

Globální ekonomický výhled

— únor 2021



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 ze zemí – Mexiko	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
Soumrak BIT: nejistá budoucnost správy mezinárodních investic	12
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2021	21
A2. Změna predikcí pro rok 2022	21
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	22
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	22
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	29
A6. Nekonvenční měnová politika centrálních bank	30
A7. Seznam zkratk použitých v GEVu	34

Datum uzávěrky dat

12. února 2021

Sběr dat CF

8. února 2021

Datum publikace GEVu

19. února 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 první 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
Petr Polák	Editor, II.2 Spojené státy
Filip Novotný	II.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	II.3 Spojené království
Martin Kábrt	II.4 Japonsko, V. Zaostřeno na...
Martin Motl	II.5 Čína, II.7 Mexiko
Oxana Babecká	II.6 Rusko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Epidemická situace ve světě by mohla být za svým vrcholem, velké obavy však pramení z dalších mutací Covid-19 a účinnosti stávajících vakcín. Ekonomické dopady pandemie budou však i v letošním roce velmi citelné, a to i vlivem stále nízké proočkovanosti, zejména pak v Evropě. Tento vývoj – jako pomyslné zrcadlo – odráží i nová makroekonomická prognóza Evropské komise. Ta počítá pro rok 2021 s pomalejším růstem EU (3,7 %), než bylo dosud očekáváno (4,1 %). V příštím roce by pak unijní ekonomika dle Evropské komise měla vykazat růst o 3,9 %, v případě zemí platících eurem bude růst nepatrně nižší (3,8 %). Vedle toho Evropský parlament schválil krizový balík (672,5 mld. EUR), který má pomoci zemím EU vyrovnat se s dopady nákazy Covid-19. Tyto prostředky bude možné použít také na priority v oblastech ekologie a digitalizace, nikoli však pro snížení deficitních národních rozpočtů. V obdobném duchu, byť s mnohem těsnějším

Únorový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2021	4,4 ➡	3,5 ↘	4,7 ↗	4,2 ↘	2,3 ↘	8,4 ↗	2,8 ↘
2022	4,1 ↗	3,8 ↗	3,6 ↗	5,6 ↘	2,3 ↗	5,5 ↗	2,7 ↗

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

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

poměrem hlasů, schválil Senát USA tzv. rozpočtovou rezoluci, ve které je přislíbena podpora 1,9 bil. USD pro opatření spojená s bojem proti koronaviru. Pokud rezoluce projde i Sněmovnou reprezentantů, pak by se realizovala další stimulace americké ekonomiky v boji s Covid-19 (např. přímé platby občanům USA ve výši 1400 USD na osobu, či zvýšená federální podpora v nezaměstnanosti a hmotné nouzi).

Únorové výhledy růstu HDP jsou pro příští rok (vyjma UK) pozitivnější, pro

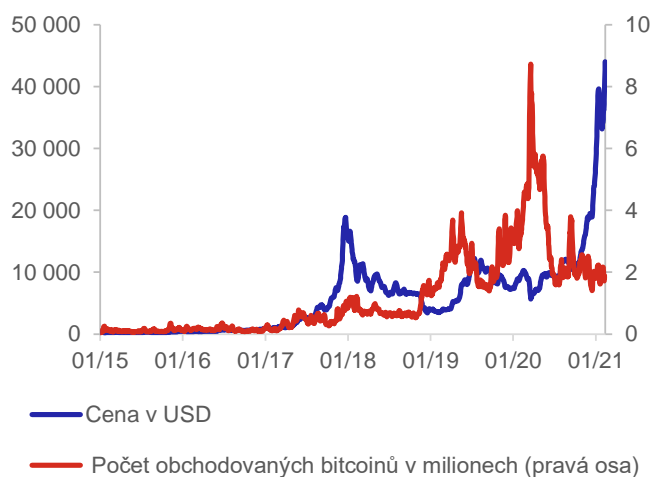
letošní rok se ale zhoršil výhled růstu výkonnosti pro německou, britskou, japonskou a ruskou ekonomiku. Nová čísla odrážejí jak dosavadní proočkovanost, tak pokračující uzavírky v jednotlivých zemích. Ekonomika USA by naopak měla růst svižněji, stejně jako ekonomika Číny. **Výhledy spotřebitelské inflace** jen potvrdily, že cenový růst ve vyspělých zemích i v druhém pandemickém roce výrazně zaostane (vyjma USA) za pomyslným 2% ideálem. Vrásky na čele zřejmě tyto výhledy vytvářejí u centrálních bankéřů zemí platících eurem, kde by inflace jak tento, tak příští rok měla jen mírně převýšit 1% hranici. Jaké nekonvenční nástroje používají centrální banky se můžete dočíst v [příloze tohoto čísla](#).

Americký dolar bude dle únorového CF v ročním horizontu mírně oslabovat oproti libře, jenu, žen-min-pi a rublu, vůči euru velmi nepatrně posílí. Výhled CF pro cenu ropy Brent v ročním horizontu se oproti lednu posunul výše - na 56,4 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, jak ve střednědobém období kolísala a nyní opět strmě roste cena bitcoinu. K tomu výrazně přispělo i vyjádření Elona Muska s tím, že jeho automobilka Tesla investovala do bitcoinu 1,5 mld. USD. Poptávka po bitcoinu roste společně s rostoucími inflačními očekáváními, a omezený počet bitcoinů je vnímán právě jako ochrana proti inflaci. Dalším faktorem je zájem o bitcoin od institucionálních investorů, kteří toto aktivum stále více legitimizují. Zajímavostí je, že se denní počet obchodovaných bitcoinů nyní drží na stabilní hodnotě kolem 2 milionů, v březnu minulého roku, krátce po vypuknutí koronavirové pandemie byly objemy rekordní.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Soumrak BIT: nejistá budoucnost správy mezinárodních investic](#). Článek se zaměřuje na vývoj na poli mezinárodních investic a jejich ochrany. Ač v devadesátých letech nastal ve vzniku smluv velký rozmach, v současné době jejich počet klesá. Je to z části dáno historickou zkušeností, kdy ochrana zahraničních investorů vedla k nákladným kompenzacím, ale také posunem k tvorbě jasných pravidel jak pro domácí, tak zahraniční investory.

Vývoj ceny bitcoinu (BTC) a obchodů za posledních 6 let



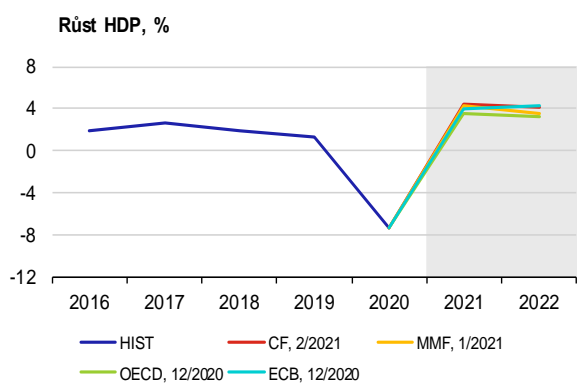
Zdroj: Yahoo Finance

Pozn.: Graf zachycuje 7denní průměry. Počet obchodovaných bitcoinů je vypočten jako podíl denního objemu a ceny.

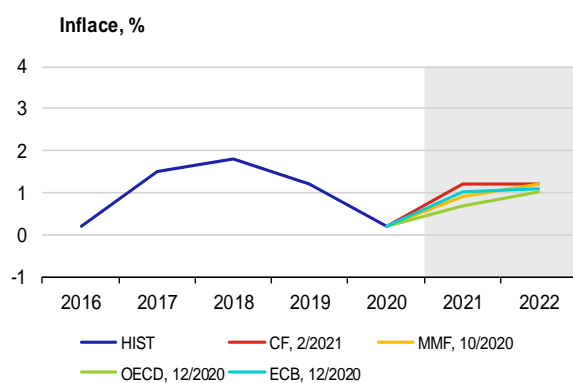
II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku vlivem obnovených restrikcí v boji proti druhé vlně pandemie koronaviru mezičtvrtletně poklesla. Ve srovnání s očekáváním byl však pokles o 0,7 % pouze mírný. Meziročně se HDP eurozóny propadl o 5,1 %. Přes postupně se zlepšující epidemickou situaci pokračují v mnoha zemích eurozóny vládní uzávěrky i v průběhu prvních měsíců letošního roku a je téměř jisté, že významně zasáhnou celé první čtvrtletí, což se neobejde bez negativních ekonomických dopadů. Velmi pravděpodobně tak dojde na začátku letošního roku k dalšímu poklesu ekonomiky, i když výrazně mírnějšímu oproti první vlně pandemie. Ve srovnání s ostatními teritorii eurozóna zaostává v postupu proočkování populace, což se odrazilo mj. v oslabení eura. Ekonomický růst se s postupným uvolňováním vládních opatření na jaře obnoví, ale více zrychlí až ve druhé polovině letošního roku.

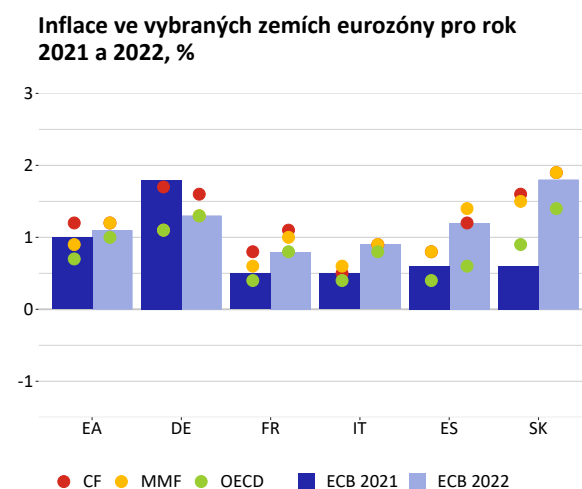
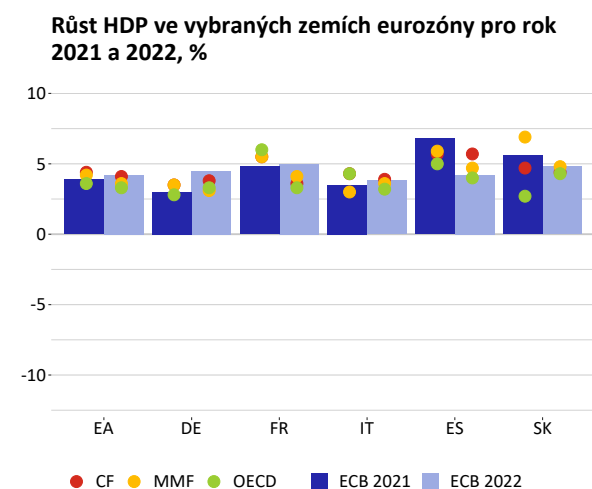
Navzdory vládním uzavírkám, které postihují sektor služeb, pokračoval příznivý vývoj v průmyslu. Oproti předchozímu roku byl v prosinci výkon průmyslu pouze o 0,8 % nižší. Výroba meziproductů dokonce meziročně vzrostla. Dobře si vedly zejména exportní ekonomiky díky poptávce z Asie. V závěru roku výrazně zrychlila průmyslová výroba (zejména dopravních prostředků) na Slovensku, zatímco po svižném růstu německého průmyslu z předchozích měsíců došlo v prosinci k jeho meziměsíční stagnaci. V lednu poklesl předstihový ukazatel Ifo. Naopak ke zlepšení došlo v případě ZEW indikátoru ekonomického sentimentu. Na divergenci mezi průmyslem a službami jasně ukazuje předstihový ukazatel PMI. Zatímco se celkový indikátor v lednu propadl hlouběji do pásma kontrakce, tak v sektoru zpracovatelského průmyslu se udržel i přes mírný pokles v expanzivním pásmu. To svědčí o pokračující odolnosti průmyslu i na začátku letošního roku, kterou potvrzuje i ukazatel spotřeby elektřiny ve špičce očištěný o vliv počasí.¹ Ten byl na konci ledna v hlavních ekonomikách eurozóny pouze mírně pod úrovní z předchozího roku. Podniky však hlásí zpoždování dodávek a také růst dopravních nákladů, což se v letošním roce projeví ve zvýšených inflačních tlacích.



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



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



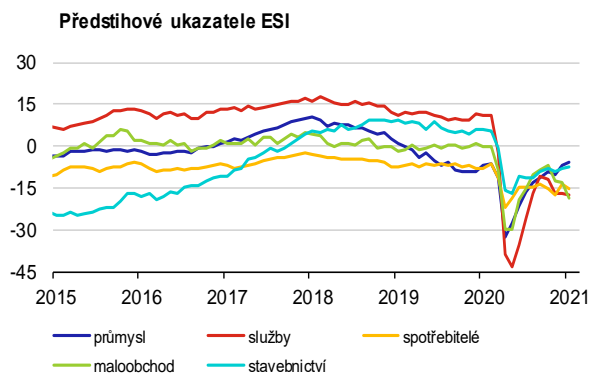
Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

¹ Zdroj: Bruegel.

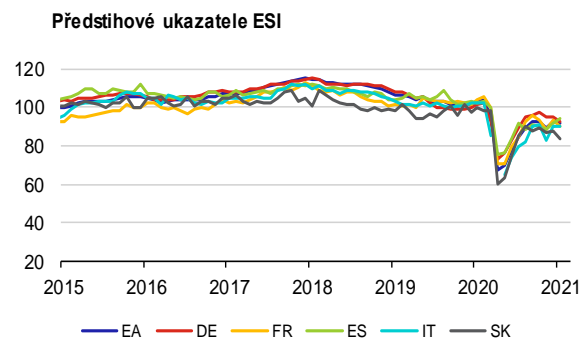
Nadále je očekáváno oživení ekonomického růstu eurozóny v letošním roce o 4,4 % a následné mírné zvolnění růstu v roce 2022. V letošním roce by mělo nejrychleji růst Španělsko (+5,7%) a Francie (+5,5%), což jsou ekonomiky s vysokým podílem služeb (např. turismu) na přidané hodnotě. Německo by mělo zaznamenat růst ve výši 3,5 % při podstatně mírnějším propadu v roce 2020. V roce 2022 německá, francouzská ani italská ekonomika neporoste dle výhledu o více než 4 %, zatím co ve Španělsku je očekáváno bezmála 6% tempo růstu.

Výhled inflace v eurozóně byl v reakci na její překvapivé zrychlení v lednu přehodnocen pro letošní rok směrem vzhůru. Po několika měsících předchozího mírného poklesu vzrostly ceny na začátku letošního roku o 0,9 % při výrazném zrychlení jádrové inflace na 1,4 %. V prudkém obratu ve vývoji spotřebitelských cen se promítly jednorázové faktory – zejména opětovné zvýšení sazeb DPH v Německu společně se zvýšením zdanění emisí oxidu uhličitého. Rolí mohlo sehrát také zvýšení zákonné minimální mzdy v Německu. Inflace v lednu ale poskočila i v dalších zemích eurozóny s výjimkou Slovenska. Vyšší lednová inflace tak mohla souviset s vládními uzavírkami obchodů a tedy absencí tradičních sezónních výprodejů a dále také s aktualizací spotřebního koše ve prospěch položek s vyšší inflací. Podle lednového CF dosáhne letos inflace v eurozóně 1,2% úrovně, na které se udrží i v roce 2022. Zatímco spotřebitelské ceny letos vzrostou v Německu o 1,7 %, tak utlumený cenový vývoj je z velkých zemí očekáván v Itálii.

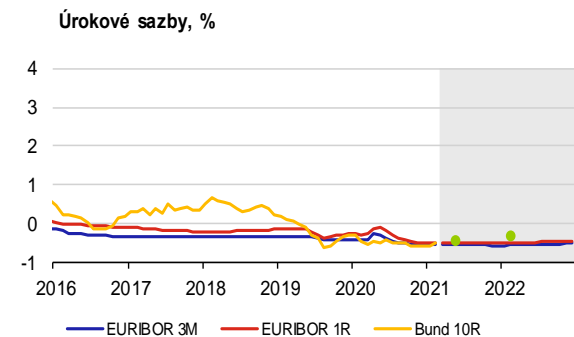
Na lednovém zasedání ponechala ECB základní úrokové sazby i svůj masivní stimulační program představený v prosinci beze změny. Prezidentka Lagardeová zopakovala, že pandemie koronaviru představuje stále významné riziko pro ekonomiku eurozóny. I v případě dalšího prodlužování vládních omezení za horizont prvního čtvrtletí ale trh neočekává změny v nastavení měnové politiky ECB. Centrální banka také nebude v tomto roce reagovat na očekávané dočasné zvýšení inflace spojené na jedné straně s jednorázovými administrativními vlivy a meziročním nárůstem cen energií a s obnovením zadržené poptávky ve vybraných odvětvích po uvolnění restrikcí na straně druhé.



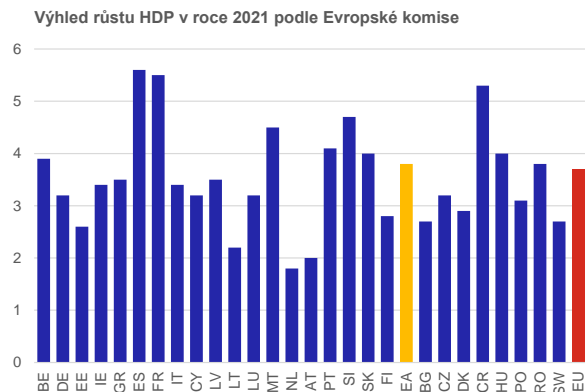
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
11/20	-10,2	-17,0	-17,6	-12,7	-9,0
12/20	-6,8	-17,1	-13,8	-12,9	-8
1/21	-5,9	-17,8	-15,5	-18,9	-7,7



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
11/20	89,3	94,9	88,5	88,5	83,1	87,0
12/20	92,4	95,1	93,0	91,5	89,8	87,9
1/21	91,5	92,8	90,4	93,9	90,2	83,3



	1/21	2/21	5/21	2/22
3M EURIBOR	-0,55	-0,54	-0,54	-0,55
1Y EURIBOR	-0,50	-0,51	-0,51	-0,49
10Y Bund	-0,56	-0,48	-0,40	-0,30



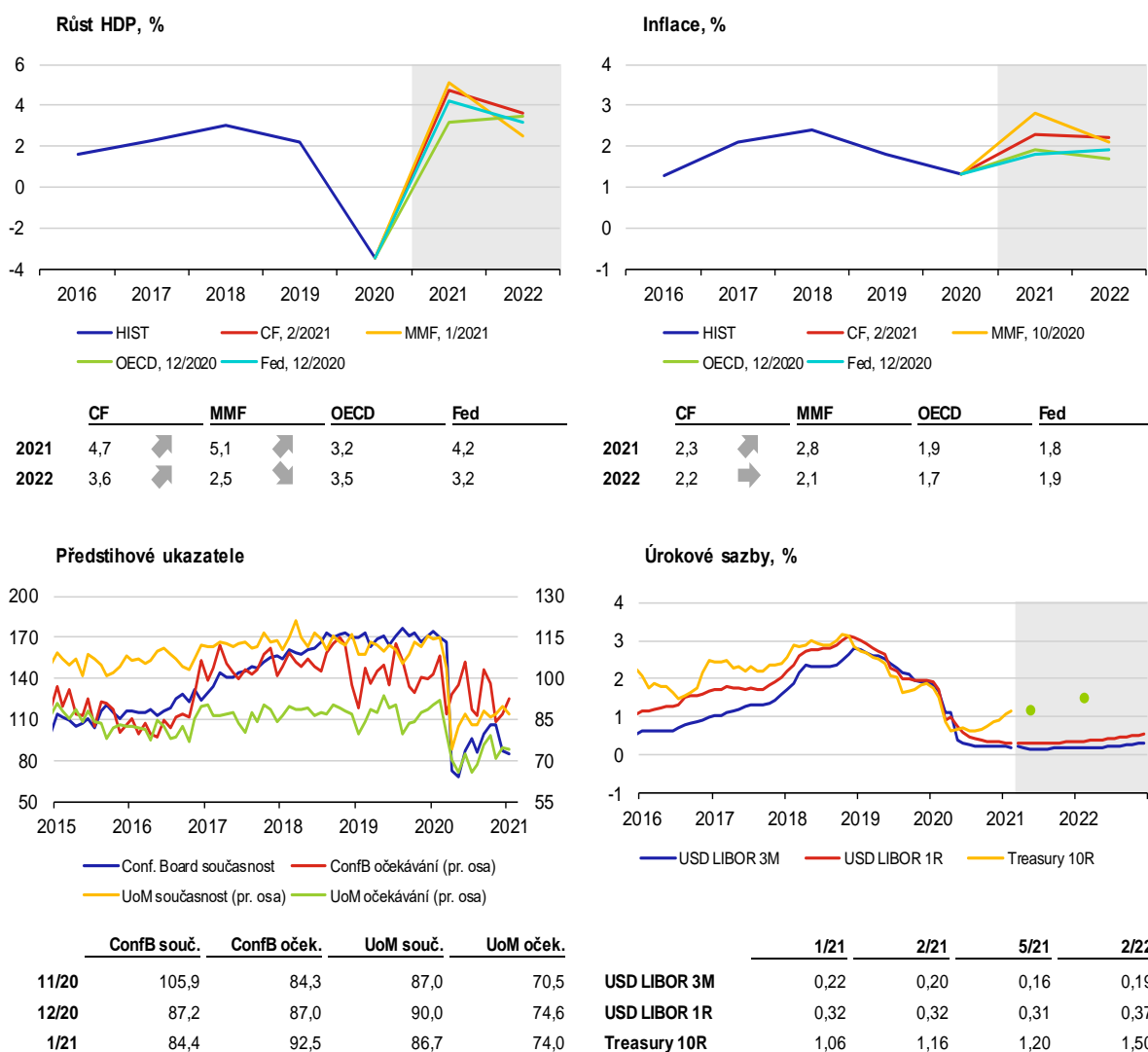
II.2 Spojené státy

Podle aktuálních údajů začínají v USA dostávat koronavirus pod kontrolu. Denní počet nově nakažených klesl za poslední měsíc o polovinu a stále klesá. Denně je nyní nakaženo 100 000 osob. Pozitivní zprávou rovněž je, že se daří velmi dobře a rychle očkovat. Dle statistik z poloviny února bylo na 100 obyvatel podáno celkem 14 dávek, což řadí USA celosvětově na přední příčky v rychlosti očkování. Nový prezident J. Biden současně ohlásil, že fiskální podpora bude navýšena na 1,9 bil. USD. Nezaměstnanost v lednu klesla na 6,3 % a bylo vytvořeno 49 tisíc míst v nezemědělském sektoru. Vpředhledící indikátory PMI – jak ve službách (58,3), tak ve výrobě (59,2), a tedy i kompozitní (58,7) - se i nadále pohybují v pásmu expanze a rostou. Vzrostl i index ekonomického optimismu spotřebitelů, především díky zlepšující se pandemické situaci.

Dle únorového výhledu CF by letos měla americká ekonomika růst o 4,7 %, což je o 0,4 p. b. více, než byl lednový odhad. Jde o další zvýšení, které reflektuje nejen pozitivní sentiment, ale především dobré zprávy ohledně zvládnutí pandemie. CF současně vylepšil i odhad růstu HDP pro rok 2022 o 0,2 p. b. na 3,6 %. MMF byl ve své lednové zprávě ve výhledu pro letošní rok ještě optimističtější, neboť vidí růst dokonce o 5,1 %.

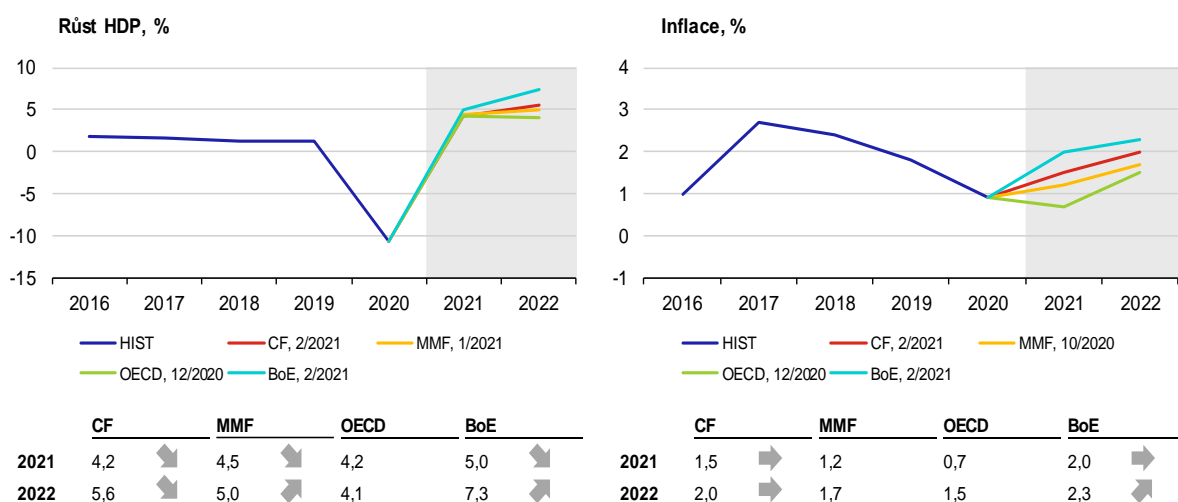
Inflace dosáhla v USA v lednu 1,4 % mezioččně, což bylo způsobeno zejména růstem cen potravin (3,8 %) a služeb (1,3 %), naopak ceny energií klesly (-3,6 %). Výhled inflace pro tento rok se dle CF posunul o 0,2 p. b. výše na 2,3 % a nový výhled pro rok 2022 pak odhaduje růst spotřebitelských cen o 2,2 %, tedy stejně jako před měsícem.

Americký Fed na lednovém zasedání svou měnovou politiku nezměnil. Sazby tak zůstávají poblíž nuly a současně pokračují nákupy aktiv ve výši 120 mld. USD měsíčně. Podle předsedy J. Powella totiž zatím nenastal zásadní posun v naplňování cílů Fedu, tedy inflace a zaměstnanosti. Naopak bylo uvedeno, že dynamika zotavování ekonomiky slábne a proto Fed bude v její podpoře i nadále pokračovat.



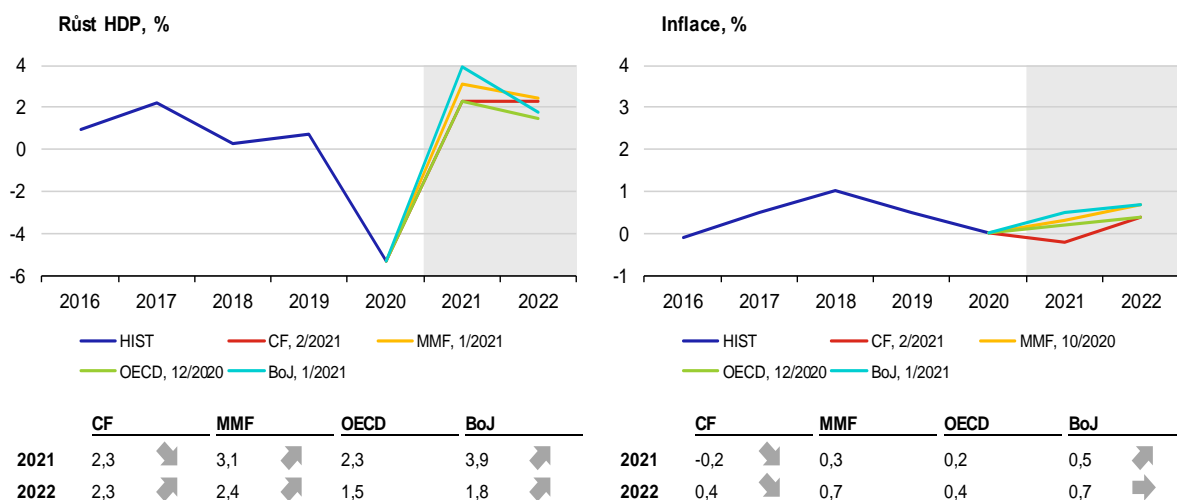
II.3 Spojené království

BoE odhaduje, že HDP v prvním čtvrtletí poklesne přibližně o 4 % (oproti očekávanému růstu v listopadové prognóze), avšak po roce 2021 se růst rychle obnoví na úroveň před pandemií. Podstatným předpokladem pro zotavení ekonomiky je nadějně započatý očkovací program, který by mohl pomoci uvolnit zadržované spotřebitelské výdaje později v letošním roce. Míra nezaměstnanosti v tříměsíčním období do konce listopadu vzrostla na 5 % (nejvyšší úroveň od roku 2016) a BoE předpokládá její další nárůst v příštích několika čtvrtletích. Základní úroková sazba (0,1 %) i stávající program nákupu aktiv (895 mld. liber) byly zachovány. Guvernér BoE A. Bailey vyzval k přípravě na záporné úrokové sazby, což však nemá být signál, že tento měnový nástroj bude přijat. CF i MMF dle nových prognóz očekávají oproti BoE nižší pokles ekonomiky v letošním roce a její slabší oživení v roce 2022. Kompozitní ukazatel PMI byl nejnižší od května 2020 – kvůli nejprudšímu poklesu aktivity soukromého sektoru spadl v lednu 2021 do pásma kontrakce na hodnotu 41,2.



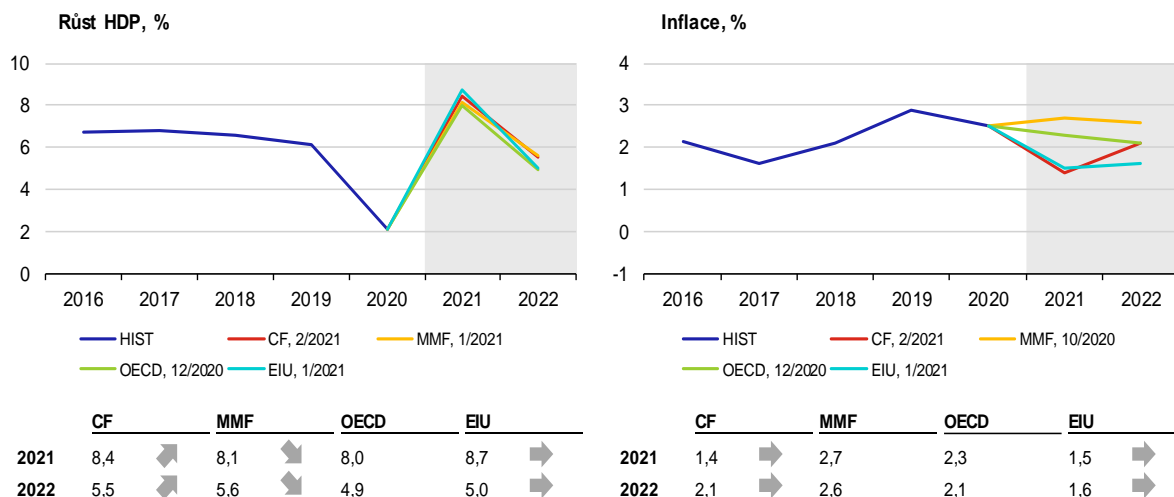
II.4 Japonsko

Navzdory zhoršení ekonomických indikátorů vzrostly v Japonsku burzovní indexy na rekordní úrovni. Lednový index aktivity PMI ve výrobě sice zůstal na prosincové neutrální hodnotě, PMI ve službách se však, podobně jako důvěra spotřebitelů, snížil. Spotřebitelské ceny v prosinci dále prohloubily svůj meziroční pokles na -1,2 %. Nezaměstnanost v prosinci stagnovala, ale mzdy meziročně klesly již devátý měsíc v řadě. Prosincový propad o 3,2% byl navíc největší od června 2015. Oproti tomu oba hlavní burzovní indexy – široký Topix i užší Nikkei 225 – dosáhly v únoru nejvyšších hodnot za více než 30 let. V důsledku požadavku na klinické testy vakcín přímo v Japonsku začíná země s očkovaním proti Covid-19 až v druhé polovině února. Rozsah nákazy je však stabilní a výrazně nižší než v Evropě či Severní Americe. Tomu odpovídají i relativně mírné ekonomické uzavírky a opatření.



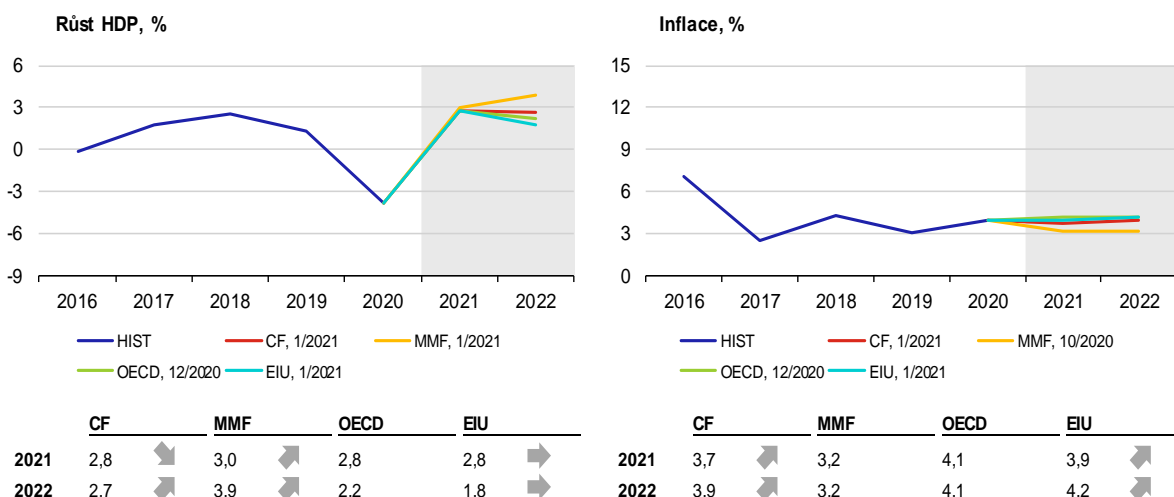
II.5 Čína

Čínská ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2020 překonala očekávání, kdy meziročně vzrostla o 6,5 % a zaznamenala v minulém roce růst o 2,3 %. I přesto, že se jedná o nejpomalejší celoroční růst reálného HDP od roku 1976, se Čína s koronavirovou pandemií vypořádala nejlépe ze všech hlavních ekonomik světa, všechny ostatní v minulém roce poklesly. Nejvíce k loňskému růstu přispívaly mohutné vládní investice, které se promítaly zejména v solidním růstu průmyslu. Dopad měly ale i na spotřebu, která se postupně zotavovala a na konci roku poprvé od vypuknutí koronavirové krize zaznamenala největší příspěvek k růstu HDP ze všech jeho složek. V menší míře k růstu ekonomické aktivity přispíval také čistý vývoz, který mimo jiné těžil z rostoucí poptávky po zdravotnických výrobcích a technologických zařízeních. Analytici CF předpokládají meziroční růst čínské ekonomiky v letošním roce o 8,4 %, resp. o 5,5 % v roce 2022. Spotřebitelské ceny v Číně letos dle únorového výhledu CF porostou 1,4% tempem, v příštím roce jejich tempo růstu zrychlí na 2,1 %.



II.6 Rusko

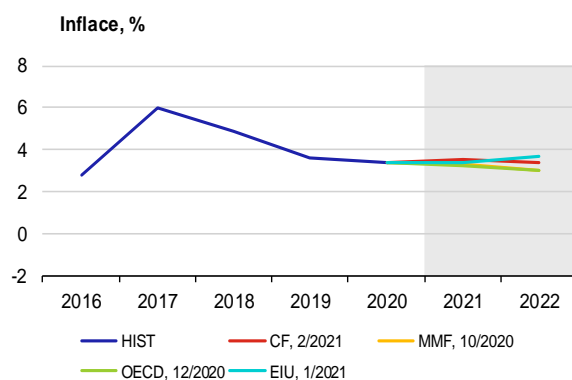
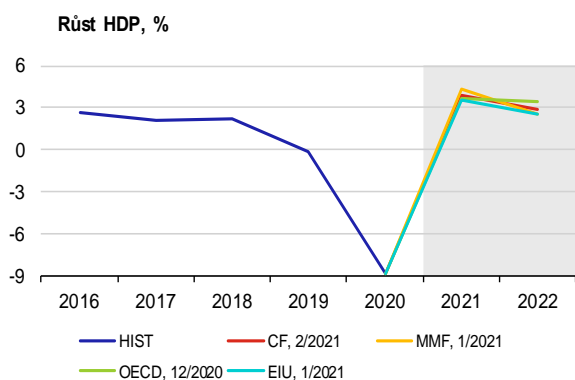
Podle prvního odhadu Rosstatu vývoj HDP v loňském roce mírně předčil očekávání. Propad HDP oproti roku 2019 činil 3,1 %. Pro srovnání Ruská centrální banka očekávala 3,9% propad a prosincový CF 3,8%. I v Rusku se průmyslu dařilo poněkud lépe než službám. Propad průmyslové produkce v roce 2020 byl v porovnání s celkovým HDP mírnější a dosáhl 2,9 %. Počet obyvatel Ruska k 1. 1. 2021 poklesl oproti předchozímu roku o více než půl milionu osob na 146,2 mil. Zároveň počet úmrtí v roce 2020 byl o téměř 20 % vyšší v porovnání s rokem 2019, přičemž zhruba polovina tohoto přírůstku připadá na osoby zemřelé přímo na Covid-19, nebo osoby pozitivně testované na Covid-19. Podle všech sledovaných institucí by letošní rok měl přinést zlepšení a totéž naznačují i předstihové ukazatele. PMI ve zpracovatelském průmyslu se již druhý měsíc udržuje nad 50bodovou hodnotou a PMI ve službách ji v lednu poprvé za posledních pět měsíců překročil.



II.7 Výběr ze zemí – Mexiko

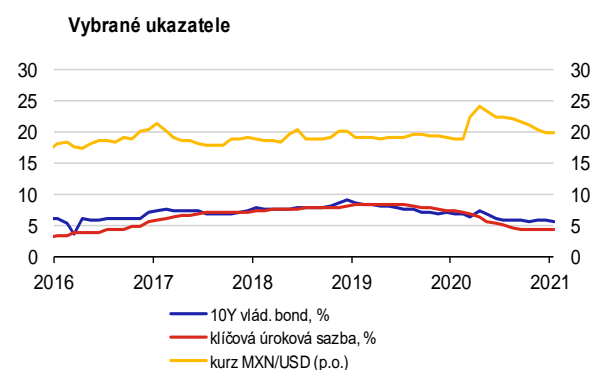
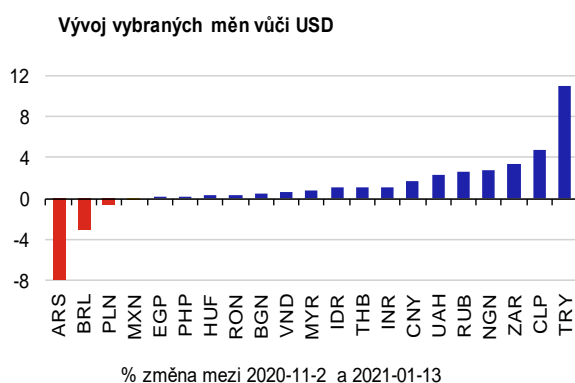
Mexická ekonomika v roce 2020 meziročně poklesla o 8,3 % a zaznamenala tak nejhlubší propad za posledních několik desetiletí. Dopady koronavirové pandemie se nejvíce promítly v rekordním poklesu ekonomické aktivity - ve druhém čtvrtletí o téměř 19 %. Negativně přitom bylo zasaženo stavebnictví, zpracovatelský průmysl a zejména pak motor mexické ekonomiky – sektor služeb, který tvoří dvě třetiny tamní ekonomiky. Od druhé poloviny roku následně docházelo k postupnému obnovování ekonomické aktivity a v posledním čtvrtletí minulého roku mexická ekonomika zmírnila meziroční pokles HDP na -4,5 %. To odráželo všeobecné zlepšení napříč hlavními odvětvími ekonomiky včetně průmyslu, který těžil zejména z oživující se zahraniční poptávky, především z USA. Na druhou stranu fiskální podpora domácnostem a podnikům je dlouhodobě velmi slabá. V poslední době se navíc opět zvyšují rizika v důsledku zavádění nových omezení v reakci na rychle rostoucí nové případy onemocnění Covid-19. Mexiko přitom po USA a Brazílii eviduje třetí nejvyšší počet úmrtí na světě v důsledku onemocnění Covid-19. Ekonomický růst tak bude od začátku letošního roku oživovat jen velmi pozvolna, neboť lze předpokládat další omezení ve výrobě a zejména ve službách. V letošním roce by mexická ekonomika měla oproti roku 2020 růst o 3,9 %, resp. o 2,9 % v roce 2022.

Meziroční inflace spotřebitelských cen se od června 2020 pohybuje v horní polovině pásma inflačního cíle (2 až 4 %). Tempo růstu 3,5% se udrželo i v lednu letošního roku. Rychlejší růst spotřebitelských cen od druhé poloviny minulého roku odrážel zejména silící poptávkové tlaky při pozvolném oživování ekonomické aktivity, a také výrazné uvolňování měnové politiky Banco de México v podobě snižování hlavní úrokové sazby od začátku roku 2020 ze 7,25 % až na 4 % na měnovém zasedání dne 11. února. Dalším faktorem cenového růstu jsou vyšší ceny pohonných hmot a výpadky na straně nabídky v návaznosti na narušení dodavatelských řetězců, způsobené koronavirovou pandemií. Růst spotřebitelských cen v průměru kolem 3,5 % se očekává i v letošním a příštím roce.



	CF	MMF	OECD	EIU
2021	3,9	4,3	3,6	3,5
2022	2,9	2,5	3,4	2,5

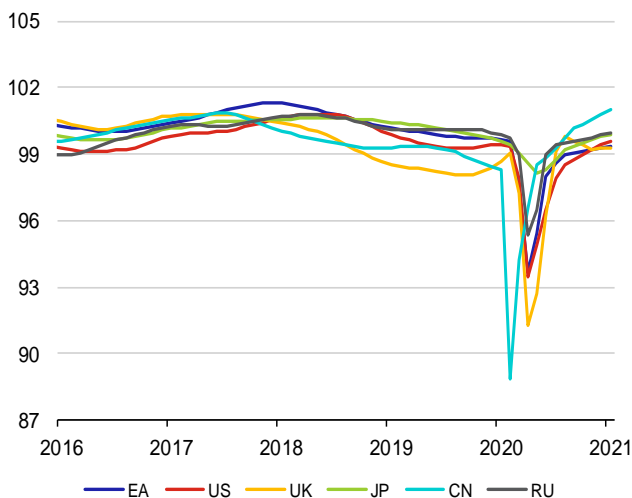
	CF	MMF	OECD	EIU
2021	3,5	n.a.	3,2	3,4
2022	3,4	n.a.	3,0	3,7



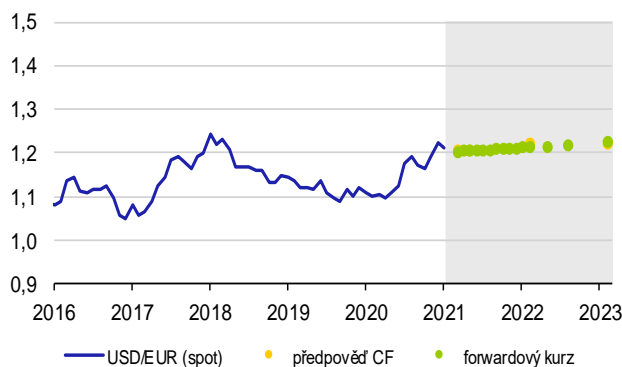
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	MXN/USD
11/2020	5,96	4,25	20,41
12/2020	5,84	4,25	19,95
1/2021	5,66	4,25	19,93

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

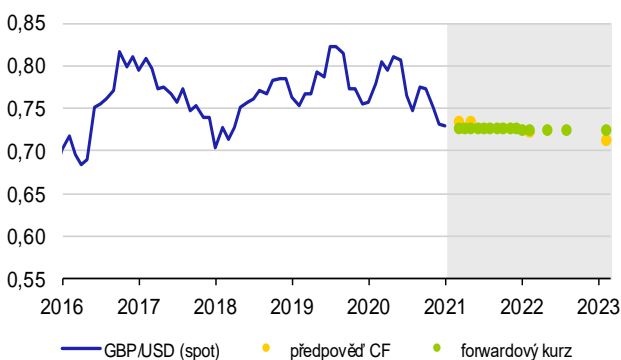


Americký dolar (USD/EUR)



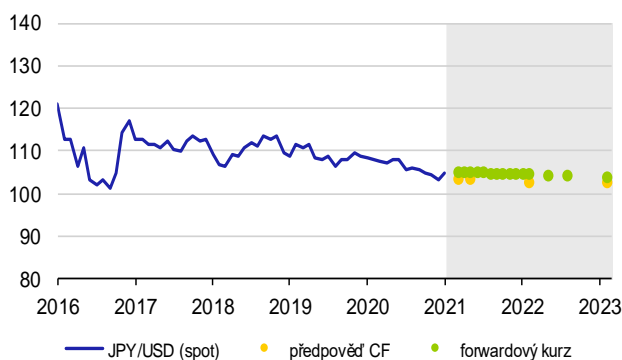
	8/2/21	3/21	5/21	2/22	2/23
spotový kurz	1,205				
předpověď CF		1,208	1,209	1,224	1,225
forwardový kurz		1,206	1,207	1,215	1,226

Britská libra (GBP/USD)



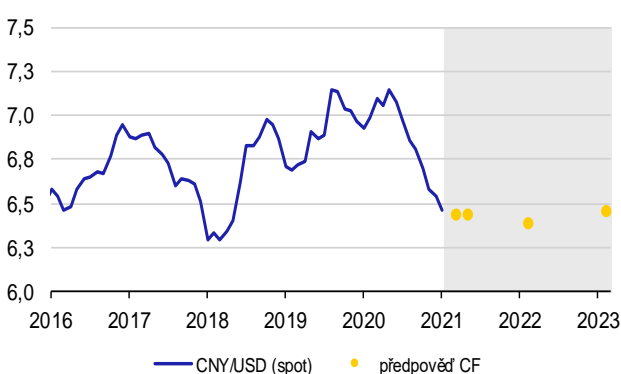
	8/2/21	3/21	5/21	2/22	2/23
spotový kurz	0,728				
předpověď CF		0,736	0,735	0,723	0,714
forwardový kurz		0,728	0,727	0,726	0,725

Japonský jen (JPY/USD)



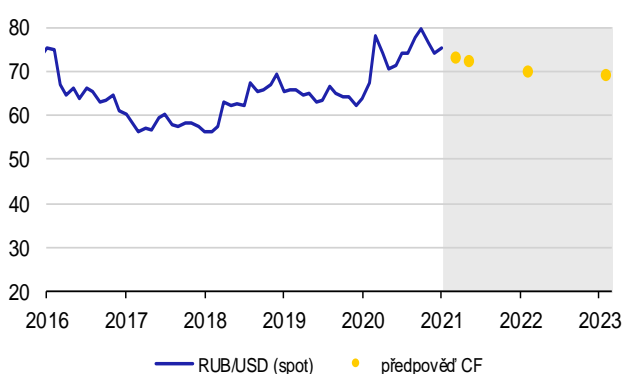
	8/2/21	3/21	5/21	2/22	2/23
spotový kurz	105,2				
předpověď CF		103,7	103,5	102,9	102,9
forwardový kurz		105,2	105,1	104,7	104,1

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	8/2/21	3/21	5/21	2/22	2/23
spotový kurz	6,458				
předpověď CF		6,447	6,439	6,398	6,463

Ruský rubl (RUB/USD)

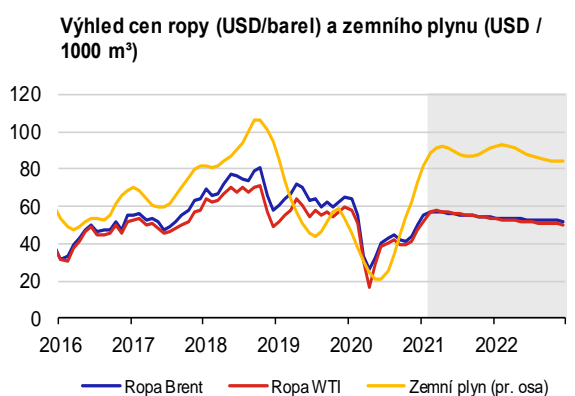


	8/2/21	3/21	5/21	2/22	2/23
spotový kurz	74,26				
předpověď CF		73,48	72,36	70,23	69,52

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.

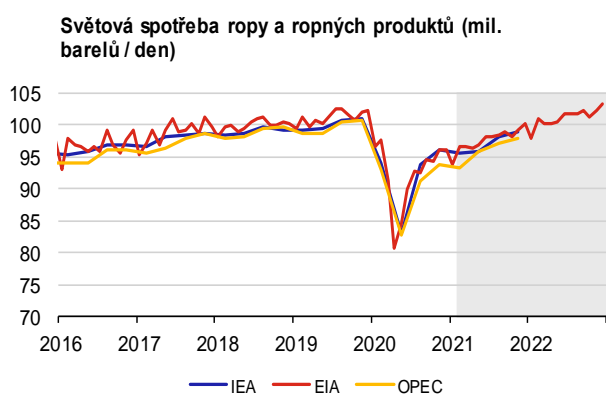
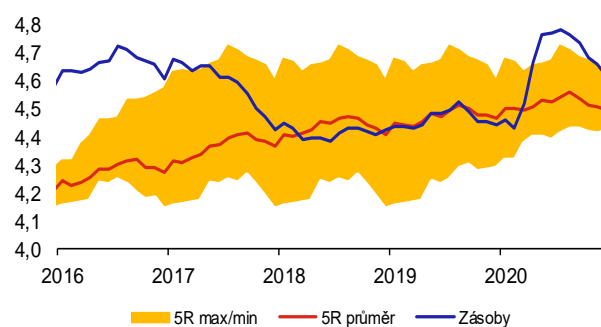
IV.1 Ropa

Po skokovém růstu na začátku ledna se cena ropy Brent opět ustálila a ve zbytku měsíce se pohybovala mírně nad 55 USD/barel. Na začátku února se její růst obnovil a cena se dostala nad hranici 60 USD/barel. Na překvapivé rozhodnutí Saúdské Arábie jednostranně snížit v únoru a březnu těžbu nad rámec dříve dohodnutých kvót reagovala cena ropy Brent na začátku ledna rychlým růstem k 55 USD/barel. Poté se cena ropy ustálila, když proti pozitivnímu sentimentu, pramenícímu ze začínajícího procesu očkování a omezené nabídky ropy ze zemí aliance OPEC+, působil nadále slabý krátkodobý výhled poptávky. Na začátku února však cena ropy Brent opět rychle vzrostla. Politika aliance OPEC+ je úspěšná i díky tomu, že producenti ropy v USA tentokrát reagují na růst cen ropy zatím jen opatrným zvyšováním produkce, nadále jen omezeně investují a preferují snižování obrovských dluhů. Pokles globálních zásob je tak rychlejší a OPEC odhaduje, že zásoby v zemích OECD by mohly do srpna klesnout k pětiletému průměru. Omezená nabídka ropy se projevuje i postupným zvětšováním negativního sklonu futures křivky cen ropy, což na trh přitahuje i dlouhodobější investory, kteří mohou se ziskem rolovat kontrakty. Poptávka po ropě v Číně se již vrátila na úroveň před vypuknutím epidemie a dále roste, k normálu se vrátila i poptávka v Indii. Krátkodobě jsou ceny ropy podporovány i nezvykle chladným počasím na severní polokouli a k optimismu přispívá i od poloviny ledna klesající celkový počet nově nakažených koronavirem ve světě nebo očekáváním dalšího fiskálního stimulu v USA. Tržní křivka ze začátku února signalizuje postupný pokles cen ropy Brent na 54 a 52 USD/barel ke konci letošního, resp. příštího roku. Aktuální předpověď EIA očekává pro letošní první čtvrtletí průměrnou cenu 56 USD/barel, ale poté její pokles na 52 USD/barel ve zbytku roku v důsledku růstu globální těžby (i těžby v USA). V roce 2022 by měla cena vzrůst na průměrných 55 USD/barel.



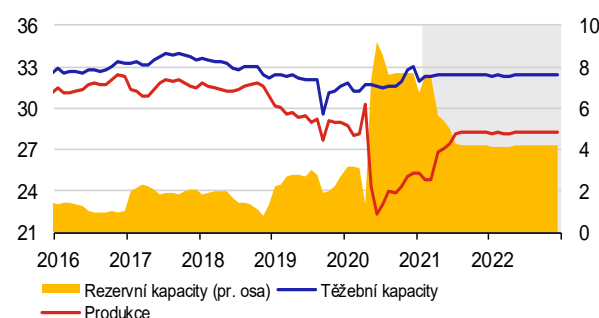
	Brent	WTI	Plyn
2021	55,63 ↗	55,60 ↗	266,72 ↗
2022	52,94 ↗	51,74 ↗	264,41 ↗

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



	IEA	EIA	OPEC
2021	97,14 ↗	97,67 ↘	96,03 ↗
2022		101,17 ↗	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2021	27,14 ↘	32,38 ↗	5,24 ↗
2022	28,21 ↘	32,37 ↗	4,17 ↗

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

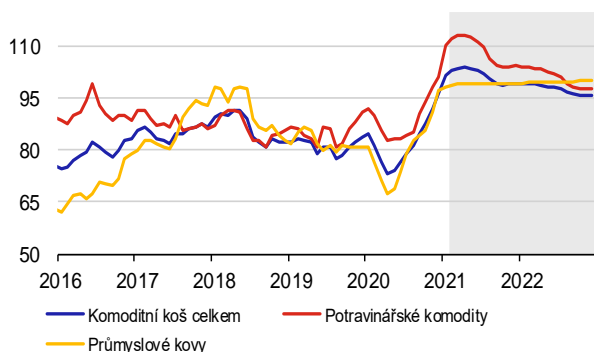
Průměrná cena zemního plynu v Evropě v lednu v důsledku podprůměrných teplot dále silně (téměř o čtvrtinu) rosla. Zásoby plynu se snížily ze 74,1 % celkové kapacity na konci prosince na 51,5 % na konci ledna, minulý rok činily 71 %. K rychlému poklesu zásob přispívá i nízký dovoz LNG, neboť většina této komodity míří do Asie, kde jsou ceny více než 2x vyšší. Cena termálního uhlí rostla v lednu pátý měsíc v řadě (o dalších téměř 5 %). Důvodem bylo chladné počasí v severovýchodní Asii a zvýšený dovoz do Číny, kde v důsledku oživení ekonomiky silně roste výroba elektřiny.

Průměrný měsíční index cen neenergetických surovin pokračoval v rychlém růstu i v lednu a první polovině února. Hlavním tahounem růstu byl dílčí index cen potravinářských komodit, který si v lednu připsal téměř 10 %. Jeho vliv pak převládá i na klesajícím výhledu celkového indexu.

K silnému růstu dílčího indexu cen potravinářských komodit opět nejvíce přispěly „energetické“ zrniny – kukuřice a sója. Jejich ceny jsou nejvyšší od roku 2014, ale zároveň se u nich na výhledu očekává i nejsilnější korekce. Rovněž cena pšenice se dostala na nejvyšší úroveň za téměř 7 let, její růst se však v lednu zastavil, výhled je jen mírně klesající. Po dlouhé stagnaci se v lednu zvýšila cena rýže. Mírně ještě rostly i ceny cukru a hovězího masa.

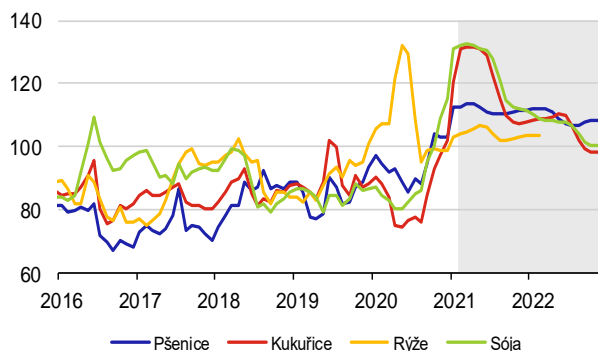
Ve skupině průmyslových kovů předchází silný růst cen v lednu a první polovině února značně zpomalil v důsledku obdobného vývoje globálního zpracovatelského průmyslu. Ceny hliníku a olova stagnují již od prosince, v lednu se k nim přidaly i ceny mědi a niklu. Výraznější růst tak vykázala jen cena cínu a naopak cena zinku klesala. Cena železné rudy v lednu stagnovala na nejvyšší hodnotě od roku 2011 díky silné poptávce z Číny, kde výroba oceli v roce 2020 vzrostla o 5,2 % a dovoz železné rudy o 9,5 %. Její cenu ale podporují i obavy z výpadků těžby v Brazílii.

Indexy cen neenergetických komodit



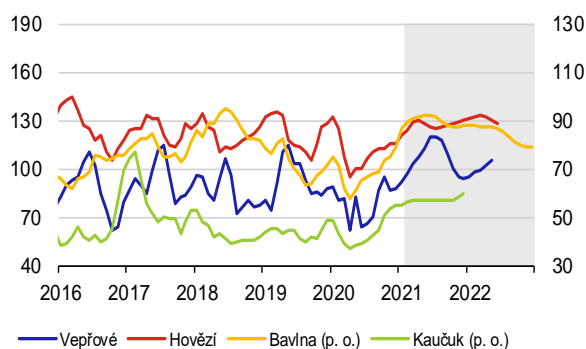
	Celkem	Potraviny	Kovy
2021	101,6 ↗	108,9 ↗	99,3 ↗
2022	97,7 ↘	101,0 ↘	99,8 ↘

Potravinářské komodity



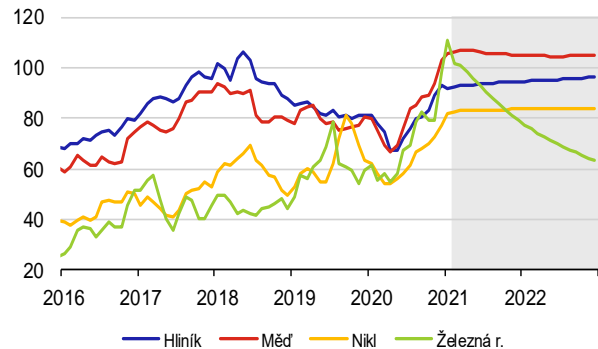
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2021	111,8 ↗	120,5 ↗	104,1 ↗	124,1 ↗
2022	109,2 ↘	105,0 ↘	103,5 ↘	105,6 ↘

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2021	105,5 ↗	127,0 ↗	89,5 ↗	57,0 ↗
2022	100,1 ↘	131,1 ↗	84,2 ↘	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2021	93,5 ↗	105,9 ↗	83,2 ↗	92,2 ↗
2022	95,4 ↘	104,8 ↘	83,7 ↘	69,7 ↘

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.

Soumrak BIT: nejistá budoucnost správy mezinárodních investic²

Správa globální ekonomiky má několik pilířů, včetně měnového systému dohlíženého MMF a obchodního systému řízeného WTO. Mezinárodní investiční politika však nic podobného nemá. Přeshraniční investice se místo toho řídí tisíci dvoustranných nebo regionálních smluv, které byly uzavřeny převážně v 90. letech 20. století a na počátku nového tisíciletí. V posledních letech čelily tyto dohody výhradám a jejich počet začal klesat. Tento článek shrnuje poznatky o úspěšnosti stávajícího režimu mezinárodní investiční politiky a poté nastiňuje kontury probíhající transformace a možných budoucích trajektorií. Argumentuje, že mnoho zemí se pustilo do reformy pod dojmem, že nebyly správně odhadnuty přínosy podpisu investičních smluv a jejich náklady. Reformované smlouvy omezují práva přiznaná zahraničním investorům a vracejí část moci zpět státům, zejména na rozvíjejících se trzích. Důraz na ochranu zahraničních investorů před vyvlastněním se zároveň nahrazuje ustanoveními o přístupu na trh, která se snaží narovnat podmínky pro tuzemské i zahraniční investory. Je pravděpodobné, že této transformaci investičních smluv odolá stále méně a méně zemí, neboť globalizace stírá rozdíl mezi vývozci a dovozci kapitálu. I když se tak zlepšují vyhlídky na mnohostrannou dohodu – a v této oblasti již bylo dosaženo určitého pokroku – globální investiční režim řízený „Světovou investiční organizací“ zatím není na dohled.

Za bodem zlomu

V roce 1999 podepsal Ekvádor smlouvu se společností Occidental Petroleum (OXY), která udělila této americké energetické společnosti koncesi na průzkum a využívání ropných polí v ekvádorské Amazonii. O rok později společnost OXY prodala 40 % práv na těžbu společnosti AEC. Podle podmínek koncesní smlouvy však takový „farmout“ nebyl přípustný bez povolení vlády. Ekvádor považoval tento prodej společnosti AEC za porušení smlouvy, koncesi v roce 2006 ukončil a převzal kontrolu nad činností na ropných polích. V reakci na to společnost OXY zahájila mezinárodní investiční arbitráž, která požadovala odškodnění za to, co společnost považovala za vyvlastnění.

Společnost OXY mohla usilovat o nápravu prostřednictvím rozhodčího řízení v důsledku dvoustranné dohody o investicích (Bilateral Investment Treaty, BIT) mezi Ekvádorem a USA z roku 1993. Jako většina BIT měla i tato smlouva stimulovat investiční toky mezi oběma zeměmi tím, že ochrání investory před nespravedlivým zacházením ze strany hostitelského státu. Ustanovení smlouvy zahrnovala mechanismus pro řešení sporů mezi investory a státy podle mezinárodního práva.

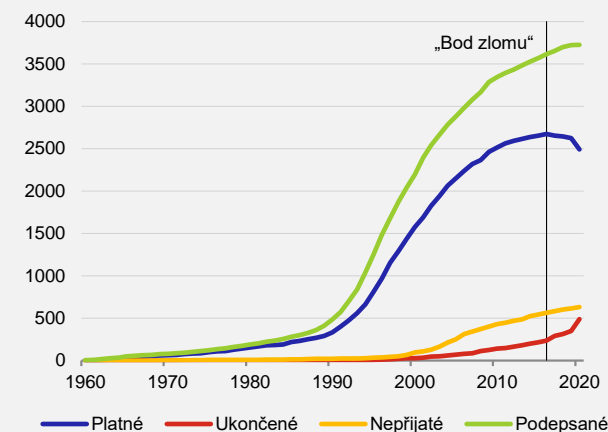
Rozhodčí řízení skončilo v roce 2012 a dospělo k závěru, že společnost OXY sice porušila koncesní dohodu, ale reakce Ekvádoru byla nepřiměřená a „rovnala se vyvlastnění“ (ICSID, 2016). Ekvádor měl společnosti OXY zaplatit 2,3 mld. USD, což bylo údajně do té doby historicky nejvyšší odškodnění ve sporu mezi investorem a státem. Ačkoliv odhady naznačují, že příjmy Ekvádoru ze zabavených ropných polí byly výrazně vyšší, fiskální důsledky byly závažné. Odškodnění se rovnalo 9 % ročního rozpočtu Ekvádoru na rok 2012, 59 % rozpočtu na vzdělávání a 135 % rozpočtu na zdravotnictví (ICSID, 2013).³

Tato událost vyvolala v Ekvádoru politické otřesy.

Prezident zřídil v roce 2013 komisi pro audit dvoustranných dohod o investicích, které země uzavřela. Komise v roce 2017 dospěla k závěru, že dohody nejsou v zájmu země – brání rozvojovým cílům Ekvádoru a nepřinášejí další investice (CAITISA, 2017). Krátce poté vláda oznámila plán jednostranného ukončení všech BIT. Kromě Ekvádoru dospěly k tomuto závěru i jiné země. V podobném období se z různých důvodů rozhodly i Indie, Jihoafrická republika, Indonésie, Venezuela, Bolívie a další rozvojové země vyjednat změny mnoha svých dvoustranných dohod o investicích a jiných mezinárodních dohod o ochraně investic (International Investment Agreements, IIA), ukončit je, neobnovit je po jejich zániku nebo je (ve vzácných případech) neplnit.⁴

Graf 1 – Počet aktivních dohod o investicích se od roku 2017 snižuje

(stav mezinárodních dohod o investicích)



Pozn.: BIT se považuje za nepřijatou, pokud nebyla ratifikována a od podpisu uběhlo více než 5 let.

Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD IIA Navigator

² Autorem je Martin Kábrt. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky. Autor by chtěl poděkovat Jaroslavu Kudrnovi z Ministerstva financí České republiky a Petru Polákovi z České národní banky za jejich cenné připomínky.

³ V roce 2016 byla výše odškodnění snížena o 40 % po kasačním opravném prostředku (takzvaném „řízení o zrušení“). Nebylo to však proto, že by byl rozhodčí nález přezkoumán meritorně, nýbrž proto, že 40 % práv na těžbu ropy vlastnila společnost AEC, která byla čínská a jako taková nebyla chráněna BIT uzavřenou mezi USA a Ekvádorem (ICSID, 2016).

Spory se neomezovaly jen na rozvojový svět. Nejznámějším příkladem je obchodní a investiční dohoda mezi EU a Kanadou z roku 2016 (CETA), kdy všeobecně rozšířené obavy ohledně spravedlnosti a transparentnosti rozhodčího mechanismu téměř zmařily uzavření smlouvy. V roce 2018 USA a Kanada vyloučily z vyjednané změny Severoamerické dohody o volném obchodu (NAFTA) arbitráže mezi investory a státy. Za jediný den v roce 2020 bylo zrušeno více než 140 BIT, když většina zemí EU souhlasila s ukončením vzájemných BIT a místo toho se při řešení investičních sporů uvnitř EU spoléhají na vnitrostátní právo a právo EU.⁵

V roce 2018 oznámila UNCTAD „bod zlomu“ v mezinárodní investiční spolupráci, neboť počet ukončených dohod poprvé převyšil počet nově uzavřených dohod. Tento posun se odráží i v datech. Graf 1 sleduje historický vývoj stavů IIA. Většina IIA byla uzavřena v 90. letech 20. století a na začátku nového tisíciletí. Dynamika pak zpomalila, ovšem nejen kvůli nasycení. Mnoho nových IIA nebylo ratifikováno národními parlamenty, zatímco stávající byly ukončovány. Počet aktivních IIA nakonec začal v roce 2017 klesat a tento pokles od té doby pokračuje.

Ekonomické zdůvodnění IIA

Hlavním cílem většiny IIA je stimulovat přímé zahraniční investice (PZI) prostřednictvím vymahatelných závazků na ochranu zahraničních investorů před nespravedlivým, svévolným nebo diskriminačním zacházením ze strany hostitelského státu. Prostřednictvím IIA se země dovážející kapitál snaží přilákat příliv PZI, zatímco země vyvážející kapitál chrání investice svých rezidentů v zahraničí. Vyvlastnění zahraničních investorů se může jevit jako špatné rozhodnutí i bez formální smlouvy, protože odrazuje budoucí investice. IIA však dodávají další důvěryhodnost tím, že poskytují zahraničním investorům právní záruky, včetně přístupu k rozhodčímu řízení známému jako urovnávání sporů mezi investorem a státem (ISDS).⁶ Tato možnost osvobozuje investory od závislosti na legislativě, administrativě a soudních systémech hostitelských zemí a poskytuje jim přímý přístup k ochraně podle mezinárodního práva.

Kritici tvrdí, že IIA pouze přeměrovávají investice, ale negenerují nové PZI. Například Guzman (1998) nebo Elkins a kol. (2008) tvrdí, že motorem nárůstu IIA byla soutěž o PZI mezi rozvojovými zeměmi. Pokud je okruh investorů ochotných investovat na rozvíjejících se trzích omezený, státy se pustí do závodu s nulovým součtem, aby nabídly co nejatraktivnější podmínky. To může roztočit klesající spirálu, při níž by na tom všechny země byly lépe, kdyby závod nikdy nezačal.

Přinejmenším ve své podstatě však existuje potenciál čistého zisku. Postupem času by IIA mohly pomoci definovat a zdokonalit mezinárodní investiční právo, které sníží překážky přeshraničních investic a vytvoří robustní systém správy řízené pravidly. Takový režim by nejen zlepšil alokační efektivnost PZI, ale zvýšil by také celkové globální čisté investice prostřednictvím nižších nákladů na kapitál. Výnosy požadované investory by poklesly úměrně s poklesem rizika spojeným s transparentními a předvídatelnými obchodními podmínkami na celém světě.

Vyčíslení přínosů

Není pochyb o tom, že (alespoň někteří) investoři IIA berou v potaz. Například investice nadnárodních společností se často uskutečňují z dceřiné společnosti v zemi, která má BIT s cílovou zemí (Schreuer, 2011). Existují také důkazy o investicích odložených do vstupu BIT v platnost (Poulsen, 2011). Je však méně jasné, zda IIA neovlivňují nejen právní strukturu a načasování, ale i výši a místo určení PZI.

Empirické úsilí izolovat dopad IIA na toky investic je náročné. Kromě nedostatečné dostupnosti podrobných údajů o přímých zahraničních investicích a značných rozdílů mezi jednotlivými IIA je důležitým problémem časová shoda uzavírání bilaterálních dohod o investicích a dalších opatření, která podporovala rychlý růst globálních přímých zahraničních investic v 90. letech 20. století a na začátku nového tisíciletí, zejména liberalizace národních regulačních rámců pro přímé zahraniční investice (Sauvant a Sachs, 2009). Může jít také o obrácenou závislost, protože růst toků investic může motivovat obě země k podpisu BIT (Aisbett, 2007). Dohoda tedy může být spíše důsledkem než příčinou vyšších kapitálových toků. Empirické studie se těmito problémy zabývají pomocí různých technik, které bohužel často vedou k protichůdným výsledkům (Pohl, 2018).

Navzdory obtížím a nejednotným výsledkům ukazuje dostupná literatura obecně na pozitivní, ale mírný vliv IIA na toky investic. Jak Bonnitca a kol. (2017), tak UNCTAD (2009) ve svých analýzách dostupných ekonometrických studií zdůrazňují protichůdné vyznění zjištění, ale uznávají obecnou tendenci identifikovat pozitivní, byť relativně malý dopad BIT na toky přímých zahraničních investic. Tento výsledek také potvrzují příspěvky, které zkoumají dopad BIT na prémii za politické riziko – což je přímočařejší výsledek než toky PZI (Poulsen, 2010). Obdobně z poznatků ze šetření týkajících se názorů investorů, podnikatelských sdružení nebo agentur na podporu investic vyplývá, že BIT jsou pro některé investory relevantní, ale zřídka rozhodující (Pohl, 2018).

⁴ Podle databáze UNCTAD IIA Navigator bylo na konci roku 2020 v platnosti 2342 BIT a 321 smluv s ustanoveními o investicích (Treaties with Investment Provisions, TIP). Mezi tyto smlouvy patří především obchodní dohody (EPA, dohody o volném obchodu) s investičními kapitolami, jakož i mnohostranné smlouvy specifické pro jednotlivé sektory, jako je Smlouva o energetické chartě (Energy Charter Treaty, ECT).

⁵ Rozhodnutí následovalo po rozsudku Soudního dvora EU z roku 2018, C-284/16, ve věci *Slowakische Republik v. Achmea BV*, kde soud prohlásil rozhodčí doložku v BIT mezi Nizozemskem a Slovenskou republikou za neslučitelnou s právem EU.

⁶ Téměř dvě třetiny sporů se řídí rozhodčími pravidly Mezinárodního centra pro řešení investičních sporů (ICSID), přidruženého ke Světové bance. Necelá třetina se řeší ad hoc za použití pravidel Komise OSN pro mezinárodní obchodní právo (UNCITRAL). Ostatními se zabývají soudy a obchodní komory ve Stockholmu, Londýně, Moskvě, Paříži, Káhiře, Haagu, Sydney nebo Hongkongu.

Odezva

Abychom pochopili původ nespokojenosti s IIA, je důležité vzít v úvahu jejich historické kořeny. Před IIA byly spory mezi investorem a státem řešeny diplomatickou cestou mezi státy nebo soudními spory u vnitrostátních soudů hostitelského státu (Waibel a kol., 2010). Klíčovou inovací BIT byl souhlas signatářů s ISDS, což zahraničním investorům poskytlo přímou cestu k nápravě protiprávních jednání hostitelského státu bez potřeby diplomatické ochrany ze strany jejich domovské země (Vandevelde, 2009). Od šedesátých let do konce osmdesátých let byly první IIA iniciovány vyspělými zeměmi v reakci na domnělou hrozbu vyvlastnění bez náhrady v rozvojových zemích (tamtéž).⁷ V devadesátých letech pod vlivem vznikajícího konsensu, že PZI a související transfer technologií a know-how jsou zásadní pro rozvoj, vyletěl počet IIA nahoru (Schreuer, 2011). Když se otevíraly zahraničnímu kapitálu, připojily se k rozvojovým zemím brzy také postsocialistické transformační ekonomiky, které považovaly IIA za součást integračního procesu do světové ekonomiky. Za podpory mezinárodních finančních orgánů a ekonomů se IIA uzavíraly rychlým tempem (Waibel a kol., 2010).

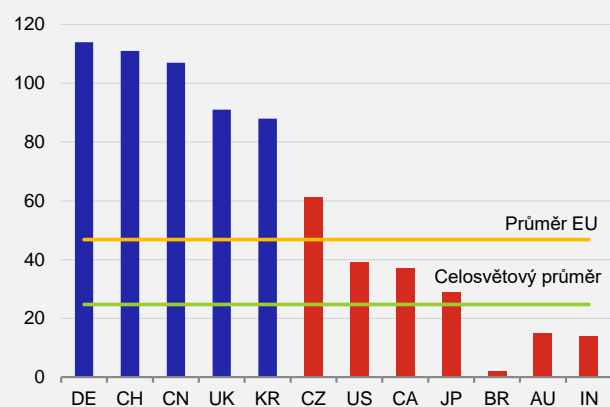
Schválení IIA však bylo vždy nerovnoměrné. Na grafu 2 je uveden počet aktivních BIT ve vybraných zemích na konci roku 2020. Německo, které podepsalo první BIT na světě v roce 1959 s Pákistánem, je i nadále jejich nejzapálenějším obhájcem se 114 aktivními BIT. Následuje Švýcarsko, Čína, Spojené království a Jižní Korea. Jiné země – například Brazílie nebo Irsko – mezitím již dlouho odmítají podepsat jakoukoli BIT. Průměr EU v současné době činí 47 aktivních BIT na každou zemi, zatímco celosvětový průměr je 25.

Když na počátku nového tisíciletí došlo k prudkému nárůstu žalob v rámci ISDS, začala nabírat na intenzitě nespokojenost s IIA. Graf 3 znázorňuje počet případů ISDS a požadované odškodnění podle roku zahájení řízení. Počet žalob i jejich hodnota byly do roku 2000 nízké. Od té doby se roční počet nových žalob každých pět let zdvojnásobil, i když nejnovější údaje naznačují, že se tento trend možná obrací. Ačkoli nároky na odškodnění velkých investorů přispěly k velké části politického odporu popsaneho v úvodu, mnohé kritiky IIA zazněly již dříve.

První okruh námitek se týká vnímaných institucionálních a procesních nedostatků režimu ochrany investorů.⁸ Důvěrný charakter ISDS byl kritizován za to, že brzdí demokratický dohled. Další stížnosti se zaměřují na minimální možnosti odvolání, rozpory v judikatuře investičních tribunálů a zasahování do kompetencí vnitrostátních soudů. Jiní kritici se zaměřují na tzv. forum shopping (spekulativní výběr jurisdikce) ze strany investorů, což může vést k paralelním řízením na několika místech nebo dokonce k protichůdným rozhodnutím. Ani proces jmenování rozhodců není bez kontroverze, přičemž kritici poukazují na střet zájmů nebo podjatost „soukromých soudců“ jmenovaných investory nebo státy. Zatímco mnohé z těchto debat se původně odehrávaly převážně v odborné právní literatuře, díky občanským sdružením a médiím se tato dříve neznámá témata dostala do širokého povědomí.⁹

Graf 2 – Zapojení do tvorby investičních smluv se v jednotlivých zemích značně liší

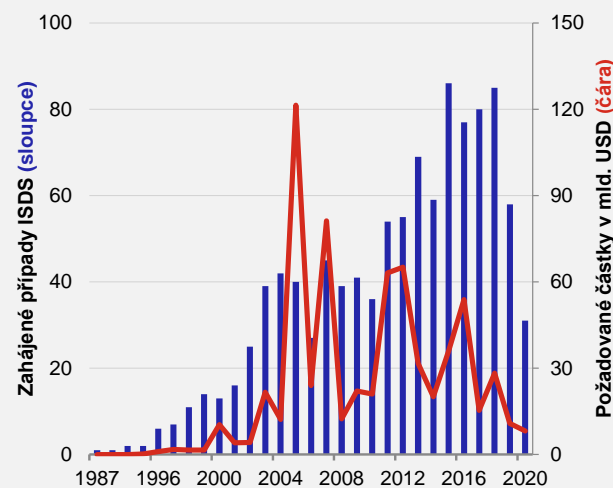
(Počet aktivních BIT v Top 5 a dalších vybraných zemích)



Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD IIA Navigator.
Pozn.: BIT uzavřené mezi zeměmi EU, které byly ukončeny v roce 2020, nejsou započítány.

Graf 3 – Od počátku nového tisíciletí se spory mezi investory a státy rychle rozšířily

(Počet a hodnota případů ISDS podle roku zahájení)



Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD ISDS Navigator.

⁷ Po druhé světové válce mnoho rozvojových a socialistických zemí úspěšně prosadilo snahu o uznání národní pravomoci nad zahraničními investicemi. Deklarace nového mezinárodního hospodářského řádu (NIEO) a Listiny hospodářských práv a povinností států (CERDS), přijaté Valným shromážděním OSN v roce 1974, prosadily národní suverenitu nad vlastnickými právy cizinců a upřesnily, že nároky na vyvlastnění budou vypořádány podle vnitrostátního práva, bez zmínky o mezinárodním rozhodčím řízení (Waibel a kol., 2010).

⁸ Přehled viz Waibel a kol. (2010), Schreuer (2011) a Sauvant a Sachs (2009).

⁹ Bývalá komisařka EU pro obchod Cecilia Malmströmová kdysi připomněla, že během jejího potvrzujícího slyšení v roce 2014 při vyhledávání hesla „ISDS“ Google našel jako první „International Sheep Dog Society“ (Mezinárodní asociace ovčáckých psů) (Beattie, 2019). Nedlouho poté zjistila, že se ISDS stala „nejtoxičtější zkratkou v Evropě“ (Politico, 2015).

Regulační omezení

V současnosti nejvýznamnější problém se týká rovnováhy mezi regulační flexibilitou hostitelského státu a ochranou zahraničních investorů. Nejasné definice nepřímého vyvlastňování a nerovného zacházení v mnoha IIA dávají investorům možnost požadovat odškodnění za regulační zásahy v záležitostech veřejného zájmu, včetně národní bezpečnosti, veřejného zdraví, pracovních práv nebo životního prostředí. To vyvolává kritiku, že IIA podřizují veřejný zájem komerčním zájmům. V případě tzv. „regulačního zmrazení“ (regulatory chill) by se dokonce mohlo upustit od opatření, která jsou ve veřejném zájmu, ze strachu před fiskálními náklady ve formě odškodnění přiznaného zahraničním investorům.¹⁰

Regulační omezení uložená IIA zažily na vlastní kůži jako první rozvojové země. Argentina v reakci na zničující finanční a hospodářskou krizi v roce 2001 přijala mimořádná opatření, která vedla k 39 rozhodcím sporům a značným odškodněním investorů (UNCTAD, 2007). Tato situace byla extrémní, ale ne ojedinělá. Pro státy bylo dlouhodobě téměř nemožné odvolávat se u tribunálů ISDS na výjimku nezbytnosti nebo bezpečnosti obsaženou v IIA (Burke-White, 2008). V jiných případech vedla opatření, která jsou v souladu s rozvojovými cíli zemí, jako je změna územního plánu pro zvláštní účely, intervence v regulovaných odvětvích nebo ochrana rodícího se místního průmyslu, k obviněním z porušení BIT a rozhodčímu řízení (Sauvant a Sachs, 2009). Graf 4 znázorňuje odvětvové členění případů ISDS, které ukazuje, že většina z nich souvisí se strategicky důležitými odvětvími. Tento vývoj nepřekvapuje, vzhledem k tomu, že tato odvětví pro svůj rozvoj často potřebují značné a dlouhodobé investice.

Ovšem už i rozvinuté země zakusily dopady IIA. Známý je případ, kdy tabáková společnost Philip Morris požadovala odškodnění za australské zákony o jednotném balení cigaret prostřednictvím tribunálu ISDS poté, co v roce 2012 prohrála u australských domácích soudů. Jiným příkladem je situace, kdy švédská energetická společnost Vattenfall podala žalobu vůči Německu poté, co se po katastrofě ve Fukušimě v roce 2011 země rozhodla postupně ukončit používání jaderné energie. Na rozdíl od žaloby vůči Austrálii, která byla zamítnuta kvůli právní formalitě, spor s Německem stále probíhá, přičemž podle UNCTAD IIA Navigator investor požaduje 5,1 miliardy dolarů.¹¹

Přechod na zelenou energii s velkou pravděpodobností přiláká další arbitrážní žaloby.

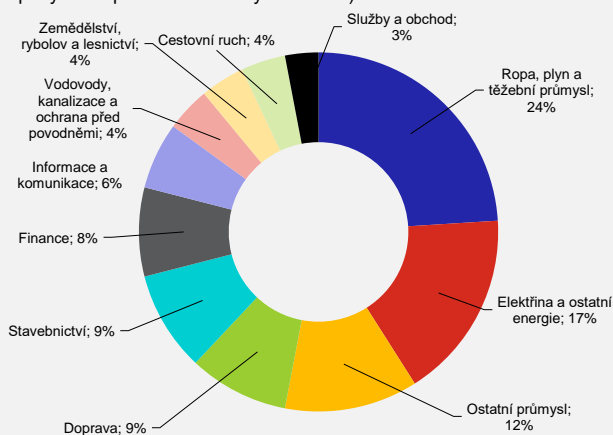
Smlouvou, na kterou se společnost Vattenfall odvolává ve své žalobě vůči Německu, je Smlouva o energetické chartě (ECT) z roku 1994, původně vytvořená za účelem integrace postkomunistických zemí do světových energetických trhů podle mezinárodního smluvního práva (Beattie, 2020). Podle této smlouvy bylo přiznáno nejvyšší odškodnění v rámci ISDS ve výši 50 mld. USD akcionářům bývalého energetického gigantu Jukos, kteří tvrdili, že zásahy Ruska vedly k bankrotu společnosti.¹² V nedávné době bylo podle ECT podáno několik žalob v reakci na politiku evropských vlád v oblasti obnovitelné energie, včetně postupného ukončování fosilních paliv, regulace plynu nebo dotací na zelenou energii (Beattie, 2020; Politico, 2020). EU nedávno naznačila, že by mohla od ECT odstoupit, pokud nedojde k její reformě (Evropská komise, 2020).

Geopolitický rozměr

Častou stížností na síť IIA je geopolitická asymetrie. Jednání o BIT tradičně probíhala severo-jihním směrem, neboť se vyspělé ekonomiky exportující kapitál snažily chránit své investice na rozvíjejících se trzích. Dohodu obvykle vypracovala rozvinutá země a nabídla rozvojové zemi k podpisu (Vandeveld, 2009). Po konci studené války to bylo doplněno smlouvami s bývalými komunistickými zeměmi a nedávno i mezi rozvojovými zeměmi. Vyspělé ekonomiky mezi sebou ale často žádné BIT nemají (Schreuer, 2011). Ačkoli obě strany formálně přijímají stejné závazky, byly BIT vnímány jako nreciproční, protože v praxi tyto závazky spadají téměř výhradně na rozvojovou zemi (Vandeveld, 2009).

Graf 4 – Spory se nejčastěji týkají přírodních zdrojů, infrastruktury a regulovaných odvětví

(případy ISDS podle ekonomických sektorů)



Vzorek: případy ISDS podle pravidel ICSID (přibližně dvě třetiny celkového počtu)
Zdroj: statistika ICSID Caseload

¹⁰ Téměř ze své podstaty je tento účinek nepozorovatelný a jako takový téměř neměřitelný. Ačkoli USA nikdy neprohrály žádný případ ISDS, americký zmocněnec pro obchod Robert Lighthiser tento argument použil v roce 2018 na podporu odstranění ISDS z revidované dohody NAFTA: „Zažili jsme situace, kdy skutečná regulace, která by měla být zavedena a která je konsenzuální, v zájmu všech, nebyla zavedena kvůli obavám z ISDS.“ (slyšení v americkém Kongresu, 2018).

¹¹ Německé národní soudy vydaly rozhodnutí v souběžných soudních sporech ohledně postupného ukončování používání jaderné energie v Německu. V listopadu 2020 rozhodl spolkový ústavní soud ve prospěch společnosti Vattenfall a nařídil německé vládě, aby přepracovala svůj systém odškodnění (DW, 2020).

¹² Peníze ještě nebyly vyplaceny, neboť probíhá odvolání u nizozemského Nejvyššího soudu.

Data tuto stížnost do jisté míry potvrzují. Na grafu 5 je znázorněno regionální rozdělení rozhodčích nálezů a případů ISDS. Převážná část všech sporů v rámci ISDS (55 %) a přiznané odškodnění investorů (87 %) spadá do zemí východní Evropy, střední Asie a Jižní Ameriky. Pouze 15 % sporů bylo vzneseno proti zemím Severní Ameriky a západní Evropy, které představují méně než 2 % dosud známých odškodnění. Zároveň dvě třetiny rozhodců, kteří rozhodují spory ISDS, pocházejí ze Severní Ameriky nebo západní Evropy.

To, co se jeví jako předpojatost vůči rozvojovým zemím, však lze přinejmenším částečně vysvětlit jejich relativně slabší ochranou vlastnických práv – což je právě smysl většiny BIT. Graf 6 znázorňuje počet případů ISDS, jimž daná země čelí, v porovnání se skóre vlastnických práv dané země v Globálním indexu konkurenceschopnosti, který vyhodnocuje Světové ekonomické fórum.¹³ Velikost bublin ukazuje celkovou částku, kterou investoři požadovali ve sporech proti dané zemi.

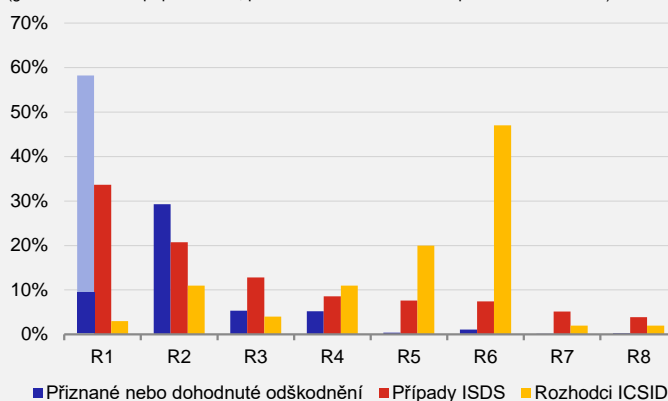
Intuitivně bychom očekávali, že při posunu doleva v grafu (směrem ke slabším vlastnickým právům) bude počet případů ISDS vyšší a bubliny větší. Tento vývoj je skutečně vidět na grafu 6.¹⁴ Tento vztah je ještě jasnější na grafu 7, který používá *přiznané* odškodnění spíše než *požadované* odškodnění, což naznačuje, že země se silnějšími vlastnickými právy jsou také úspěšnější, když se obhajují v případech ISDS. Behn a kol. (2018) však dochází k závěru, že rozvinuté země s větší pravděpodobností vyhrávají spory ISDS, i když se statisticky odhlédne od vlivu různých ukazatelů demokratické správy.

Fiskální náklady

Na rozdíl od většiny jiných problémů spojených s IIA je fiskální cena placená státy jako odškodnění investorů snadno vyčíslitelná. Ze 707 případů ISDS v databázi UNCTAD, které byly uzavřeny do konce roku 2020, rozhodl soud ve prospěch státu ve 38 % případů. Investor byl úspěšný v 29 % případů, zatímco dalších 20 % skončilo vyrovnáním. To znamená, že investoři získali určitou formu odškodnění přibližně v polovině uzavřených sporů. Celková nominální částka přiznaná tribunály nebo dohodnutá při mimosoudním vyrovnání činí něco málo přes 100 mld. USD bez úroků. Konečná částka však nebyla zveřejněna ve více než třetině známých případů, zejména mezi případy, které skončily mimosoudním vyrovnáním.¹⁵ Konečná hodnota bude proto pravděpodobně podstatně vyšší.

Graf 5 – Rozvojové země nesou tíhu ISDS

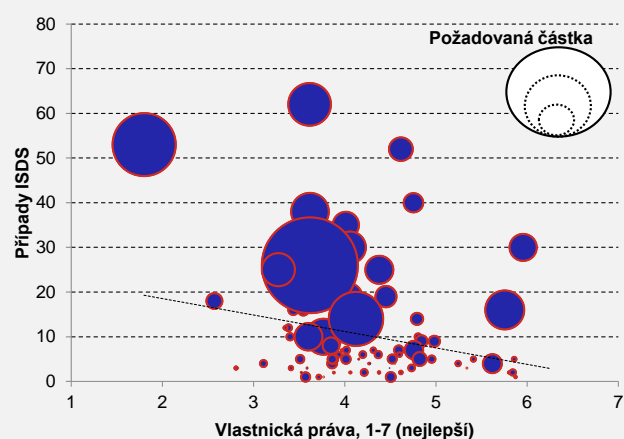
(globální rozdělení případů ISDS, přiznané odškodnění a státní příslušnost rozhodců)



Poznámka: Vzorek: 1061 známých případů ISDS podle smlouvy. R1 = Východní Evropa a střední Asie, R2 = Jižní Amerika, R3 = Střední Východ a severní Afrika, R4 = Jižní a východní Asie a Tichomoří, R5 = Severní Amerika (Kanada, Mexiko a USA), R6 = Západní Evropa, R7 = Subsaharská Afrika, R8 = Střední Amerika a Karibik
Spor *Akcionáři Yukos proti Rusku* je zobrazen ve světle modré výplni, aby se oddělil jeho vliv na celkový počet.

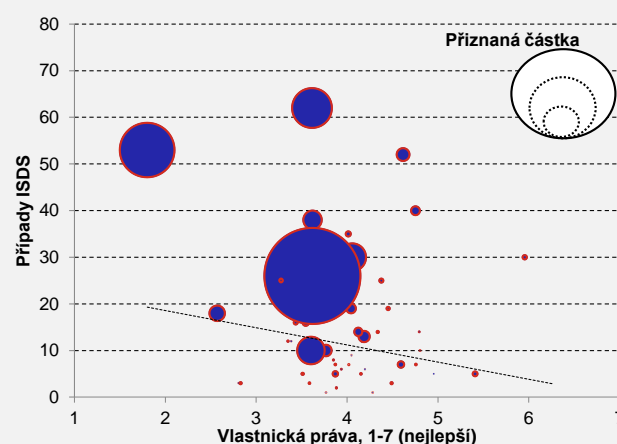
Zdroj: Autorova analýza statistik UNCTAD ISDS Navigator a ICSID Caseload.

Graf 6 – Země se silnějšími vlastnickými právy zpravidla řeší méně investiční sporů o menší částky...



Vzorek: 83 zemí s více než 10 aktivními BIT a více než 1 případem ISDS se známou žalobou.
Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD ISDS Navigator a indexu WEF GCI.

Graf 7 – ... a v důsledku těchto sporů platí investorům menší odškodnění.



Vzorek: 49 zemí s více než 10 aktivními BIT a více než 1 případem ISDS se známou náhradou škody.
Poznámka: Velikosti bubliny lze porovnat v rámci grafu, ale ne napříč grafy.

¹³ Jsou zahrnuty pouze země s nejméně 10 aktivními BIT, aby se eliminovaly země, které neřeší rozhodčí spory jednoduše proto, že neexistuje právní základ pro mechanismus ISDS.

¹⁴ Freeman (2013) a Dupont, Schultz a Angin (2016) nalézají podobný vztah mezi počtem žalob v rámci ISDS a institucionální kapacitou a kvalitou řízení země.

¹⁵ Kromě toho může dojít k některým mimosoudním vyrovnáním ještě před podáním formální žaloby. Je však třeba poznamenat, že mimosoudní vyrovnání nemusí nutně vést k peněžnímu odškodnění. Vyrovnání může mít například podobu pokračování sporné koncese namísto platby ze strany státu.

Ve většině případů představuje náhrada škody přiznaná investorům pouze zlomek požadované částky. Graf 8 rozděluje všechny známé případy ISDS podle výsledku. Vertikální pozice každé bubliny zobrazuje frekvenci každého výsledku, zatímco velikost bubliny ukazuje celkovou částku, kterou investoři požadovali. V obou případech, kdy investor obdrží odškodnění – a to buď přiznané tribunálem, nebo mimosoudním vypořádáním – je hodnota v průměru nižší než třetina požadované částky. Graf 9 ukazuje vysokou variabilitu tohoto zlomku, přičemž každá tečka představuje jeden spor. Zatímco někteří investoři obdrželi celou částku, kterou požadovali (nebo ve vzácných případech dokonce více), jiní dostali méně než jedno procento. Většina úspěšných žadatelů obdrží desetinu až polovinu požadované částky.

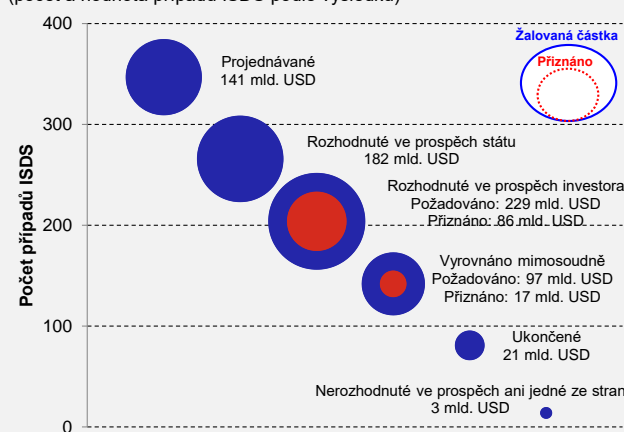
Většinu z celkového počtu odškodnění hradí malý počet států. Pětice zemí, kterým bylo rozhodčími tribunály nařízeno, aby zaplatily nejvíce – Rusko, Venezuela, Argentina, Polsko a Pákistán – se dohromady podílí na 85 % všech známých náhrad a vyrovnání. Zatímco většina zemí na světě je stranou alespoň jedné IIA, historicky muselo ve známých případech ISDS zaplatit odškodnění pouze 60 zemí. S 586 mil. USD (bez úroků) je Česká republika 15. nejvíce postiženou zemí. Největší žalobu vůči České republice vyhrála nizozemská mediální společnost CME v roce 2003. Odškodnění ve výši 353 mil. USD (včetně úroků) bylo srovnatelné například s tehdejšími výdaji státní rozpočtu na vysoké školy (MFČR, 2004).

Reformní úsilí

Odpor vůči IIA vedl k pokusům o reformu systému, ovšem se smíšenými úspěchy. Za prvé, obsah IIA se vyvíjí. Již v roce 2007 UNCTAD poznamenala, že zkušenosti se spory mezi investorem a státem ovlivnily vývoj „příští generace“ IIA. Vzhledem k tomu, jak byly předchozí IIA interpretovány rozhodčími tribunály, státy se snažily uvádět ve svých nových smlouvách užší definici termínu „investice“ nebo omezenější standardy ochrany investorů (UNCTAD, 2007). Kromě toho byla posílena ustanovení o transparentnosti a doplněny nové doložky, které vysvětlovaly právo státu na plnění klíčových cílů veřejné politiky (tamtéž). Novější smlouvy zahrnují také orientaci na udržitelný rozvoj, důraz na zachování regulatorního prostoru a omezení ISDS, případně ISDS nezahrnují (UNCTAD, 2018).¹⁶

Graf 8 – Investoři vyhráli nebo dosáhli vyrovnání ve zhruba polovině uzavřených případů ISDS...

(počet a hodnota případů ISDS podle výsledku)

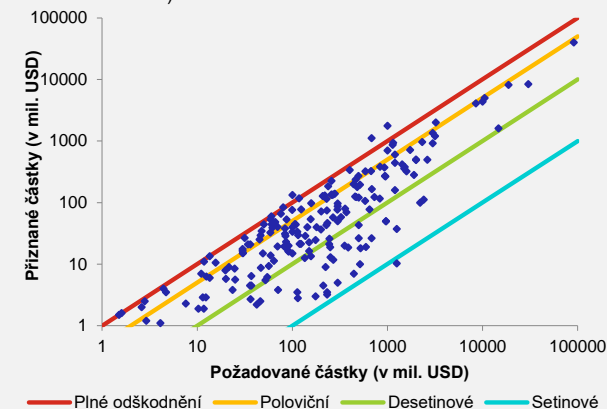


Vzorek: 1061 případů (velikost bubliny na základě 751 případů se známou žalobou/náhradou škody)

Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD ISDS Navigator

Graf 9 – ...ale obvykle dostávají méně, než požadovali, i když je rozhodnuto v jejich prospěch

(požadovaná částka versus přiznaná částka; osy v logaritmicím měřítku)



Vzorek: 211 případů s mimosoudním vyrovnáním nebo rozhodnutých ve prospěch investora.

Zdroj: Autorova analýza databáze UNCTAD ISDS Navigator

Většina stávajících IIA ale stále patří ke „staré generaci“. Zatímco nedávno uzavřené IIA řeší mnohé problémy, které měly staré dohody, modernizace stávajících dohod pokračuje jen pomalu. Kromě administrativních překážek a kapacitních omezení jsou významnou překážkou námitky partnera dohody (UNCTAD, 2018). Je pochopitelné, že země vyvážející kapitál nejsou ochotné přepsat pravidla, která jsou pro ně příznivá. Avšak vzhledem k tomu, že odpor stále roste, může být reforma jediným způsobem, jak zabránit všeobecnému zhroucení sítě IIA.

Dalším trendem je relativní posun zaměření IIA od ochrany investorů k přístupu na trh. BIT staré generace bývají stručné dokumenty, které poskytují široká práva na používání ISDS a žádný nebo minimální závazek signatářů otevřít své trhy zahraničním investorům. Naproti tomu mnoho moderních IIA omezuje nebo nezahrnuje ISDS a zároveň poskytuje podrobná opatření pro zmírnění vzájemného přístupu na trh. Například dohoda o obchodu a investicích mezi EU a Vietnamem z roku 2019 nahrazuje 21 BIT členských států EU s Vietnamem. Nová dohoda zaručuje právo regulovat a nahrazuje ISDS transparentnějším stálým investičním soudem. Na rozdíl od BIT odstraňuje nová dohoda překážky pro investice tím, že usnadňuje vzájemný přístup na trhy zboží a služeb, liberalizuje přístup k veřejným zakázkám nebo stanoví

¹⁶ Ekvádor se také rozhodl opatrně zahájit nová jednání o BIT poté, co země v roce 2017 dohody jako celek odmítla. Nový model BIT Ekvádoru však výrazně omezuje práva udělená zahraničním investorům (Jaramillo, 2018).

pravidla pro státní dotace a nediskriminaci. Podobný posun zaměření lze sledovat i u dalších nedávných dohod EU o investicích. USA a Kanada do svých BIT zahrnují doložku o liberalizaci a omezují ISDS ještě delší dobu (Lavranos, 2013).

Klíčovým katalyzátorem měnící se povahy investičních smluv bylo setření tradičních rozdílů mezi vývozci a dovozci kapitálu. Jak ukazuje Graf 10, odchozí přímé zahraniční investice již nejsou doménou rozvinutých zemí. Podíl rozvíjejících se ekonomik na globálních odchozích PZI se rychle zvýšil z 10 % v roce 2003 na 34 % o deset let později. To souvisí se vznikem celosvětově úspěšných nadnárodních firem v mnoha rozvojových zemích. Odezdnávání tradičního vývoje přímých zahraničních investic vyvíjelo tlak na zastaralé investiční smlouvy. Například poté, co se USA staly významným příjemcem PZI, přehodnotila země svůj model BIT tak, aby zmírnila ochranu investorů (Schreuer, 2011). Nová hospodářská realita dává impuls uvažovat nově o IIA jako o nástroji ekonomické integrace a zároveň oslabit práva na nápravu udělená zahraničním investorům, která domácí společnosti nemají (Vandeveld, 2009).

Navzdory postupnému sblížení zájmů se zatím nepodařilo vytvořit mnohostrannou dohodu, do které by se začlenila rozsáhlá síť IIA. Nejvýraznější pokus o vyjednání multilaterální dohody o investicích (MAI) ze strany zemí OECD v 90. letech 20. století nedokázal najít konsensus ani mezi zeměmi, které ve svých vzorových BIT obvykle používaly podobná ustanovení (Vandeveld, 2009). Stávající mnohostranná ustanovení jsou proto omezena na malý počet pravidel WTO, která mají dopad na investice i obchod.¹⁷ V současné době nicméně probíhají jednání o mnohostranné reformě ISDS. V rámci platformy UNCITRAL známé jako pracovní skupina III se více než 130 zemí účastní projednávání alternativ, včetně stálého mnohostranného tribunálu pro investice (multilateral investment court, MIC) se stálými soudci, který by měl nahradit rozhodčí tribunály.¹⁸ Nejhlásitějším zastáncem této možnosti je EU, která podobný mechanismus zavedla již v některých svých nedávných smlouvách.¹⁹

Jak dál?

Pravděpodobně zesílí tlak na rané IIA hrozící jejich zrušením, pokud nebudou upraveny.

Nedávná vlna odporu ukazuje, že při podpisu IIA země možná přecenily přínosy a podcenily náklady. Výklady IIA tribunály ISDS odhalily nepohodlné kompromisy mezi regulatorními omezeními a fiskálními náklady odškodnění, jimž mohou státy čelit. Stará generace IIA může být jednoduše vnímána jako příliš nákladná na to, jak skromné zvýšení PZI přináší. Nová generace IIA omezuje práva přiznaná zahraničním investorům, částečně vyvažuje moc a vrací část kontroly národním státům. Tento vývoj je nejvýraznější na rozvíjejících se trzích, které byly dosud nejvíce ovlivněny doložkami o ochraně investorů v raných IIA. Avšak vzhledem k tomu, že v globalizovaném světě mizí rozdíly mezi vývozci a dovozci kapitálu, není pravděpodobné, že by i rozvinuté země odolaly modernizaci IIA a posunu jejich zaměření od ochrany investorů k přístupu na trh. Pokud zastaralé IIA stojí v cestě regulatorním opatřením v politicky citlivých oblastech, jako je životní prostředí nebo pracovní práva, budou zrušeny spíše IIA než tyto předpisy.

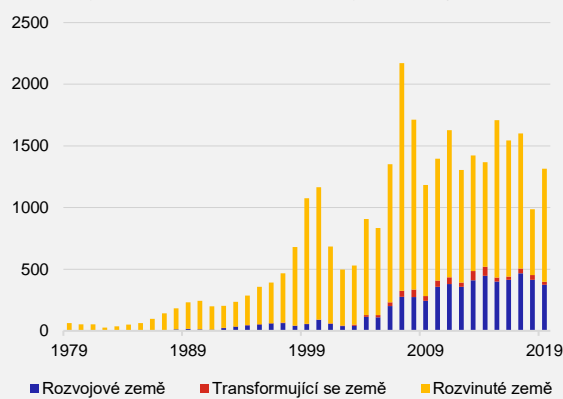
V nově upravených IIA nepřezijí ISDS, pokud nebudou vyřešeny obavy o spravedlnost a transparentnost. Mnoho nedávných IIA již výrazně snížilo rozsah ISDS nebo je zcela vynechalo. EU navrhla alternativu, která se vyhýbá jisté části kritiky tím, že se více podobá vnitrostátním soudům. Ačkoli ISDS není v současné době hlavním tématem ve veřejné sféře, pokud se objeví více sporů, jako je *Philip Morris proti Austrálii* – které proti sobě staví veřejné politické iniciativy a zájmy firem –, může se s velkou silou znovu projevit veřejné rozhořčení nad tajnostkárskými tribunály soukromých rozhodců. Jedním z potenciálních spouštěčů je nedávný nárůst žalob v rámci ISDS spojený s přechodem na zelenou ekonomiku v EU.

Smysluplný pokrok směrem k multilaterální správě investic – ať už prostřednictvím WTO, UNCTAD, UNCITRAL nebo nové „Světové organizace pro investice“ – bude i přes nevýhody roztržitého režimu stále pomalý.

V současné době vypadají nejslibnější šance na integraci alespoň systému ISDS, ale ne všechny země jsou nadšené z mnohostranného soudu pro investice tak jako EU. Nedávné nahrazení mnoha BIT komplexními dvoustrannými a regionálními dohodami, které liberalizují obchod a investice, je náznakem nejpravděpodobnějšího krátkodobého až střednědobého trendu mezinárodní investiční politiky.

Graf 10 – Od roku 2010 téměř třetina celosvětových přímých zahraničních investic pochází z ekonomik rozvíjejících se trhů

(odchozí toky PZI, v miliardách USD, v běžných cenách)



Zdroj: UNCTAD Statistics.

¹⁷ Například vývozní služby někdy zahrnují zřízení kanceláře nebo dceřiné společnosti na území cílové země. Tyto investice pak mohou spadat pod Všeobecné dohody o obchodu službami (GATS). Dohoda o obchodních aspektech investičních opatření nebo Dohoda o obchodních aspektech práv k duševnímu vlastnictví mohou rovněž stanovit jurisdikci WTO nad některými úzce vymezenými investicemi (Vandeveld, 2009).

¹⁸ Jednání se zabývá i dalšími problémy v souvislosti s ISDS, včetně odvolacích mechanismů, financování třetích stran, postupů pro výběr rozhodců nebo kodexu chování rozhodců a soudců. Poslední kolo jednání proběhlo v říjnu 2020.

¹⁹ Například dohoda EU o obchodu a investicích s Kanadou (2016), Singapurem (2018) nebo Vietnamem (2019).

Literatura

- Aisbett, E. (2007), „Bilateral Investment Treaties and Foreign Direct Investment: Correlation versus Causation“, MPRA Paper 2255.
- Beattie, A. (2019), „Goodbye Free Trade, hello Trade Secrets“, *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/cefcff10-e9db-11e9-a240-3b065ef5fc55>.
- Beattie, A. (2020), „The litigation against governments that raises the cost of going green“, *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/fc2bfbd1-c695-4260-b07e-3290af0fc398>.
- Behn, D., Berge, T. L., Langford, M. (2018), „Poor States or Poor Governance? Explaining Outcomes in Investment Treaty Arbitration“, *Northwestern Journal of International Law and Business*, vol. 38(3).
- Bonnitcha, J., Poulsen, L., Waibel, M. (2017), „Investment Treaties, Foreign Investment, and Development“ in Bonnitcha, J., Poulsen, L., Waibel, M. (ed.), *The Political Economy of the Investment Treaty Regime*, Oxford: Oxford University Press.
- Burke-White, W. W. (2008), „The Argentine Financial Crisis: State Liability Under BITs and the Legitimacy of the ICSID System“, *Faculty Scholarship at Penn Law*. 193, https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/193.
- CAITISA (2017), „Auditoría integral ciudadana de los tratados de protección recíproca de inversiones y del sistema de arbitraje en materia de inversiones en Ecuador“, https://www.tni.org/files/auditoria_integral_ciudadana_2015.pdf.
- Dupont, C.G., Schultz, T., Angin, M. (2016), „Political Risk and Investment Arbitration: An Empirical Study“, *Journal of International Dispute Settlement*, vol. 7(1).
- DW (2020), „Vattenfall wins case against German nuclear phaseout“, <https://www.dw.com/en/vattenfall-wins-case-against-german-nuclear-phaseout/a-55572736>.
- Elkins, Z., Guzman, A. T., Simmons, B. A. (2008), „Competing for Capital: The Diffusion of Bilateral Investment Treaties, 1960–2000“, *Faculty Scholarship at Penn Law* 1675, https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1675.
- Evropská komise (2020), „Answer given by Executive Vice-President Dombrovskis on behalf of the European Commission“, P-005555/2020(ASW), 2. prosince 2020, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/P-9-2020-005555-ASW_EN.html.
- MFČR, „Státní závěrečný účet za rok 2003“, <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/statni-rozpocet/plneni-statniho-rozpocetu/2003/statni-zaverecny-ucet-za-rok-2003-1970>.
- Freeman, N. W. (2013), „Domestic Institutions, Capacity Limitations, and Compliance Costs: Host Country Determinants of Investment Treaty Arbitrations, 1987–2007“, *International Interactions*, vol. 39(1), DOI: 10.1080/03050629.2013.751296.
- Guzman, A. T. (1998), „Why LDCs Sign Treaties that Hurt Them: Explaining the Popularity of Bilateral Investment Treaties“, *Virginia Journal of International Law*, vol. 38, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2176003.
https://unctad.org/system/files/official-document/diaepcbinf2018d1_en.pdf.
- ICSID (2013), „Decision on the Stay of Enforcement of the Award“, ICSID Case No. ARB/06/11, *Occidental Petroleum v. Ecuador*, http://icsidfiles.worldbank.org/icsid/ICSIDBLOBS/OnlineAwards/C80/DC3872_En.pdf.
- ICSID (2016), „Decision on Annulment of the Award“, ICSID Case No. ARB/06/11, *Occidental Petroleum v. Ecuador*, http://icsidfiles.worldbank.org/icsid/ICSIDBLOBS/OnlineAwards/C80/DC6912_En.pdf.
- Jaramillo, J. (2018), „New Model BIT proposed by Ecuador: Is the Cure Worse than the Disease?“, *Kluwer Arbitration Blog*, <http://arbitrationblog.kluwerarbitration.com/2018/07/20/new-model-bit-proposed-ecuador-cure-worse-disease/>.
- Lavranos (2013), „The New EU Investment Treaties: Convergence towards the NAFTA Model as the New Plurilateral Model BIT Text?“, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2241455.
- Pohl, J. (2018), „Societal benefits and costs of International Investment Agreements“, *OECD Working Papers on International Investment*, https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/societal-benefits-and-costs-of-international-investment-agreements_e5f85c3d-en.
- Politico (2015), „ISDS: The most toxic acronym in Europe“, <https://www.politico.eu/article/isds-the-most-toxic-acronym-in-europe/>.
- Politico (2020), „EU governments whipsawed by climate and coal lawsuits“, <https://www.politico.eu/article/eu-government-climate-and-coal-lawsuits/>.
- Poulsen, L. (2010), „The Importance of BITs for Foreign Direct Investment and Political Risk Insurance: Revisiting the Evidence“ in Sauvant, K. (ed.) *Yearbook of International Investment Law and Policy 2009/2010*, Oxford University Press, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1685876.
- Poulsen, L. (2011), „Sacrificing Sovereignty by Chance: Investment Treaties, Developing Countries, and Bounded Rationality“, disertační práce, nepublikováno, http://etheses.lse.ac.uk/141/1/Poulsen_Sacrificing_sovereignty_by_chance.pdf.

- Sauvant, K. P., a Sachs, L. E. (2009), „BITs, DTTs, and FDI Flows: an Overview“, in Sauvant, K. P., a Sachs, L. E. (ed.), *The Effect of Treaties on Foreign Direct Investment: Bilateral Investment Treaties, Double Taxation Treaties, and Investment Flow*.
- Schreuer, C. (2011), „The Future of Investment Arbitration“, *Looking to the Future: Essays on International Law in Honor of W. Michael Reisman*, <https://brill.com/view/book/edcoll/9789047427070/B9789047427070-s041.xml>.
- UNCTAD (2007), „Investor-State Dispute Settlement and Impact on Investment Rulemaking“, https://unctad.org/system/files/official-document/iteia20073_en.pdf.
- UNCTAD (2009), „The Role of International Investment Agreements in Attracting Foreign Direct Investment to Developing Countries“, UNCTAD Series on International Investment Policies for Development, https://unctad.org/system/files/official-document/diaeia20095_en.pdf.
- UNCTAD (2018), „Recent Developments in the International Investment Regime“, IIA Issue Note, květen 2018, Issue 1, https://unctad.org/system/files/official-document/diaepcbinf2018d1_en.pdf.
- Slyšení před americkým Kongresem (2018), výměna mezi kongresmanem Kevinem Bradym a americkým zmocněncem pro obchod Robertem Lighthizerem, slyšení ve sněmovním výboru pro finance (Ways and Means Committee), 21. března 2018.
- Vandeveld, K. (2009), „A Brief History of International Investment Agreements“, kapitola 1, in Sauvant, K. P., a Sachs, L. E. (ed.), *The Effect of Treaties on Foreign Direct Investment: Bilateral Investment Treaties, Double Taxation Treaties, and Investment Flow*.
- Waibel, M., Kaushal, A., Chung, K. H., Balchin, C. (2010), „The Backlash against Investment Arbitration: Perceptions and Reality“, *Kluwer Law International*, <https://ssrn.com/abstract=1733346>.

Klíčová slova

Mezinárodní investice, BIT, investiční dohody

Klasifikace JEL

F21, F35, F50

A1. Změna predikcí pro rok 2021

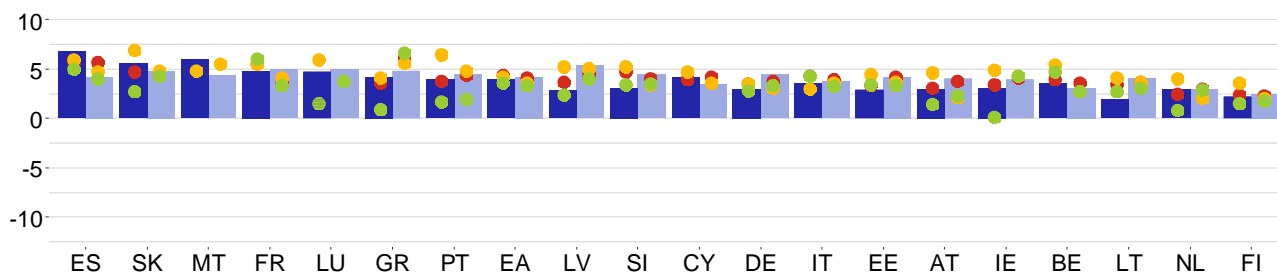
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	-1,0	-1,5	-1,1	+0,3	-0,1	+0,2	0
US	+0,3	+2,0	-0,8	+0,2	+0,2	+0,6	+0,4	+0,1
UK	-0,1	-1,4	-3,4	-2,3	0	-0,3	+0,1	0
JP	-0,1	+0,8	+0,8	+0,3	-0,1	-0,1	+0,3	+0,1
CN	+0,1	-0,1	0	0	0	+0,1	+0,4	0
RU	-0,2	+0,2	-2,2	0	+0,1	+0,2	+0,1	+0,1

A2. Změna predikcí pro rok 2022

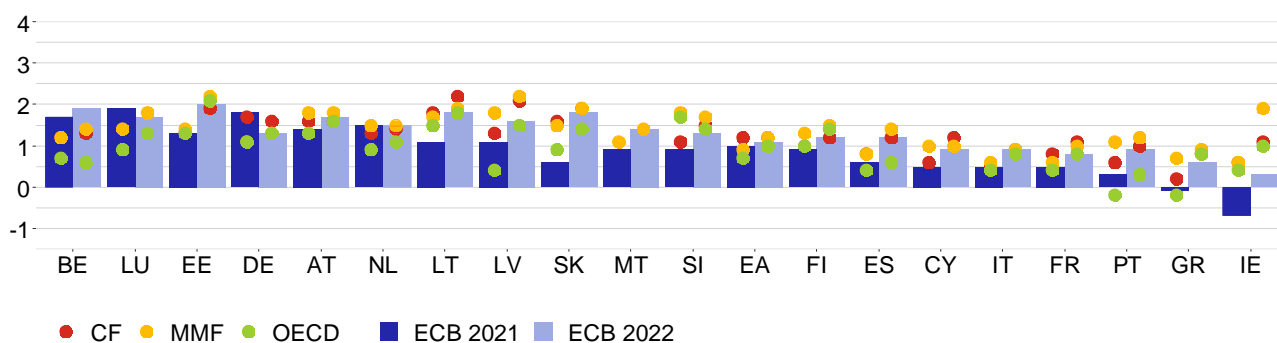
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	+0,5	---	+1,0	-0,1	---	---	-0,2
US	+0,2	-0,4	---	+0,2	0	---	---	+0,1
UK	-0,2	+1,8	---	+1,0	0	---	---	+0,3
JP	+0,1	+0,7	---	+0,2	-0,1	---	---	0
CN	+0,1	-0,2	---	0	0	---	---	0
RU	+0,3	+1,6	---	0	+0,1	---	---	+0,2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



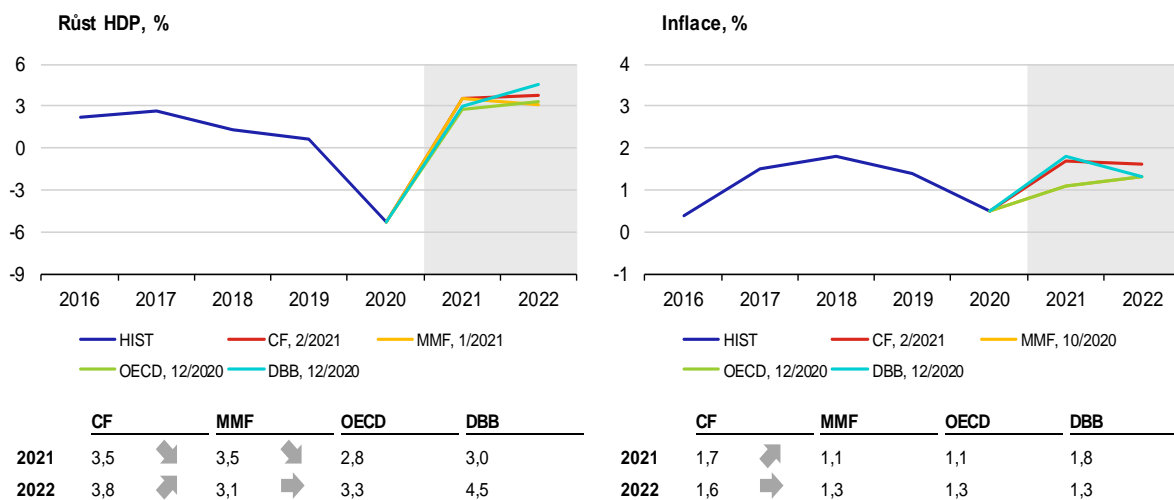
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



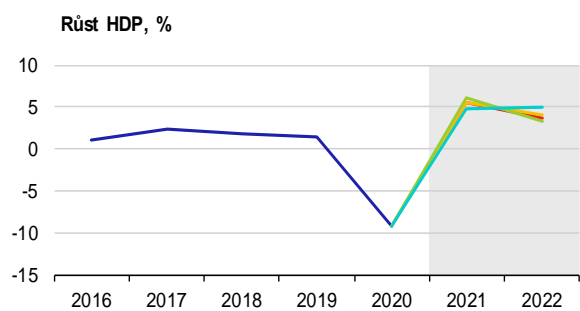
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

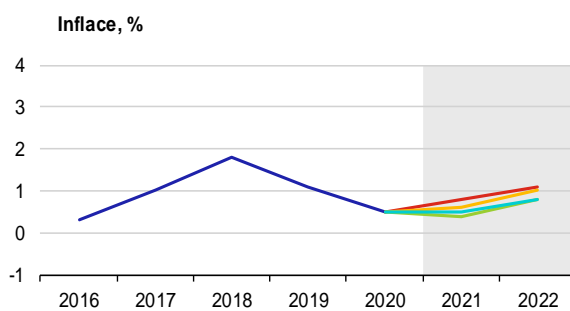


Francie



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 1/2021
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

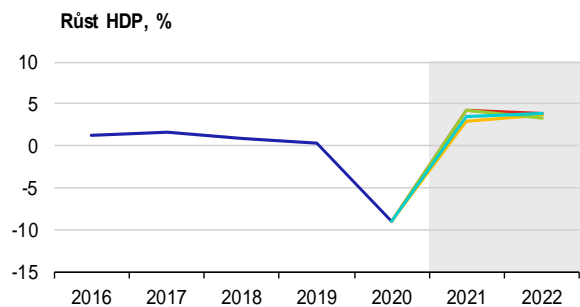
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	5,5	5,5	6,0	4,8
2022	3,6	4,1	3,3	5,0



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

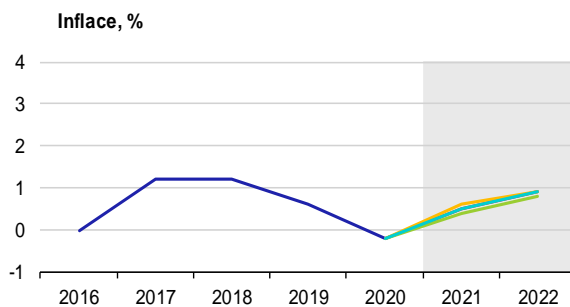
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,8	0,6	0,4	0,5
2022	1,1	1,0	0,8	0,8

Itálie



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 1/2021
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

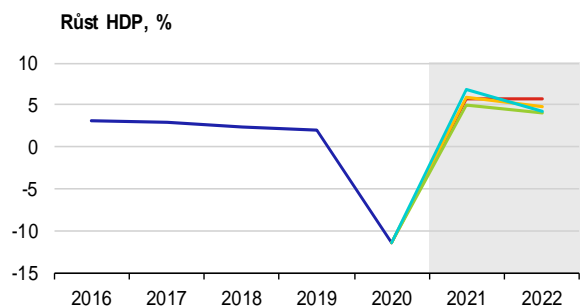
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,3	3,0	4,3	3,5
2022	3,9	3,6	3,2	3,8



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

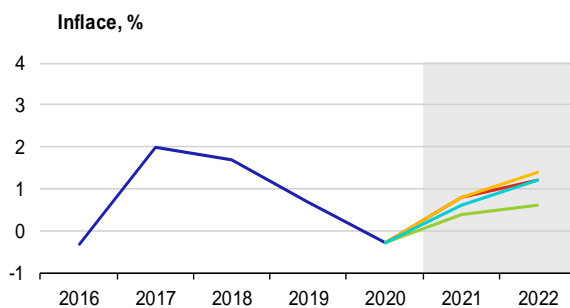
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,5	0,6	0,4	0,5
2022	0,9	0,9	0,8	0,9

Španělsko



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 1/2021
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

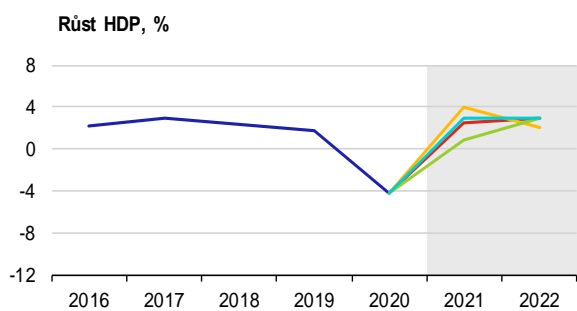
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	5,7	5,9	5,0	6,8
2022	5,7	4,7	4,0	4,2



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

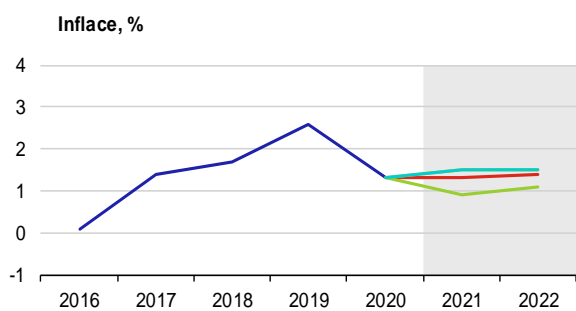
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,8	0,8	0,4	0,6
2022	1,2	1,4	0,6	1,2

Nizozemsko



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

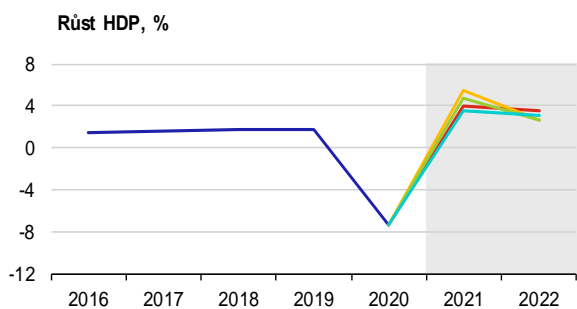
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,5	4,0	0,8	2,9
2022	3,0	2,0	2,9	2,9



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

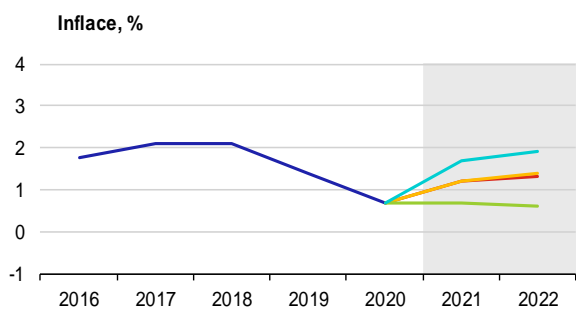
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,3	1,5	0,9	1,5
2022	1,4	1,5	1,1	1,5

Belgie



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

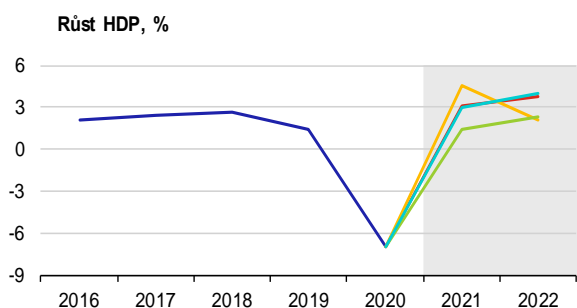
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,9	5,4	4,7	3,5
2022	3,6	2,7	2,7	3,1



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

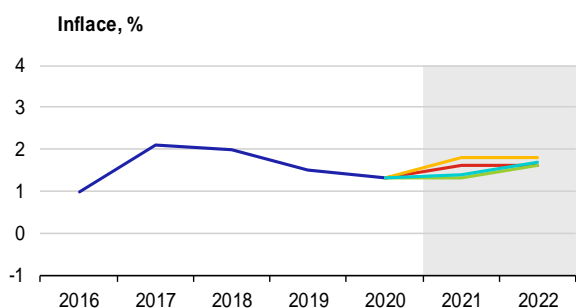
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,2	1,2	0,7	1,7
2022	1,3	1,4	0,6	1,9

Rakousko



— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

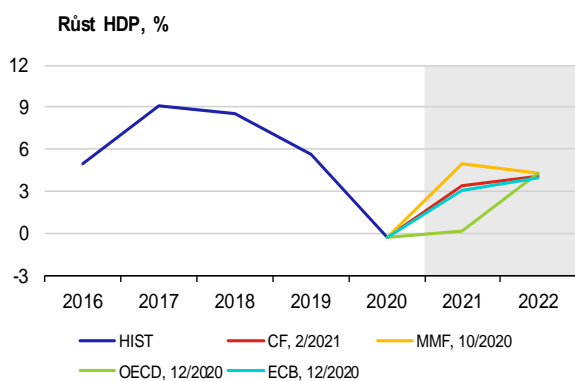
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,1	4,6	1,4	3,0
2022	3,8	2,1	2,3	4,0



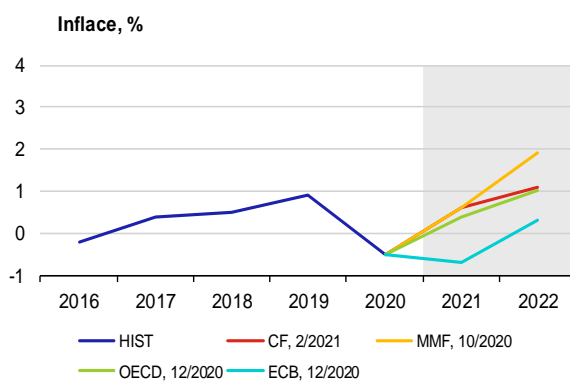
— HIST — CF, 2/2021 — MMF, 10/2020
— OECD, 12/2020 — ECB, 12/2020

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

Irsko

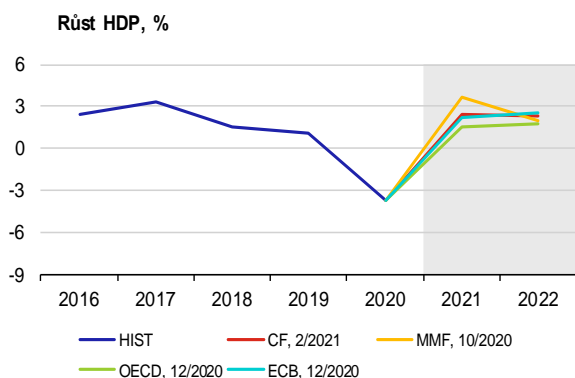


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,4	4,9	0,1	3,1
2022	4,1	4,3	4,3	3,9

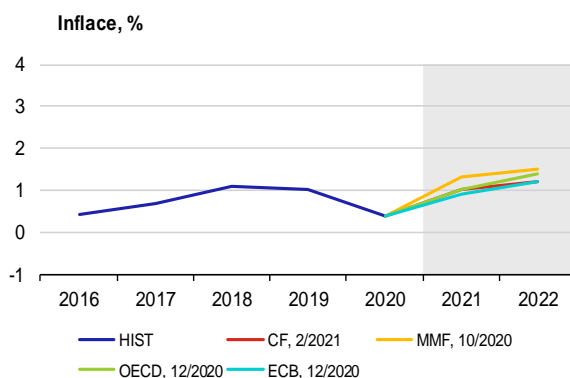


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	0,6	0,4	-0,7
2022	1,1	1,9	1,0	0,3

Finsko

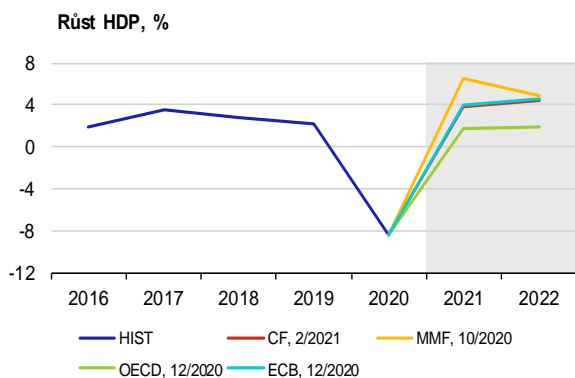


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,4	3,6	1,5	2,2
2022	2,3	2,0	1,8	2,5

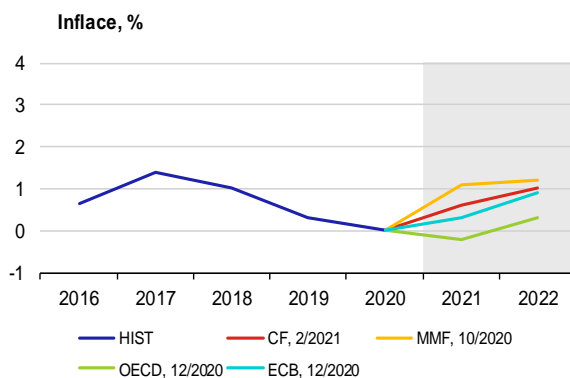


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,0	1,3	1,0	0,9
2022	1,2	1,5	1,4	1,2

Portugalsko

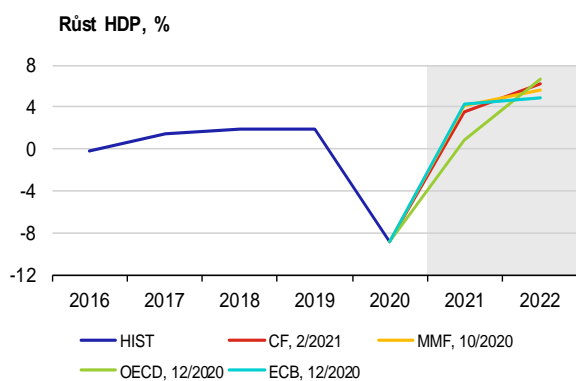


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,8	6,5	1,7	3,9
2022	4,4	4,8	1,9	4,5

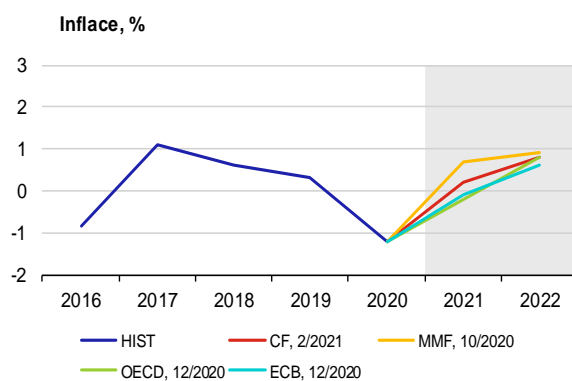


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	1,1	-0,2	0,3
2022	1,0	1,2	0,3	0,9

Řecko

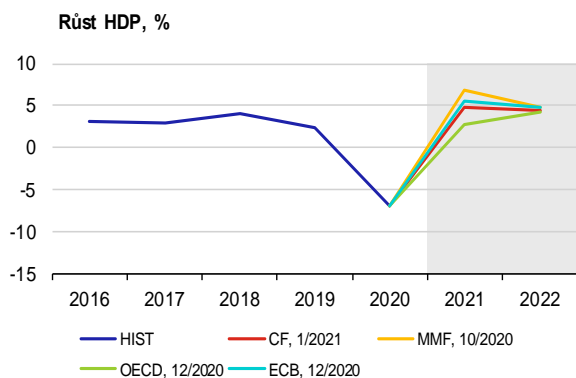


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,6	4,1	0,9	4,2
2022	6,2	5,6	6,6	4,8

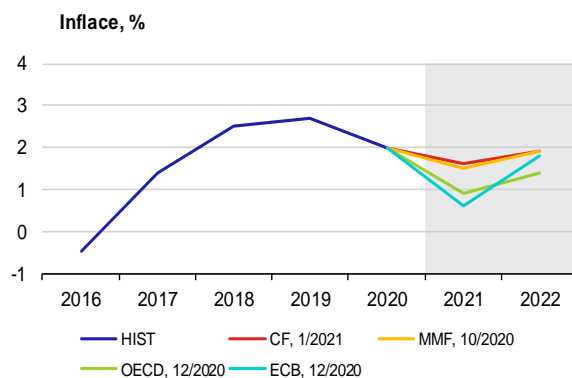


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,2	0,7	-0,2	-0,1
2022	0,8	0,9	0,8	0,6

Slovensko

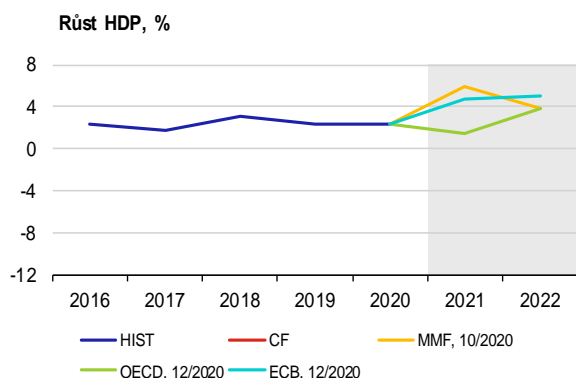


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,7	6,9	2,7	5,6
2022	4,4	4,8	4,3	4,8

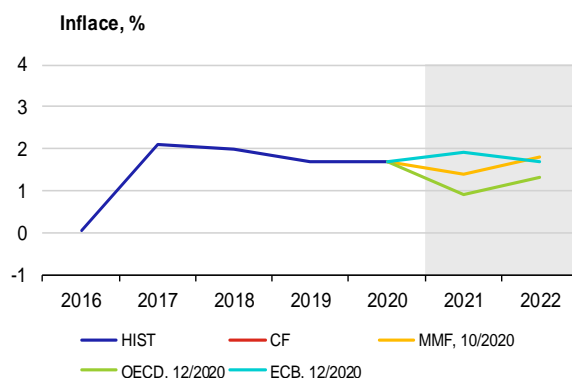


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,6	1,5	0,9	0,6
2022	1,9	1,9	1,4	1,8

Lucembursko

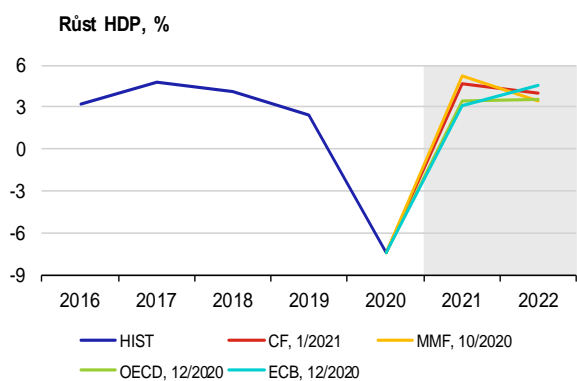


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	5,9	1,5	4,7
2022	n. a.	3,8	3,8	5,0

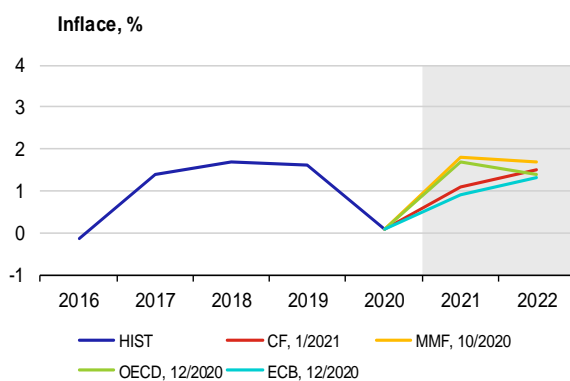


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	1,4	0,9	1,9
2022	n. a.	1,8	1,3	1,7

Slovensko

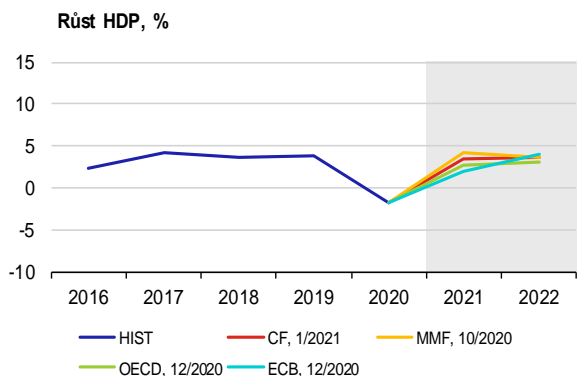


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,7	5,2	3,4	3,1
2022	4,0	3,4	3,5	4,5

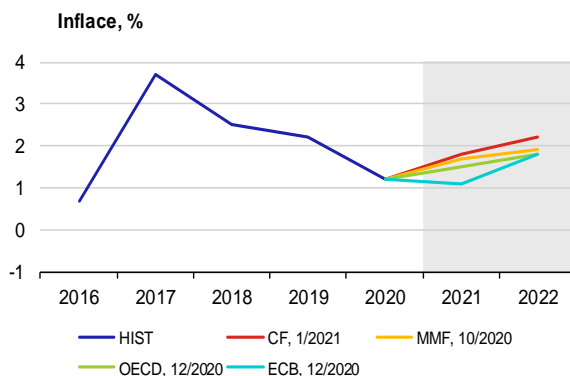


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,1	1,8	1,7	0,9
2022	1,5	1,7	1,4	1,3

Litva

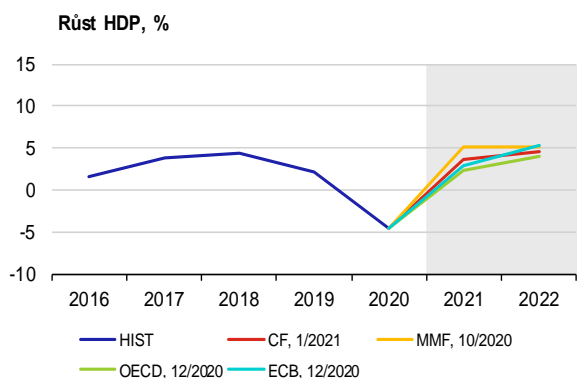


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,4	4,1	2,7	1,9
2022	3,7	3,7	3,1	4,0

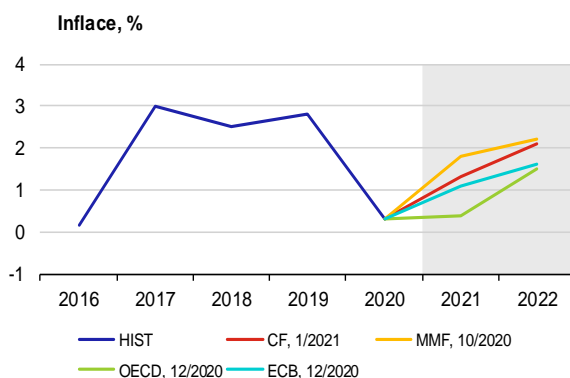


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,8	1,7	1,5	1,1
2022	2,2	1,9	1,8	1,8

Lotyšsko

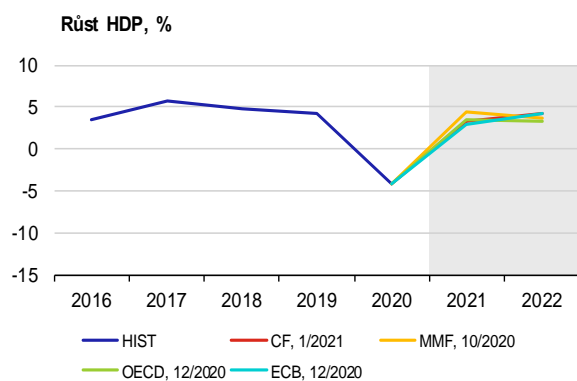


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,7	5,2	2,4	2,8
2022	4,5	5,1	4,0	5,3

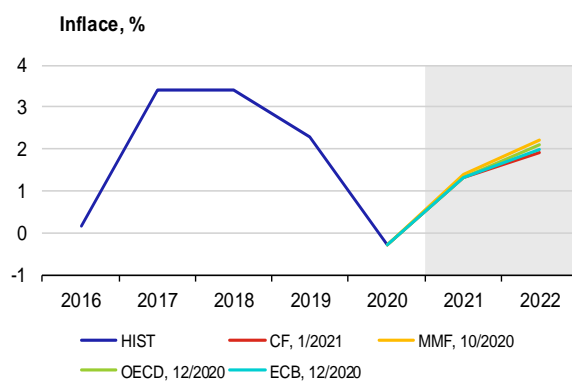


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,3	1,8	0,4	1,1
2022	2,1	2,2	1,5	1,6

Estonsko

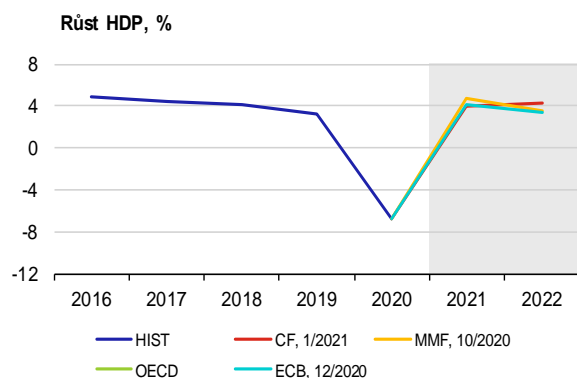


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,3	4,5	3,4	2,9
2022	4,2	3,7	3,3	4,2

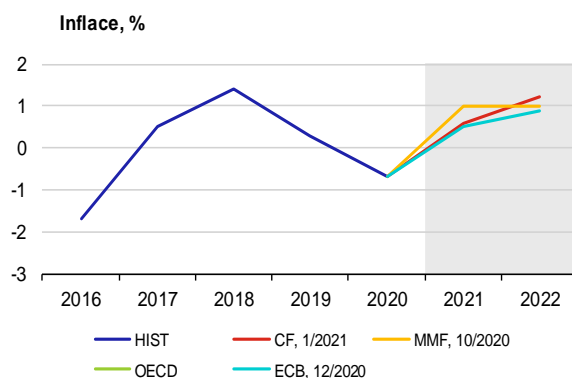


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,3	1,4	1,3	1,3
2022	1,9	2,2	2,1	2,0

Kypr

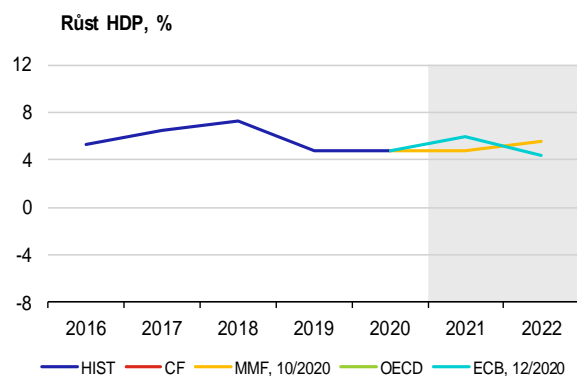


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,9	4,7	n. a.	4,1
2022	4,2	3,6	n. a.	3,4

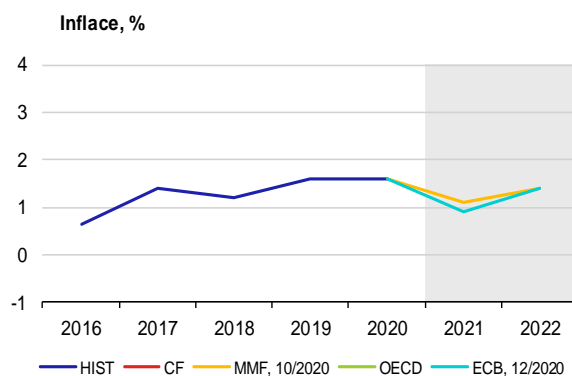


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	1,0	n. a.	0,5
2022	1,2	1,0	n. a.	0,9

Malta



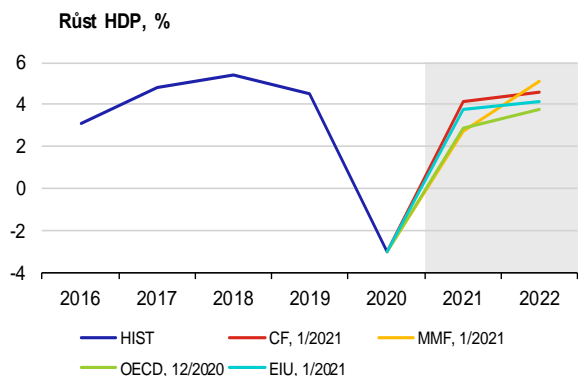
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	4,8	n. a.	5,9
2022	n. a.	5,5	n. a.	4,4



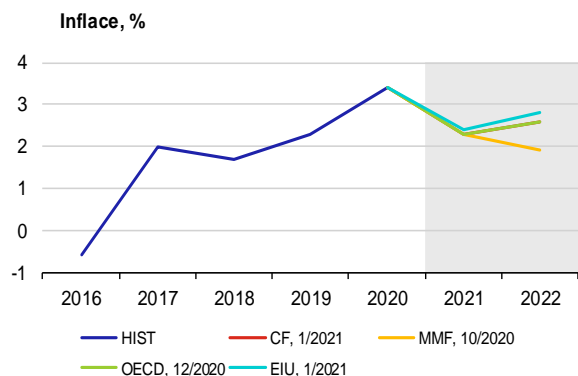
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	1,1	n. a.	0,9
2022	n. a.	1,4	n. a.	1,4

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

Polsko

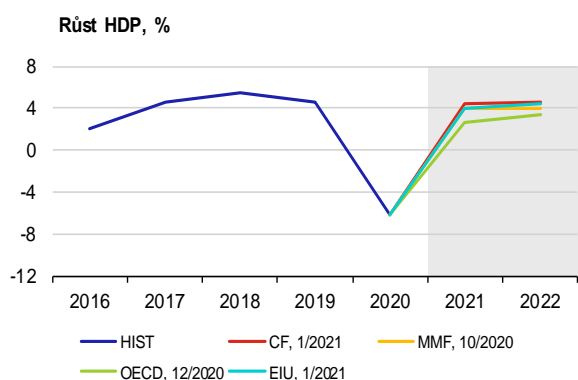


	CF	MMF	OECD	EIU
2021	4,1 ★	2,7 ↘	2,9	3,8 ★
2022	4,6 ★	5,1 ↘	3,8	4,1 ★

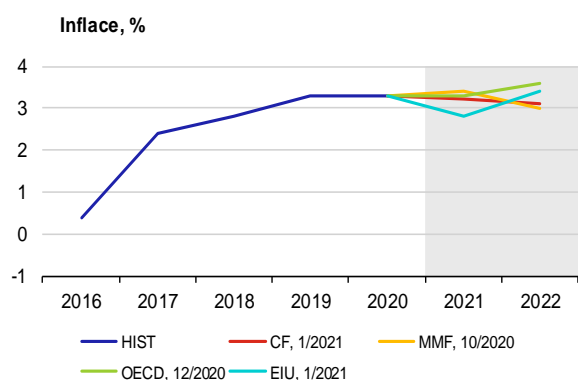


	CF	MMF	OECD	EIU
2021	2,3 ★	2,3	2,3	2,4 ★
2022	2,6 ★	1,9	2,6	2,8 ★

Maďarsko

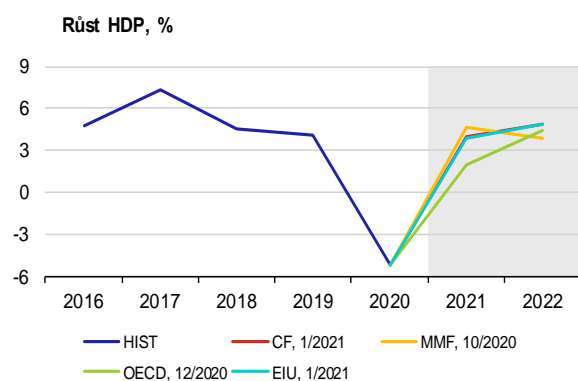


	CF	MMF	OECD	EIU
2021	4,4 ★	3,9	2,6	3,9 ★
2022	4,6 ★	4,0	3,4	4,4 ★

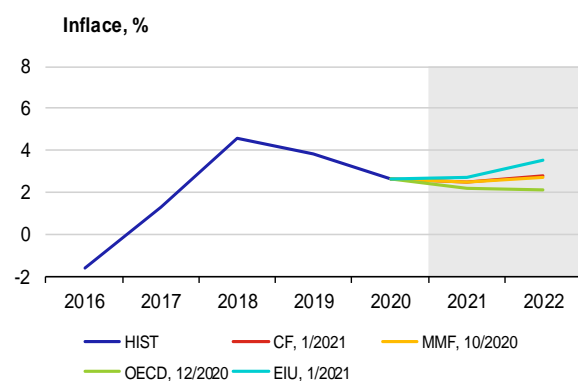


	CF	MMF	OECD	EIU
2021	3,2 ★	3,4	3,3	2,8 ★
2022	3,1 ★	3,0	3,6	3,4 ★

Rumunsko



	CF	MMF	OECD	EIU
2021	4,0 ★	4,6	2,0	3,9 ★
2022	4,9 ★	3,9	4,4	4,9 ★



	CF	MMF	OECD	EIU
2021	2,5 ★	2,5	2,2	2,7 ★
2022	2,8 ★	2,7	2,1	3,5 ★

A6. Nekonvenční měnová politika centrálních bank

	Kvantitativní uvolňování (QE)	Cílování výnosové křivky (YCC/YCT)	Podpora úvěrování (FfL)	Záporné úrokové sazby	Kurzový závazek
ECB (Eurozóna)	<p>V rámci Programu nákupu aktiv (APP, od 2015) nakupuje Eurosystem (především) státní a korporátní dluhopisy za účelem uvolnění měnových podmínek po dosažení spodní hranice nominálních sazeb. V lednu 2021 celková aktiva dosahovala €2,9 bilionu.</p> <p>V reakci na Covid-19 Nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP, od 2020) flexibilně rozšiřuje QE dalšími nákupy širšího spektra aktiv v hodnotě až €1,9 bilionu.</p>	<p>Guvernér španělské centrální banky Pablo Hernandez de Cos řekl v lednu 2021, že YCC je možnost, která "stojí za prozkoumáním". Rada guvernérů ECB však o tomto instrumentu zatím nediskutovala, nic tedy zatím nenasvědčuje tomu, že by byl aktivně zvažován.</p>	<p>Účelem cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO, od 2014) je posílit uvolnění měnové politiky ECB a její transmise skrze nabídku levného dlouhodobějšího financování bankám, podmíněnou jejich úvěrováním reálné ekonomiky (vyjma hypoték).</p> <p>V reakci na Covid-19 snížila ECB úrokovou sazbu TLTRO III na 50 bazických bodů pod depozitní sazbu (tedy -1 %) do června 2022. Stala se tak první centrální bankou, která subvencuje banky skrze systém "duálních sazeb". Hrubá míra využití TLTRO v červnu, září a prosinci 2020 překonala €1.5 bilionu. Čistý nárůst poskytnuté likvidity činil více než €0,7 bilionu.</p>	<p>Po vyčerpání konvenční měnové politiky se ECB v červnu 2014 stala první významnou centrální bankou, která snížila jednu ze svých klíčových sazeb pod nulu. Depozitní sazba byla postupně snížena po 10 bazických bodech až na -0,5 % v září 2019.</p>	<p>Nic nenasvědčuje tomu, že ECB zvažuje jakýkoli kurzový závazek.</p>
Fed (USA)	<p>V letech 2008-14 uvolnil FED měnovou politiku skrze tři kola QE, v nichž nakupoval domácí státní dluhopisy a cenné papíry kryté hypotékami. V říjnu 2017 začal FED normalizovat svou rozvahu skrze postupné snižování nakoupených aktiv, v té době přesahujících \$4 biliony.</p> <p>QE bylo znovu zahájeno v reakci na Covid-19, a to bez kvantitativního limitu a nově také zahrnující korporátní dluhopisy (PMCCF, SMCCF). Celková aktiva v rozvaze FEDu vzrostla z \$3,9 bilionu na \$6,8 bilionu na konci ledna 2021.</p>	<p>FED aktivně zvažuje YCC podle veřejných vyjádření členů Federálního výboru pro otevřený trh (FOMC) v roce 2020. Někteří guvernéri naznačili, že YCC může posílit signalizaci měnové politiky ("forward guidance"). Záznam z jednání FOMC v červnu 2020 však ukazuje, že YCC pravděpodobně nebude přijata dokud signalizace měnové politiky zůstává věrohodná.</p>	<p>V reakci na Covid-19, (i) v rámci programu Main Street Lending FED přislíbil nákupy až \$600 mld. nových úvěrů menším podnikům (do 10 000 zaměstnanců), zájem byl ale pouze o \$16,5 mld.; (ii) v rámci Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), FED nabídl bankám až \$100 mld. úvěrů, které však musí být kryté novými sekuritizovanými úvěry reálné ekonomice. Facilita poskytla \$3,6 mld. (iii) facilitu PPPLF poskytuje finančním institucím úvěry zajištěné jejich úvěry malým podnikům poskytnutými v rámci vládního opatření Paycheck Protection Program (PPP). Do konce 2020 facilitu poskytla úvěry v hodnotě \$50,4 mld.</p>	<p>FED nezvažuje záporné úrokové sazby podle vyjádření předsedy Rady guvernérů Jerome Powella z května 2020.</p>	<p>Nic nenasvědčuje tomu, že FED zvažuje jakýkoli kurzový závazek.</p>
BoE (Spojené království)	<p>První program QE byl zaveden v listopadu 2009 poté, co BoE dosáhla nulovou dolní mez (ZLB) ve finanční krizi. Nová kola byla zahájena v reakci na brexit a Covid-19, v celkové výši £875 mld. (\$1 210 mld.) britských vládních dluhopisů (APF) a od března 2020 také £20 mld. (\$28 mld.) nefinančních korporátních dluhopisů (CCFF) jako další pomoc proti Covid-19.</p>	<p>YCC je součástí sady měnových nástrojů BoE pro využití v budoucnu, ale banka, podle komentářů guvernéra Andrewa Baileho z listopadu 2020, nevidí potřebu ho nyní používat.</p>	<p>Program BoE na podporu úvěrování (FLS, 2012-2018) poskytl bankám financování ve výši £70 mld. (\$97 mld.) za podmínek, které motivovaly k půjčování v reálné ekonomice. V roce 2014 byl program upraven a to tak, že byly vyloučeny hypotéky a zaměřilo se na půjčky malým a středním podnikům (SME).</p> <p>V reakci na Covid-19, Programem podpory úvěrování s dalšími pobídkami pro SME (TFSME, 2020-2021) poskytuje BoE (od března 2020) bankám financování za (nebo blízko) úrokovou sazbu, přičemž částky jsou spojeny s jejich stavem půjček v reálné ekonomice. V prosinci 2020 BoE oznámila prodloužení programu o šest měsíců, které bude pokrývat jak období čerpání, tak referenční období.</p>	<p>Záporné úrokové sazby jsou součástí sady měnových nástrojů BoE, ale UK podle guvernéra Andrewa Baileho (říjen 2020) ještě není připraveno je implementovat. V únoru 2021 Baileh vyzval britské finanční firmy, aby se připravily na negativní úrokové sazby, ale zdůraznil, že to není signál, že tento nástroj bude přijat.</p>	<p>Nic nenasvědčuje tomu, že BoE zvažuje jakýkoli kurzový závazek.</p>

	Kvantitativní uvolňování (QE)	Cílování výnosové křivky (YCC/YCT)	Podpora úvěrování (FfL)	Záporné úrokové sazby	Kurzový závazek
SNB (Švýcarsko)	Kromě nákupu zahraničních aktiv za účelem oslabení měny zahájila v roce 2009 SNB i nákup domácích korporátních dluhopisů (bez kvantitativního cíle). Tento QE program měl omezené trvání i rozsah.	Nic nenasvědčuje tomu, že SNB zvažuje YCC.	Nic nenasvědčuje tomu, že SNB zvažuje podporu úvěrování.	SNB zavedla záporné sazby v lednu 2015, aby zjemnila dopad opuštění kurzového závazku. Sazby od té doby nezměnila. Cílové rozmezí pro CHF Libor je od -0,25 % do -1,25 %, depozitní sazba je -0,75 % . Podíl volných rezerv, na které se vztahuje záporná sazba, byl postupně snížen (naposledy v březnu 2020 v reakci na Covid-19), s cílem omezit negativní dopad na bankovní sektor.	Mezi lety 2011 a 2015 se SNB zavázala k neomezeným FX nákupům s cílem zastavit posílení měny na úrovni 1,2 CHF za EUR , a tím omezit deflační tendence. Již od roku 2008 však SNB často intervnuje na FX trzích ve velkém rozsahu i bez explicitního závazku, naposledy v průběhu roku 2020 v reakci na posilování CHF v důsledku jeho charakteristiky "bezpečného přístavu" během covidové krize.
RBA (Austrálie)	V listopadu 2020 RBA zahájila svůj první QE program, v němž nakupuje 5-10leté státní dluhopisy s cílem A\$100 mld. (\$77 mld.) do poloviny roku 2021. V únoru 2021 RBA rozhodla o následném pokračování programu a nákupu dalších A\$100 mld. Tento QE program funguje paralelně k neomezeným nákupům 3letých státních dluhopisů v rámci YCC. Při zdůvodňování uvolnění se guvernér RBA opíral zejména o vyšokou nezaměstnanost .	V reakci na Covid-19 se RBA zavázala v březnu 2020 k neomezeným nákupům státních dluhopisů s cílem držet výnos dluhopisů s 3letou splatností na 0,25 %, od listopadu 2020 snížený na 0,1 %.	V březnu 2020 zahájena Term Funding Facility (TFF) poskytuje levné 3leté úvěry bankám, přičemž rozsah dostupných financí je vázán k úvěrování firem, zejména menších. TFF byla v září 2020 rozšířena a úroková sazba dále snížena v listopadu 2020. Do února 2021 bylo poskytnuto A\$86 mld. (\$66,5 mld.) bankám.	Podle guvernéra Philipa Lowe bankovní rada RBA nadále vnímá záporné sazby jako "mimořádně nepravděpodobné" (listopad 2020).	Kurzové intervence k uvolnění měnových podmínek byly zmíněny jako jedna z možností (bez doporučení) v projevu člena bankovní rady Guye Debelle v září 2020.
RBNZ (Nový Zéland)	V březnu 2020 zahájila RBNZ program kvantitativního uvolňování LSAP , v rámci něhož plánuje nakupovat státní dluhopisy do června 2022. Schválený strop byl postupně navyšován až na částku NZ\$100 mld. (\$72 mld.) v srpnu 2020.	Nic nenasvědčuje tomu, že RBNZ zvažuje YCC.	V dubnu 2020 RBNZ oznámila Term Lending Facility (TLF) , dlouhodobější financování bank, které má podpořit vládní opatření Business Finance Guarantee Scheme (BFGS) do února 2021. V listopadu 2020 RBNZ přidala program na podporu úvěrování (FLP), v jehož rámci mohou banky dosáhnout na 3letý úvěr za měnověpolitickou sazbu (0,25 %). Rozsah se váže na objem bankovních úvěrů domácnostem a podnikům.	RBNZ zvažuje záporné sazby podle zprávy o měnové politice z listopadu 2020. V současnosti probíhají opatření pro zajištění technické připravenosti.	RBNZ zvažuje kurzové intervence k uvolnění měnových podmínek podle shrnutí zprávy o měnové politice z listopadu 2020. V omezeném rozsahu RBNZ používala kurzové intervence k oslabení měny několikrát v období po roce 2010.
BoC (Kanada)	V reakci na Covid-19 spustila BoC několik programů na nákup dlouhodobějších aktiv, včetně státních dluhopisů (GBPP, nejméně C\$5 mld. (\$4 mld.) týdně), provinčních dluhopisů (PBPP, max C\$50 mld.) a korporátních dluhopisů (CBPP, max C\$10 mld.). V říjnu 2020 byl GBPP snížen na C\$4 mld. týdně.	YCC není součástí sady měnověpolitických nástrojů BoC, ale guvernér banky řekl v červenci 2020, že tento instrument byl předmětem diskuze bankovní rady.	Podpora úvěrování je součástí sady měnověpolitických nástrojů BoC.	Záporné sazby jsou součástí sady měnověpolitických nástrojů BoC, ale tento instrument není v současnosti předmětem diskuzí bankovní rady podle guvernéra BoC Tiffa Macklema (říjen 2020).	Kurzové závazky nejsou součástí sady měnověpolitických nástrojů BoC a nic nenasvědčuje tomu, že bankovní rada tento instrument zvažuje.
BoJ (Japonsko)	BoJ jako první centrální banka využila QE v letech 2001-06. V roce 2010 se QE obnovilo v rámci politiky komplexního uvolňování , které zahrnovalo jak nákupy státních dluhopisů (na potlačení dlouhodobých sazeb), tak korporátní dluhopisy, ETFs a nemovitostní fondy (na potlačení rizikových prémie). V roce 2013 politika QQE výrazně rozšířila tyto nákupy. V reakci na Covid-19 BoJ zrušila své kvantitativní cíle pro nákup státních dluhopisů v dubnu 2020, a výrazně rozšířila cíle pro ostatní cenné papíry.	Počínaje zářím 2016 nakupuje BoJ domácí státní dluhopisy s cílem udržet výnos těch s 10letou splatností kolem nuly . Měkký cíl pro roční objem nákupů ¥80 bilionů (\$740 mld.) byl zrušen v dubnu 2020 v reakci na Covid-19.	V reakci na Covid-19 zřídila BoJ facilitu pro podporu úvěrování (SDSPFF) v březnu 2020 . Ta poskytuje bankám bezúročné půjčky zajištěné úvěry domácnostem a podnikům.	Od ledna 2016 aplikuje BoJ úrokovou sazbu -0,1 % na malou část volných rezerv v centrální bance (cca 5 %). Tento odstupňovaný systém byl zaveden, aby ochránil ziskovost bank a zároveň udržel krátkodobé tržní sazby pod nulou. Podíl rezerv, na něž se vztahuje záporná sazba, byl postupně snížen na současnou hodnotu.	Nic nenasvědčuje tomu, že BoJ zvažuje jakýkoli kurzový závazek.

	Kvantitativní uvolňování (QE)	Cílování výnosové křivky (YCC/YCT)	Podpora úvěrování (FfL)	Záporné úrokové sazby	Kurzový závazek
NB (Norsko)	Podle projevu guvernéra NB Øysteina Olsena z října 2020, NB neuvažuje o QE . Důvody jsou, že norský trh se státními dluhopisy je mnohem menší než v jiných zemích a podíl půjček s pevnou úrokovou sazbou je relativně nízký. Analýzy NB naznačují, že náklady na tento měnový nástroj by mohly převážít jeho výhody.	Nic nenasvědčuje tomu, že NB zvažuje cílování výnosové křivky.	Nic nenasvědčuje tomu, že NB zvažuje podporu úvěrování.	NB by byla ochotna uvažovat o záporných úrokových sazbách, pokud budou finanční trhy zasaženy obnovenou vlnou nepokojů, avšak podle projevu guvernéra NB Øysteina Olsena z října 2020 nejsou záporné úrokové sazby nejlepším nástrojem pro podporu norské ekonomiky. Důvodem je, že v situaci s velmi nízkou úrokovou sazbou by bylo přirozené, aby aktivnější roli hrála fiskální politika.	Nic nenasvědčuje tomu, že by NB zvažovala jakýkoli kurzový závazek. Podle projevu guvernéra NB Øysteina Olsena z října 2019, nelze za normálních okolností použít intervence na devizovém trhu . Intervence na devizových trzích však NB provedla, aby zabránila nadměrné volatilitě domácí měny v březnu 2020. Kvůli rekordnímu oslabení NOK, koupila NB norskou korunu ve výši Kr345 mld. (\$0,4 mld.).
Riksbank (Švédsko)	Od února 2015 Riksbank uvolnila měnovou politiku nákupem státních dluhopisů. Ke zmírnění dopadů Covid-19 Riksbank též hodlá nakoupit vládní, hypotéční, municipální a korporátní dluhopisy až do výše Kr500 mld. (\$60,2 mld.), do června 2021. Cílem nákupů je udržet úrokové sazby obecně na nízké úrovni a přispět k efektivní nabídce úvěrů. V listopadu 2020 Riksbank oznámila šestiměsíční prodloužení (do prosince 2021) programu, širší výběr aktiv a navýšení programu QE o dalších Kr200 mld. (\$24,1 mld.).	Nic nenasvědčuje tomu, že Riksbank zvažuje cílování výnosové křivky.	V reakci na Covid-19 zahájila Riksbank Program korporátních půjček , který bankám poskytuje půjčky až do výše Kr500 mld. (\$60,2 mld.) proti záruce, za účelem stimulace dalšího půjčování bank nefinančním společnostem působícím ve Švédsku.	Záporné úrokové sazby byly aplikovány od února 2015 do prosince 2019 kvůli klesající inflaci po krizi eura a oslabení ekonomiky eurozóny. V reakci na Covid-19 guvernér Riksbank oznámila v září 2020, že sazby zůstanou na nule po delší dobu , protože zavedení sazeb do záporu není nejlepší reakcí na koronavirovou krizi. V prosinci 2020 guvernér Stefan Ingves znovu naznačil, že dává přednost QE před snižováním sazeb, ale tato možnost není v budoucnu zcela vyloučena.	Nic nenasvědčuje tomu, že Riksbank zvažuje jakýkoli kurzový závazek.
MNB (Maďarsko)	MNB se připojila k používání QE v lednu 2018 a to nákupem cenných papírů krytých hypotékami pro podporu růstu, který zaostával za ostatními ekonomikami v regionu střední a východní Evropy. V červenci 2019 byl zahájen Program podpory dluhopisů pro růst (BGS) s cílem posílit maďarský relativně malý trh korporátních dluhopisů, v celkové hodnotě Ft450 mld. (\$1,5 mld.). V reakci na Covid-19 bylo QE rozšířeno Nákupy vládních cenných papírů a hypotečních zástavních listů od května 2020 , aby byla obnovena likvidita na trhu státních cenných papírů a též pro obnovení programu nákupu hypotečních zástavních listů s cílem zlepšit dlouhodobou nabídku financování bankovního sektoru. Celkové nákupy dosáhly k lednu 2021 Ft1,1 bilionu (\$3,7 mld.), ale MNB nestanovila celkový objem nákupů ani pro jeden program.	Nic nenasvědčuje tomu, že MNB zvažuje cílování výnosové křivky.	Program podpory pro růst (FGS, 2013-pokračující) si klade za cíl zvrátit pokles trhu s půjčkami pro malé a střední podniky, podporovat růst a posilovat finanční stabilitu. V reakci na Covid-19 se MNB v dobnu 2020 rozhodla zahájit nový Program FGS Go! pro dodatečnou podporu úvěrování pro malé a střední podniky, který zvýšil celkový objem finančních prostředků o Ft1 bilion (\$3,4 mld.), na celkových Ft1,5 bilionu (\$5 mld.). Ke konci roku 2020 byla uzavřena smlouva o půjčce nebo leasingu s více než 21 000 podniky.	Nic nenasvědčuje tomu, že MNB zvažuje záporné úrokové sazby.	Nic nenasvědčuje tomu, že MNB zvažuje jakýkoli kurzový závazek.

	Kvantitativní uvolňování (QE)	Cílování výnosové křivky (YCC/YCT)	Podpora úvěrování (FfL)	Záporné úrokové sazby	Kurzový závazek
NBP (Polsko)	V březnu 2020 představila NBP svůj první QE v podobě programu nákupu aktiv po vypuknutí Covid-19. NBP se rozhodla zahájit nákup vládních cenných papírů a státem garantovaných dluhových cenných papírů na sekundárním trhu v rámci strukturálních operací na volném trhu. Od června 2020 NBP koupila dluhopisy v hodnotě přibližně Z194 mld. (\$25,4 mld.). NBP v lednu 2021 uvedla, že načasování a rozsah QE bude záviset na tržních podmínkách.	Nic nenasvědčuje tomu, že NBP zvažuje cílování výnosové křivky.	V reakci na Covid-19 byl v březnu 2020 spuštěn program Bill Discount Credit ve snaze refinancovat půjčky poskytované podnikům bankami. NBP odkupuje (diskontuje) směnky, které banky získají jako záruku za půjčky poskytnuté nefinančním podnikům, a de facto tak tyto půjčky bankám refinancuje. Na základě situace na trhu korporátních úvěrů a poptávky po směnečných úvěrech přijme NBP rozhodnutí ohledně doby trvání a výše nabízeného programu.	Nic nenasvědčuje tomu, že NBP zvažuje záporné úrokové sazby.	Nic nenasvědčuje tomu, že NBP zvažuje jakýkoli kurzový závazek.
Bol (Izrael)	Bol prováděla QE mezi březnem a srpnem 2009 , aby zmírnila kontrakční dopad globální krize na domácí poptávku. V reakci na pandemii Covid-19 zahájila Bol v březnu 2020 opět nákupy státních dluhopisů na sekundárním trhu až do výše \$14,8 mld. , aby se zmírnily úvěrové podmínky a podpořila se aktivita. Bol zvýšila v říjnu 2020 QE o \$10,4 mld. s odvoláním na rostoucí dopady pandemie Covid-19 na ekonomiku.	Nic nenasvědčuje tomu, že Bol zvažuje cílování výnosové křivky.	V reakci na Covid-19 zahájila Bol v dubnu 2020 program cílených úvěrových operací . Bol nabízí bankám 3leté půjčky s pevnou úrokovou sazbou s úrokem 0,1 % za účelem zvýšení nabídky bankovních úvěrů malým a středním podnikům (SME). Plán byl obnoven v červenci 2020 bez omezení celkové částky půjček. V říjnu 2020 byl také spuštěn nový program, jehož cílem je poskytnout bankám úvěry za -0,1 % oproti vhodným půjčkám SME. Vhodnost vyžaduje, aby úroky z půjček pro SME nepřesáhly 1,3 %. V prosinci 2020 guvernér Amir Yaron rovněž odhalil, že Bol umožní věřitelům mimo bankovní systém přijímat úvěry za velmi výhodných podmínek s cílem poskytnout další levné úvěry pro SME.	Bol v minulosti signalizovala ochotu uvažovat o záporných úrokových sazbách, pokud to bude vyžadovat ekonomický výhled. Navzdory pandemii Covid-19 Bol však vyjádřila (v listopadu 2020) neochotu snížit klíčovou sazbu z historického minima do záporného teritoria, místo toho upřednostňuje použití opatření, jako je nákup měny a nákup vládních a korporátních dluhopisů. Guvernér Bol Amir Yaron ve svém projevu v lednu 2021 poznamenal, že v nadcházejícím roce může nastat potřeba snížit úrokovou sazbu.	Pro posílení stability a odolnosti finančního systému a ekonomiky implementovala Bol v březnu 2008 plán na zvýšení devizových rezerv intervencemi na devizovém trhu . Od srpna 2009 Bol ukončila svůj program denních nákupů na devizovém trhu ve výši \$100 mld., což zvýšilo její devizové rezervy na \$56,4 mld. FX nákupy obnovené v roce 2020 by měly bojovat s tlaky na zhodnocování šekelu kvůli v důsledku krize Covid-19. Výsledkem je, že devizové rezervy Bol dosáhly v prosinci 2020 nového rekordního maxima ve výši \$173,3 mld. V lednu 2021 Bol poprvé oznámila objem svých devizových intervencí předem. Bol uvedla, že v roce 2021 nakoupí \$30 mld. a bude provádět devizové intervence tak dlouho, dokud nebudou ohrožovat cíl cenové stability.

Legenda

	Daný nástroj CB aktuálně používá nebo byl používán v minulosti.
	Daný nástroj CB aktivně zvažuje (na základě např. vyjádření členů bankovní rady).
	Daný nástroj CB nezvažuje (byl vyloučen členy bankovní rady nebo neexistují známky o tom, že je zvažován).

A7. Seznam zkratk používaných 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