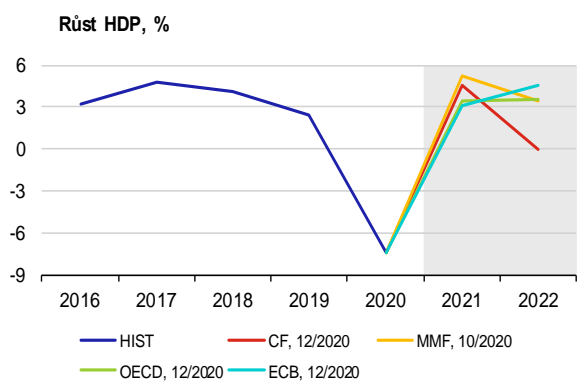


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	5,9	1,5	4,7
2022	n. a.	3,8	3,8	5,0

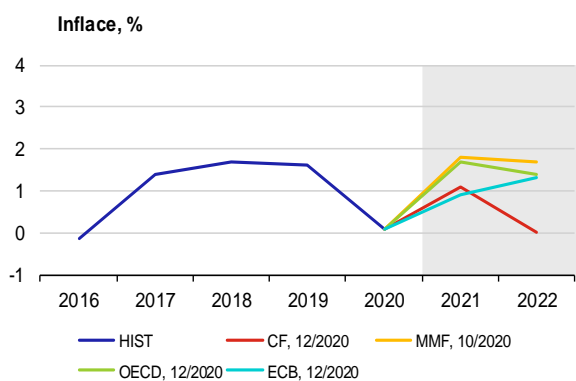


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	1,4	0,9	1,9
2022	n. a.	1,8	1,3	1,7

Slovensko

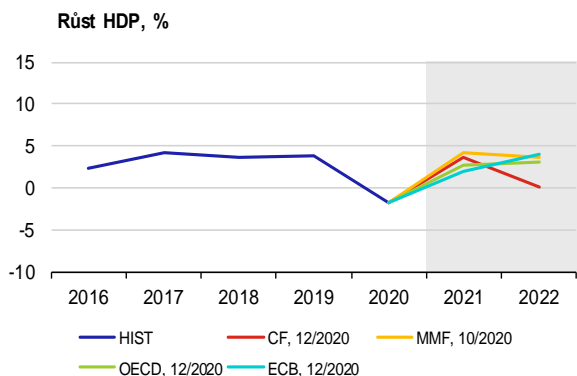


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,6	5,2	3,4	3,1
2022	n.a.	3,4	3,5	4,5

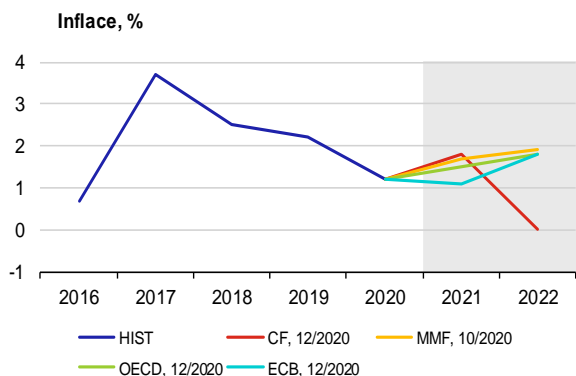


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,1	1,8	1,7	0,9
2022	n.a.	1,7	1,4	1,3

Litva

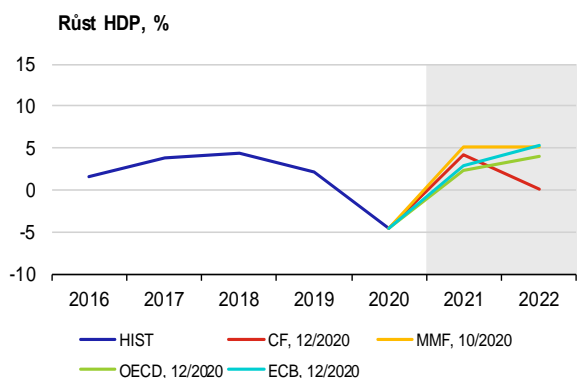


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,7	4,1	2,7	1,9
2022	n.a.	3,7	3,1	4,0

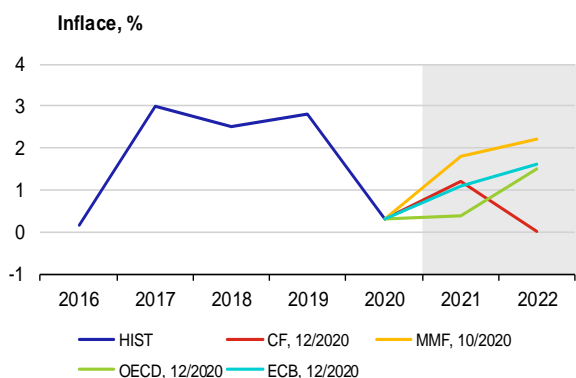


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,8	1,7	1,5	1,1
2022	n.a.	1,9	1,8	1,8

Lotyšsko

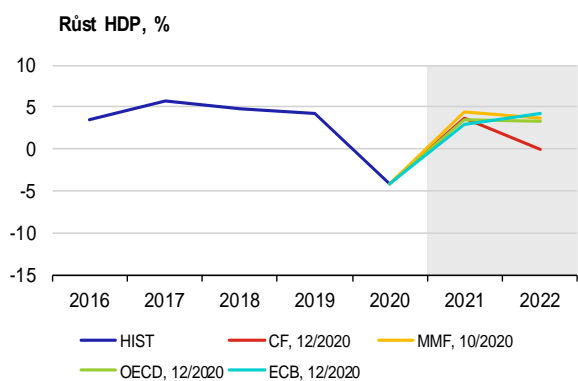


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,1	5,2	2,4	2,8
2022	n.a.	5,1	4,0	5,3

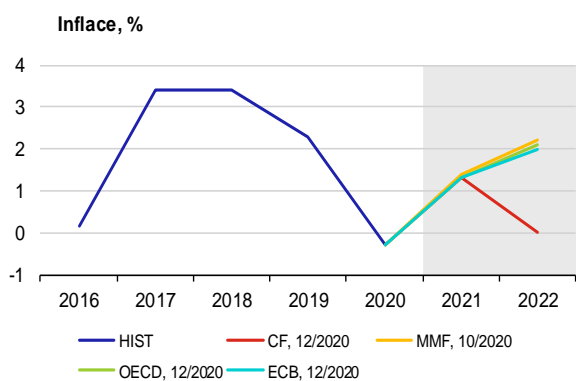


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,2	1,8	0,4	1,1
2022	n.a.	2,2	1,5	1,6

Estonsko

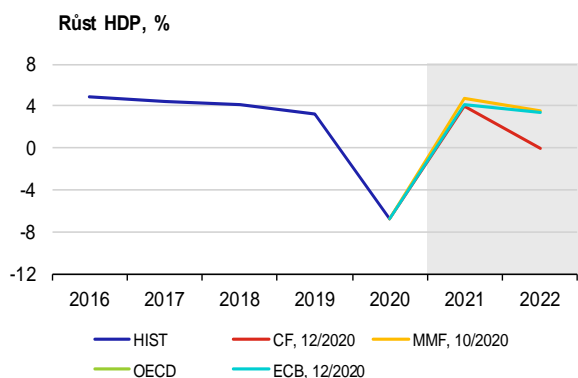


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,6	4,5	3,4	2,9
2022	n.a.	3,7	3,3	4,2

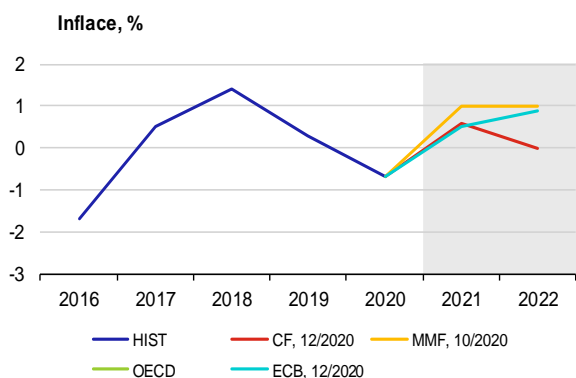


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,3	1,4	1,3	1,3
2022	n.a.	2,2	2,1	2,0

Kypr

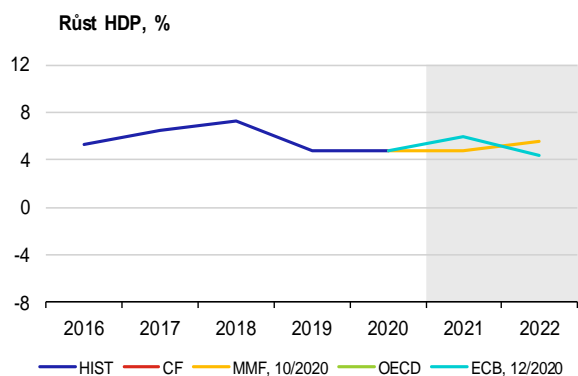


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,0	4,7	n. a.	4,1
2022	n.a.	3,6	n. a.	3,4

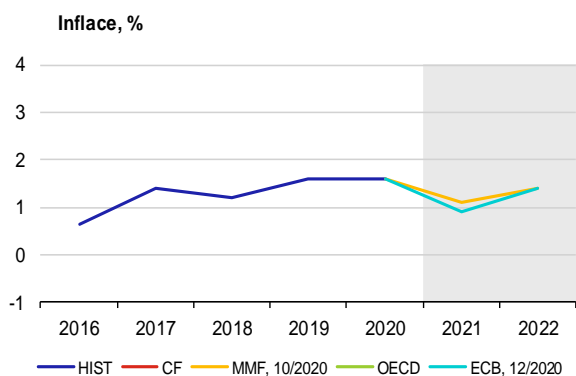


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	1,0	n. a.	0,5
2022	n.a.	1,0	n. a.	0,9

Malta



	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	4,8	n. a.	5,9
2022	n. a.	5,5	n. a.	4,4



	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	1,1	n. a.	0,9
2022	n. a.	1,4	n. a.	1,4

A5. Seznam zkratek 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 vyvážejících 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