

Globální ekonomický výhled

červenec 2020



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — červenec 2020

Předmluva

Vážené čtenářky,
vážení čtenáři,

vstoupili jsme do druhé poloviny roku, kterému, přestože nese atraktivní označení v podobě dvou dvacítek, dominuje číslovka 19. Bohužel navíc spojená s označením virového onemocnění COVID. Bezprecedentní je nejen globální šíření koronaviru, ale i reakce na něj v podobě mixu řady opatření ze strany vlád, centrálních bank, či orgánů zodpovědných za makrobezpečnostní politiku.

Nejistota spojená s dopady boje proti šíření pandemie koronaviru se významně propisuje nejen do modelů chování ekonomických subjektů, ale také do datové základny. Ta je důležitým vstupem pro přípravu prognóz a vpředhledících politik. Nejen pro centrální bankéře je proto mnohem složitější předvídat budoucí ekonomický vývoj, protože přes standardně vysokou kvalitu podkladů pro naše rozhodování jsou v těchto dobách všechny údaje postíženy vysokou mírou rizik a nejistot.

V této situaci se pak přirozeně potvrzuje, že měnová politika není autopilot a o změnách úrokových sazeb nerozhoduje model. Ten je sice důležitým, ale pouze jedním dílkem informační skládačky. Klíčový vliv na otevřenou exportně orientovanou českou ekonomiku má vývoj v zahraničí. A je to právě Globální ekonomický výhled, tradiční publikace měnové sekce ČNB, který je neocenitelným zdrojem informací a analýz o významných světových ekonomikách.

V analytické části tohoto čísla je zpracované téma z oblasti finanční stability. A to přesto, že současnou krizi, na rozdíl od globální finanční krize roku 2008, nezpůsobilo bezbřehé poskytování hypotečních úvěrů ve světě. Ekonomická teorie i zkušenosti makrobezpečnostních orgánů udělaly od minulé krize bezesporu velký pokrok. Oproti jasně proticyklicky zaměřené měnové politice však u makrobezpečnostní politiky stále není zřejmé, zda svými nástroji reaguje na hospodářský a finanční cyklus, nebo spíše na strukturální charakteristiky jednotlivých zemí. Je to ale logické. Do sestupné fáze finančního cyklu moderní makrobezpečnostní politika vstupuje vlastně poprvé, takže se některé aspekty zajišťování finanční stability ladí takřikajíc „za běhu“. O to více je třeba zahraniční praxi studovat a všechno, co v této oblasti činíme, pečlivě vysvětlovat.

Ať se Vám toto červencové číslo líbí.

Tomáš Nidetzký, viceguvernér ČNB



I. Úvod	3
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	4
II.1 Eurozóna	4
II.2 Spojené státy	6
II.3 Spojené království	7
II.4 Japonsko	7
II.5 Čína	8
II.6 Rusko	8
II.7 Výběr z rozvojových zemí – Turecko	9
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	10
IV. Vývoj na komoditních trzích	11
IV.1 Ropa	11
IV.2 Ostatní komodity	12
V. Zaostřeno na...	13
Nástroje regulace hypotečních úvěrů ve světě	13
A. Přílohy	20
A1. Změna predikcí pro rok 2020	20
A2. Změna predikcí pro rok 2021	20
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	21
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	21
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	28

Datum uzávěrky dat

17. července 2020

Sběr dat CF

13. července 2020

Datum publikace GEVU

24. července 2020

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

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

I. Úvod

COVID-19: denní přírůstky nakažených ve světě atakují rekordní hodnoty! Mohlo by se zdát, že letní „vydechnutí“ bez roušek v mnoha zemích je potvrzením upadající pandemie COVID-19. Bohužel tomu tak není. Denní přírůstky nakažených atakují rekordní hranici 240 tis., ke které zhruba třetinově přispívají USA. Finanční trhy jsou však relativně klidné, možná i proto, že sdílí optimismus s pokrokem k nalezení vakcíny u firem Moderna či AstraZeneca. V oblasti americko-čínských vztahů došlo k dalšímu zhoršení. USA dle prohlášení prezidenta Trumpa ukončí přepisování zvláštního statusu Hongkongu, což je reakce na minulé problematické kroky Pekingu na tomto teritoriu. V asijském regionu stoupl napětí i díky verbálnímu konfliktu v otázce sporných nároků Číny na surovinové zdroje (zejména ropu a zemní plyn) v Jihočínském moři. Stěžejním tématem pro země EU je v tomto měsíci klíčový summit EU, na kterém lídři členských států budou diskutovat a hlasovat

Červencové výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

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

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

o rozpočtu EU na období 2021 – 2027 a tzv. fondu obnovy v navrhovaném objemu 750 mld. EUR. Očekávají se těžká vyjednávání především ohledně formy a distribuce hospodářské pomoci (jaké množství bude rozděleno prostřednictvím přímých grantů a jaký objem budou tvořit půjčky). Spory panují především mezi menšími, bohatšími a spořivějšími státy (např. Švédsko a Holandsko) a jihoevropským křídlem. Na stranu méně přísných států se trochu překvapivě staví i Německo. ECB v souvislosti s nastavením své

měnové politiky slovy prezidentky CH. Lagardové komunikovala, že hodlá využít celý plánovaný objem nouzového programu PEPP (1,35 bilionu EUR). Zdůraznila rovněž, že ECB nepřipustí, aby efektivitu monetární politiky narušil kapitálový klíč pro nakupování dluhopisů členských států EMU.

Červencové výhledy růstu HDP pro letošní rok vesměs přinesly korekci ve směru nižšího než očekávaného propadu výkonnosti u námi sledovaných ekonomik (s výjimkou Spojeného království a Ruska), naopak pro příští rok je „unisono“ předpokládán nižší růst. Čína by měla být jedinou z mála zemí, která koronakrizi přežije s kladným růstem HDP, což podporují i neočekávaně dobré výsledky za druhé čtvrtletí tohoto roku. **Výhledy spotřebitelské inflace** se oproti červnu příliš nezměnily. I přes masivní uvolnění monetární a fiskální politiky nedosáhne drtivá většina ekonomik ani příští rok 2% „ideální“ hodnoty pro růst cen. Americký dolar bude v ročním horizontu vůči euru, jenu a žen-min-pi oslabovat, oproti libře bude zhruba stabilní a oproti rublu mírně posílí. Výhled CF pro cenu ropy Brent v ročním horizontu je výše než v červnu, a to 47,6 USD/barel (nejvyšší odhad 67 USD/barel, nejnižší 33,4 USD/barel). Výhled tržních sazeb je pro 3M USD LIBOR je velmi mírně klesající, výhled sazeb 3M EURIBOR zůstává již několik let na celém sledovaném horizontu v záporném teritoriu.

Graf aktuálního čísla ukazuje současný vývoj na energetických trzích v Evropě, kde v poslední době výrazně roste cena emisních povolenek, což se projevilo i v růstu cen elektřiny. V červenci cena emisních povolenek překročila cenu 30 EUR za tunu CO₂. Rostoucí cena bude současně negativně působit ve výrobě, kde rostoucí náklady snižují globální konkurenceschopnost, zejména v těžkém průmyslu. Na druhou stranu by mohlo dojít k urychlení přesunu výroby na bezemisní zdroje a současně k investicím automobilek do oblasti elektromobility.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Nástroje regulace hypotečních úvěrů ve světě](#). Článek představuje základní principy a motivy makroobezřetnostní politiky pro zajištění finanční stability se zaměřením na oblast regulace hypotečních úvěrů. Článek představuje nejen názorovou dichotomii v nastavení nástrojů jako LTV a DSTI pro omezení rizika způsobeného příliš rychlým růstem cen nemovitostí, ale také akademickou evidenci o dopadu těchto nástrojů na reálnou ekonomiku.

Eurová cena emisních povolenek za tunu CO₂



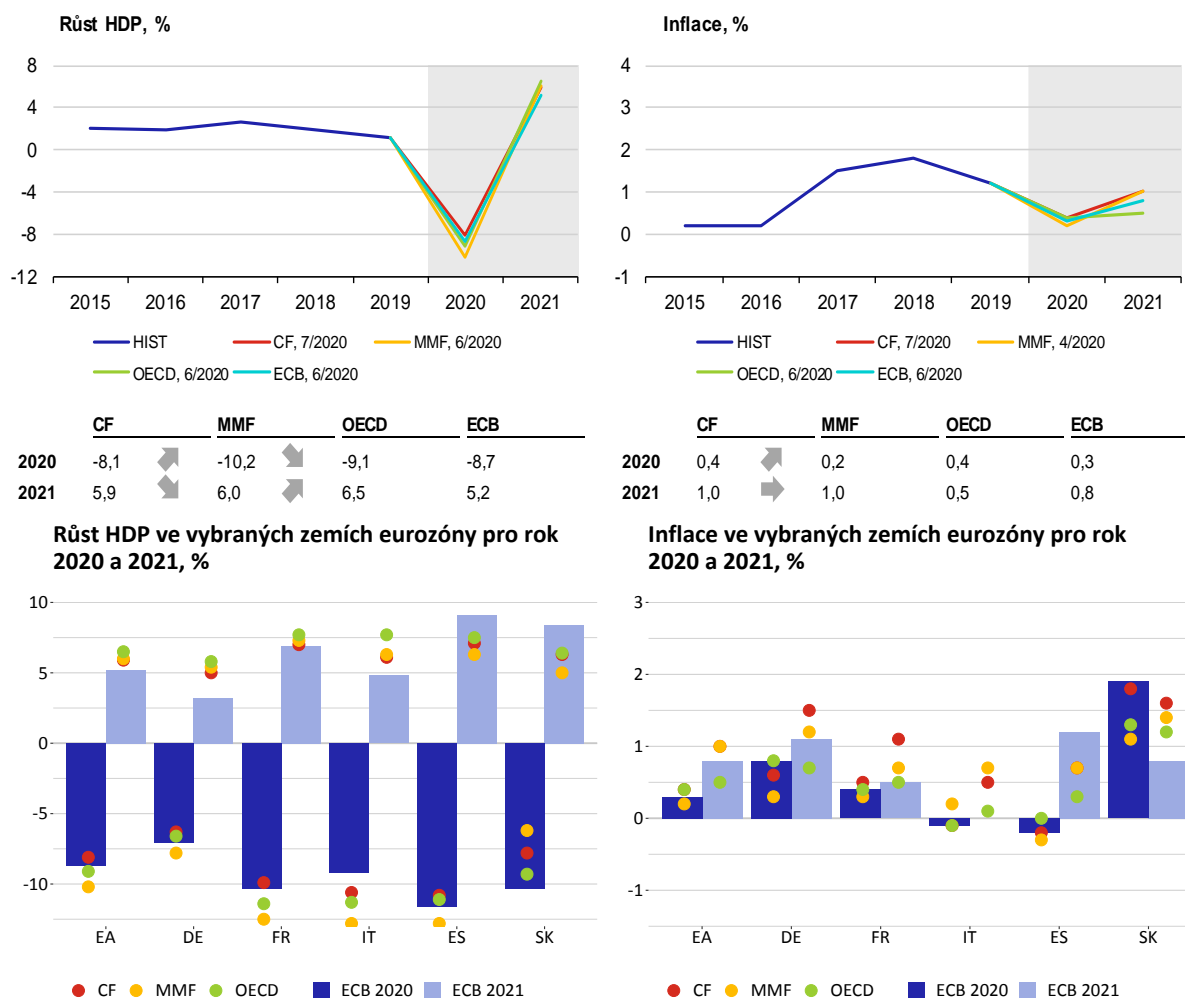
Zdroj: Bloomberg

Pozn.: Jedná se o cenu kontraktů splatných v prosinci 2020.

II.1 Eurozóna

Vládní omezení zavedená v souvislosti s pandemií COVID-19 byla v zemích eurozóny postupně do konce června odstraněna a průmysl v eurozóně se pomalu vzpamatovává z uzavírek. Nejvýznamněji ovlivnila zavedená opatření ekonomický chod Itálie a Španělska, ale ztráty utrpěly i ekonomiky vysoce obchodně provázané s EU jako například Slovensko. Jak naznačují údaje za průmyslovou produkci v dubnu a květnu, rozjezd průmyslových podniků na Slovensku byl podstatně pomalejší, zatímco náběh aktivity v Itálii či Francii byl relativně svižný. I podle předstihových indikátorů PMI se v červnu zpracovatelský průmysl v eurozóně stabilizoval. V případě Francie indikátor dokonce překonal hranici 50 bodů, což je první zlepšení podnikatelských podmínek od ledna 2020. Překvapením byl zejména značný nárůst objednávek. Naopak situace v Německu se zlepšuje jen pozvolna a průmyslová aktivita zde zůstává stále v pásmu kontrakce. Celkově se průmyslová produkce eurozóny v květnu pohybovala o 20 % níže oproti lednu.

Naproti tomu se spotřebitelská poptávka oživila po krizi rychleji, k čemuž přispěla i podpůrná fiskální opatření. V květnu vzrostly maloobchodní tržby o rekordních 18 % meziměsíčně, i když zůstávají stále o 5 % níže pod úrovní ze stejného období loňského roku. Dopad pandemie na tržby byl relativně omezený v Německu, kde maloobchodní tržby v květnu dokonce mezimočně vzrostly. Přispěl k tomu zejména velký zájem o nákupy v online obchodech, který převážil vliv uzavření kamenných obchodů. Propad domácí poptávky do značné míry tlumila krizová fiskální opatření na podporu spotřeby a zaměstnanosti. Řada zemí navíc přistoupila k dalšímu rozšíření balíků. Nejvyšší objem má avizovaný německý fiskální balíček v rozsahu 130 mld. EUR. Kromě snížení sazby daně z přidané hodnoty obsahuje i vyšší výdaje na německý zdravotnický systém, podporu pro rodiny i malé a střední podniky nebo větší investice do zelené energie, včetně přímé podpory nákupu elektromobilů. Masivní fiskální stimuly podporují i trh práce v eurozóně. Míra nezaměstnanosti v květnu vzrostla oproti březnu jen o 0,3 p.b.

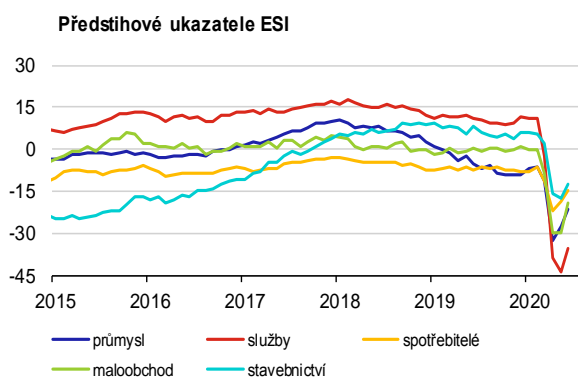


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

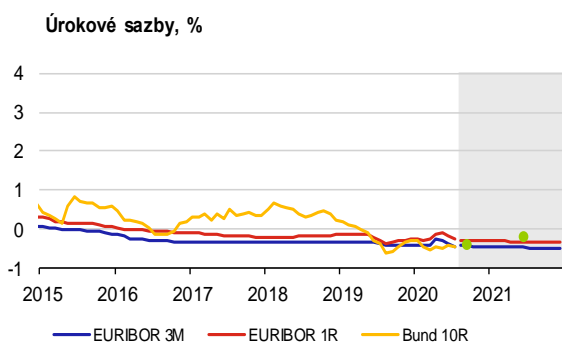
Podle červencového CF dosáhne propad HDP v letošním roce více než 8 %, přičemž v roce příštím poroste ekonomika eurozóny téměř 6% tempem. Nový výhled je mírně optimističtější než předpověď MMF, který očekává hlubší propad v tomto roce při srovnatelném oživení v roce příštím. Z pěti největších zemí bude podle CF nejvyšší propad v tomto roce dle CF ve Španělsku (-10,8 %) a Itálii (-10,6 %), následováno Francií (-9,9 %). Naproti tomu pokles v Německu dosáhne pouze -6,3 %. Ze složek HDP způsobí pokles v eurozóně v tomto roce zejména spotřeba domácností a tvorba hrubého fixního kapitálu. Zvýší se však výrazně zadlužení vlád a nezaměstnanost. Podle analytiků CF vzroste již v tomto roce hrubé zadlužení vlád v eurozóně nad 100 % HDP, přičemž v případě Itálie dosáhne rekordních 166 % HDP.

Očekávaný pokles ekonomické aktivity se promítá do nižšího výhledu spotřebitelské inflace. Podle červencového CF by se letos měla inflace pohybovat jen lehce nad nulou, přičemž v příštím roce zrychlí na 1 %. Nejvyšší cenovou dynamiku vykáže Slovensko, zatímco ve Španělsku a v Itálii spotřebitelské ceny poklesnou. Jádrová inflace v eurozóně pak zůstane pod úrovní 1 %. Inflační očekávání však zůstávají stabilní již několik měsíců v řadě.

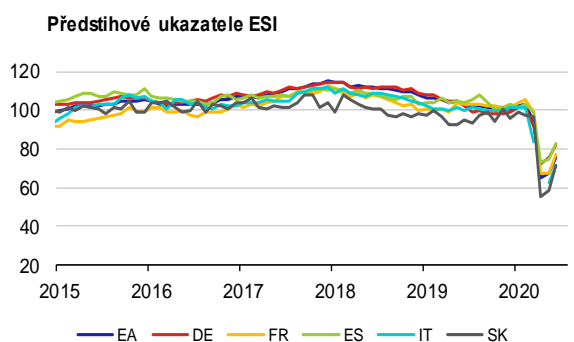
Červencové zasedání ECB pak nepřineslo změny v nastavení měnové politiky. ECB bude pokračovat v nákupech aktiv v rámci programu PEPP v celkovém balíku 1 350 mld. EUR, přičemž podle vyjádření prezidentky bude objem vyčerpán celý. Čisté nákupy ve starším programu nákupů aktiv (APP) budou pokračovat měsíčním tempem 20 mld. EUR spolu s nákupy v dodatečném dočasném balíku 120 miliard EUR do konce roku. Měnové podmínky v eurozóně jsou tedy velmi uvolněné, což potvrzují i výsledky šetření ECB mezi bankami. Úvěry podnikům ve druhém čtvrtletí dosáhly rekordního maxima, když pandemie vyvolala podstatný nárůst požadavků na financování likvidity a pracovního kapitálu. V druhé polovině roku banky očekávají propad s tím, jak dojde k vyčerpání vládních garančních rámců.



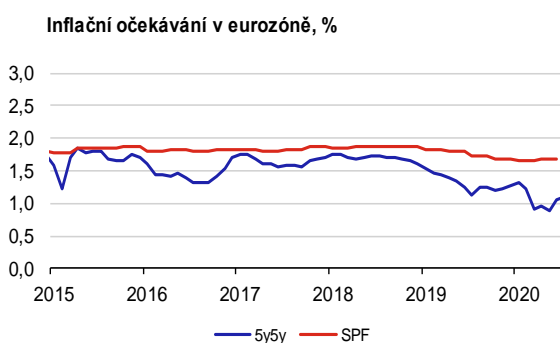
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
3/20	-11,2	-2,3	-11,6	-8,6	2,3
4/20	-32,5	-38,6	-22,0	-30,1	-16,1
5/20	-27,5	-43,6	-18,8	-29,8	-17,3



	6/20	7/20	10/20	7/21
3M EURIBOR	-0,38	-0,43	-0,44	-0,47
1Y EURIBOR	-0,15	-0,26	-0,29	-0,32
10Y Bund	-0,42	-0,45	0,00	0,00



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
3/20	94,2	92,0	99,0	99,3	83,7	96,7
4/20	64,8	72,1	67,9	73,3	55,1	55,1
5/20	67,5	75,3	67,7	74,9	63,0	59,0



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

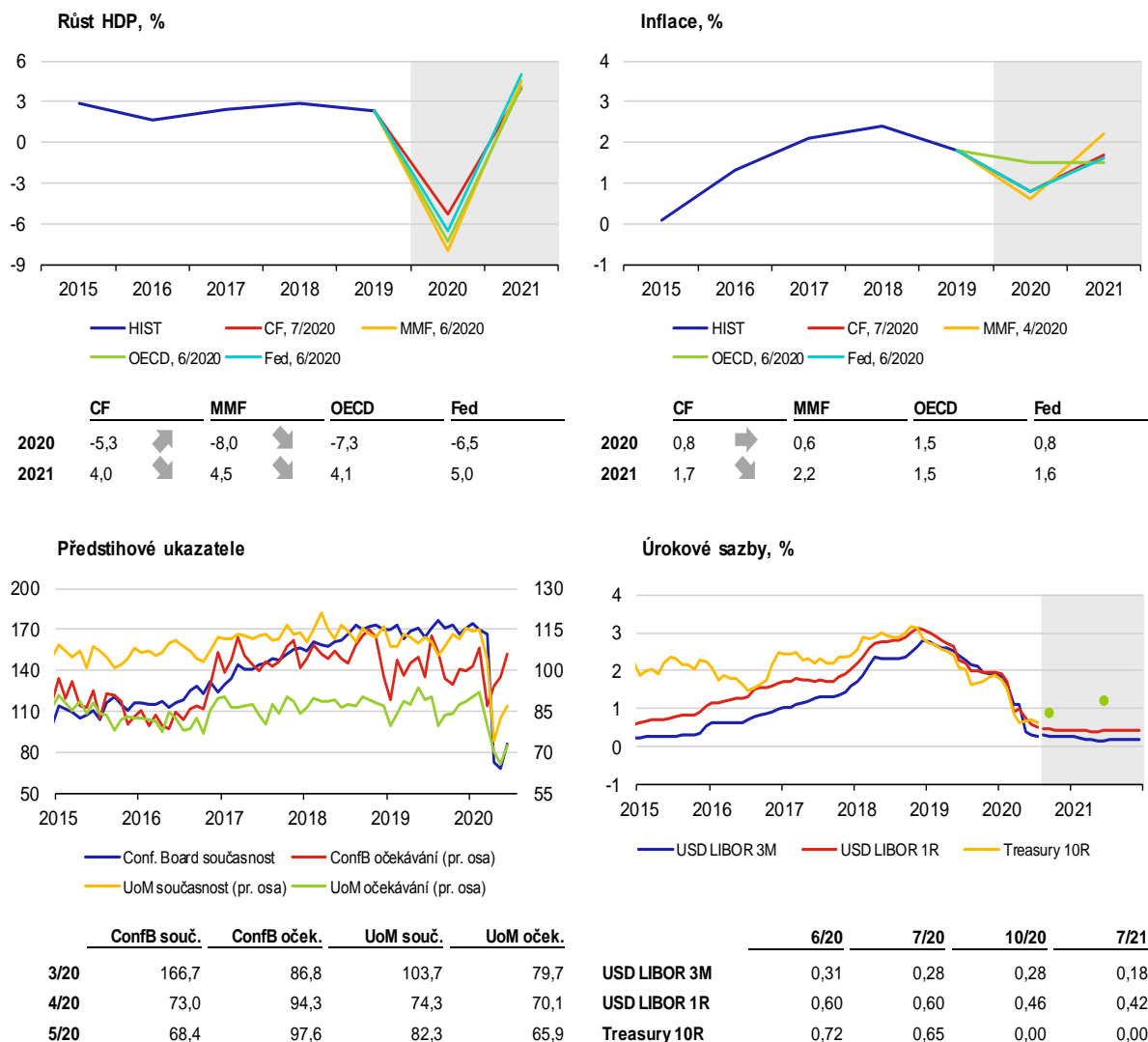
	5y5y	SPF
5/20	0,89	1,67
6/20	1,06	1,67
7/20	1,11	n.a.

II.2 Spojené státy

Americká ekonomika po uvolnění restrikcí pomalu ožívá, virus ale bohužel stále není pod kontrolou. Poslední data přicházející z americké ekonomiky jsou pozitivní a výhledy HDP jdou směrem vzhůru. Dle CF by mělo dojít letos k poklesu HDP o 5,3 %, na konci června zveřejněný výhled od MMF však propadl odhaduje až na 8 %. Oživení je patrné z čísel o maloobchodních prodejkách, které v květnu mezitím vzrostly o 1,1 % a současně z růstu nových objednávek. Růst tržeb byl podpořen také klesající mírou úspor, která v květnu klesla o téměř 10 p.b. na 23,2 %. Vpředhledící indikátory jsou zatím stále v pásmu kontrakce, ale přibližují se magické hranici, nevyrobní PMI vyskočil na 57,1. Pracovní trh postupně vytváří zrušená pracovní místa, za červen jich přibýlo 4,8 mil. a červnová nezaměstnanost klesla na 11,1 % a mzdy poklesly o 5,7 %. Bude-li současný trend pokračovat, brzy klesne nezaměstnanost pod 10% a současně dojde k obnovení mzdového růstu. Inflace v červnu dosáhla 0,7 %, pozitivně působily ceny potravin, které vzrostly o 4,5 % a ceny služeb, které vzrostly o 1,9 %.

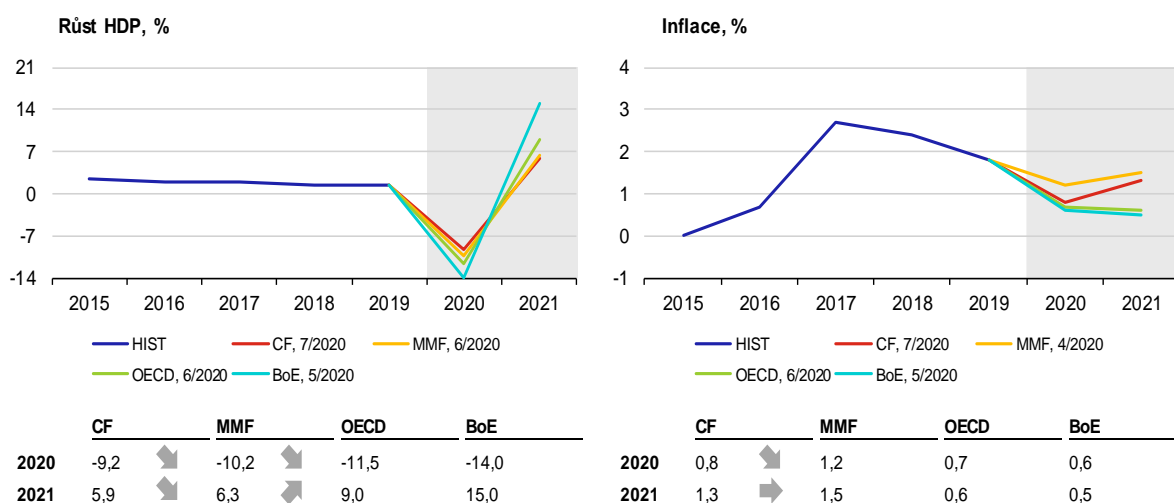
Vláda zatím diskutuje další podpůrné kroky, dle analytiků by měl být fiskální stimul větší. Pokles ekonomiky a podpůrné balíčky způsobí dle výhledů tento rok deficit vládních výdajů ve výši 17 % HDP, podle mnoha analytiků by však měla být podpora vyšší. Ekonomiku i nadále podporuje Americký Fed svoji expanzivní politikou a nekonvenčními nástroji. Bilance americké centrální banky tak pokračuje v silném růstu a dle výhledů by na konci roku mohla mít velikost 50 % HDP.

Další vývoj americké ekonomiky silně závisí na dalším šíření koronavirové nákazy. Zatím nedošlo ke kulminaci v počtu nově nakažených a Státy jako Kalifornie, Texas, Arizona nebo Florida byly nuceny opět sáhnout k zavádění restrikcí. Celosvětově má nyní USA třetinový podíl na počtu nově nakažených a roste i procento pozitivně testovaných. Celkový počet obětí přesáhl 130 tisíc. Kromě tématu koronaviru se Amerika začíná připravovat na prezidentské volby, které se uskuteční na konci roku. Současný prezident D. Trump dle průzkumů zatím ztrácí na svého rivala Bidena.



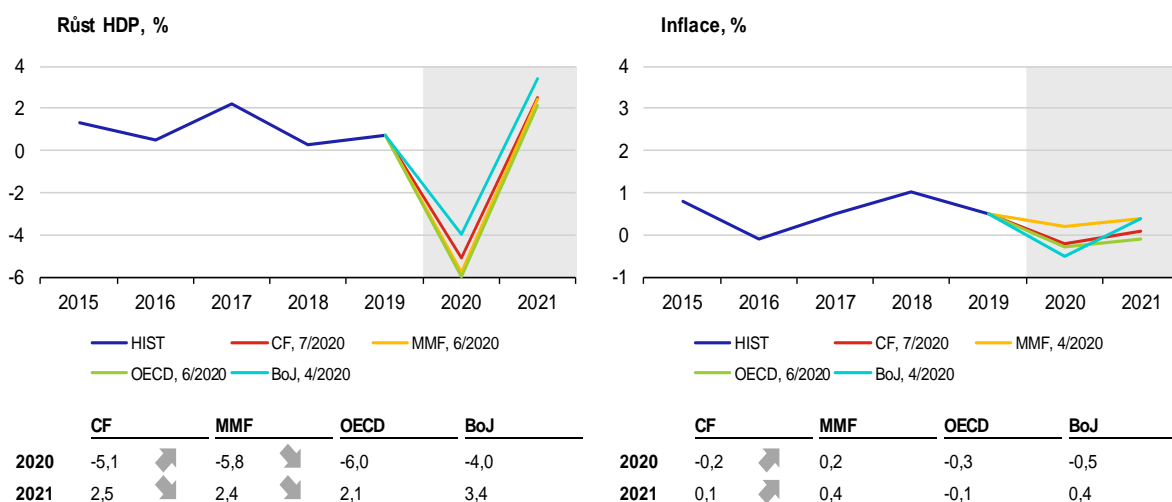
II.3 Spojené království

BoE ponechala základní úrokovou sazbu na historickém minimu 0,1 % a rozšířila program nákupu dluhopisů o dalších 100 mld. liber. Kvantitativní uvolňování tak dosáhne celkové částky 745 mld. liber. Nová opatření na podporu pandemií poškozené britské ekonomiky a trhu práce v objemu 30 mld. liber představil také ministr financí R. Sunak. Jedná se o příspěvky firmám za návrat dočasně uvolněných zaměstnanců, dočasné snížení sazby DPH v odvětví cestovního ruchu či program na podporu tvorby pracovních míst pro mladé lidi. Důsledkem zavedených opatření je však rekordní zadlužení země, které letos pravděpodobně naroste o 350 mld. liber. Vývoj brexitu se točí okolo intenzivních červencových vyjednávání UK a EU, kdy obě strany nevzdaly naděje na skutečný pokrok v klíčových oblastech, ačkoliv přechodné období skončí na konci roku 2020. UK trvá na tom, aby dohody o volném obchodu bylo dosaženo do konce července, navzdory skepticismu EU ohledně tohoto harmonogramu. Vpředhledící kompozitní ukazatel PMI vzrostl v červnu na hodnotu těsně pod 48. CF mírně snížil předpověď růstu ekonomiky jak v letošním, tak v příštím roce. Nový výhled MMF z června předpokládá v letošním roce pokles ekonomiky o 10,2 % a růst o 6,3 % v roce následujícím.



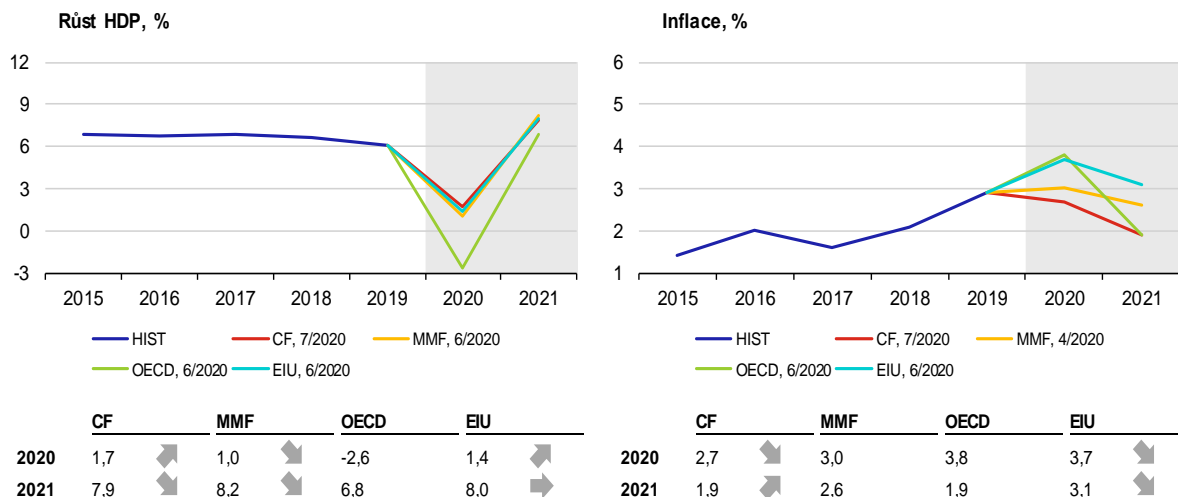
II.4 Japonsko

Vývoj japonské ekonomiky zůstává pod výrazným vlivem koronavirové pandemie. Optikou předstihových ukazatelů byl pro zpracovatelský průmysl nejhorší květen. Od té doby je patrna růstová dynamika, ovšem ani v červnu se PMI v tomto odvětví (40,1) zdaleka nedosáhl hranice oddělující ekonomickou recesi od expanze. Meziroční propad průmyslové produkce se v květnu zrychlil na 26,3 %, což je nejhorší výsledek za posledních 11 let. Meziměsíčně průmyslová produkce poklesla o téměř 9 %, nejvíce kvůli propadu skupiny motorových vozidel (-24,3 %), který ovšem oproti květnu zmírnil (-36,6 %). PMI ve službách zaznamenal nejhorší propad v dubnu (21,5) a se v červnu vrátil na hodnotu 45,0. Maloobchodní tržby naznačují po dvou měsících mírné oživení v tomto segmentu. Nové výhledy předpokládají pokles HDP v letošním roce v rozmezí 5-6 %. Příští rok ekonomiku čeká obnovení růstu kolem 2,5 %. Inflace se bude snažit dostat z deflačního pásma do kladných hodnot.



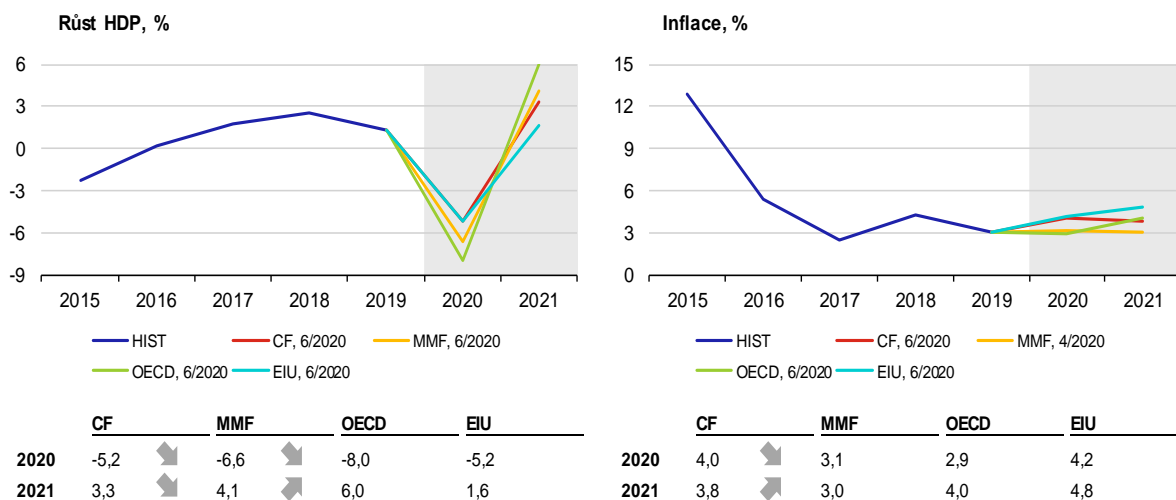
II.5 Čína

Čínská ekonomika ve druhém čtvrtletí 2020 překonala očekávání, kdy meziročně vzrostla o 3,2 % a odrazila se od rekordního poklesu o 6,8 procenta v předchozím čtvrtletí. Čína se tak stala první velkou ekonomikou, která vykázala růst od vypuknutí pandemie. To do jisté míry odráží uvolňování rozsáhlých karanténních opatření na rozdíl od zbytku světa již od začátku druhého čtvrtletí, které bylo doprovázeno mohutnými podpůrnými opatřeními čínské vlády a centrální banky. Na druhou stranu silné oživení čínské ekonomiky ve druhém čtvrtletí není rovnoměrné napříč celou ekonomikou. Na jedné straně solidní růst v sektoru průmyslu podporovaný vládními fiskálními stimuly je na straně druhé v kontrastu s pokračujícím poklesem maloobchodních prodejů odrážejících slabou domácí spotřebitelskou poptávku. Analytici CF předpokládají meziroční růst čínské ekonomiky v letošním roce o 1,7 %, resp. o 7,9 % v roce 2021. Spotřebitelské ceny v Číně letos dle červencového výhledu CF porostou 2,7% tempem, v příštím roce jejich tempo růstu zvolní na 1,9 %.



II.6 Rusko

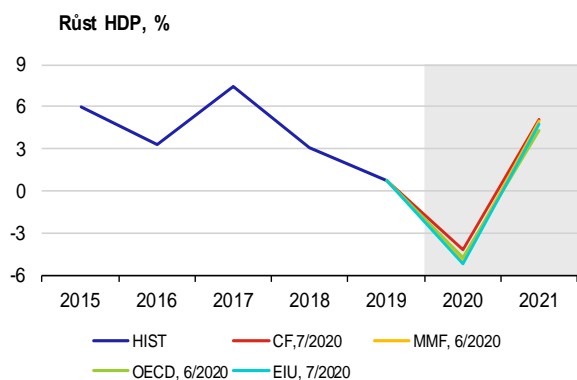
Předstihový ukazatel vývoje v průmyslu vyjadřuje optimismus, který se zatím v krátkodobých indikátorech neprojevil. Červnový PMI ve zpracovatelském průmyslu stoupl na 49,4 z předchozích 36,2. Respondenti poukazují na obnovu aktivity a návrat k růstu nových objednávek. Červnová data za průmysl nicméně naznačují meziroční hloubku propadu zhruba podobnou jako měsíc předtím: -9,4 % vs. -9,6 % v květnu. Vývoz zboží ve druhém čtvrtletí meziročně poklesl o třetinu a dovoz poklesl o 14,0 %; o polovinu a více v položkách platební bilance klesaly obraty ve službách. Vývoz ropy a ropných produktů klesl o polovinu vlivem jak 57% poklesu ceny ropy Urals, tak 10% snížením těžby po dohodě s OPEC+. Od 22. června byla klíčová sazba snížena na 4,5 %. Ruská centrální banka svoji prognózu zatím ponechala beze změny, ovšem připustila, že druhý čtvrtletí může být horší, než se původně očekávalo.



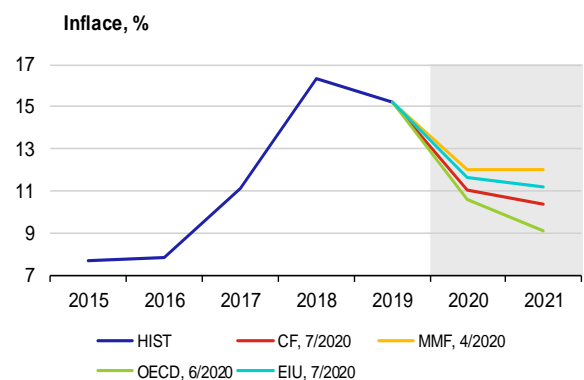
II.7 Výběr z rozvojových zemí – Turecko

Turecká ekonomika se sotva oklepala z recese z roku 2018 a nyní opět čelí velkému poklesu způsobeného nečekanou celosvětovou pandemií. Pro letošní rok byl očekáván růst okolo 3 %, vlivem pandemie COVID-19 se ale propadne o zhruba 5 %. Nejvíce jsou v tomto směru optimističtí analytici CF, kteří předpovídají letošní pokles o 4,2 %. Koronavirus tureckou ekonomiku nejen uzavřel, ale současně vystavil riziku odtoku zahraničního kapitálu, neboť došlo k oslabení turecké liry o 16 % od začátku roku, což bude mít negativní efekt na financování dluhu (zhruba polovina vládního dluhu je denominována v cizí měně). Paradoxně však v březnu a dubnu do Turecka přiteklo rekordní množství zahraničního kapitálu (celkem téměř 10 bil. USD). Podobně jako v ostatních zemích dochází k oživení po uvolnění restriktivních opatření, spolu s tím ale dochází k opětovnému nárůstu nově nakažených a rizikem je příchod druhé vlny pandemie. Současná situace ovlivnila trh práce především v zaměstnanosti, která klesla na od ledna o 4,2 p.b. na 41,1 %, dubnová nezaměstnanost ve výši 12,8 % je ale nižší nežli na začátku roku. Vpředhledicí indikátor PMI v průmyslu se v červnu přehoupl do fáze expanze a dosáhl hodnoty 53,9, export se však zotavuje jen opravdu pomalu. Turecko současně vždy těžilo z turismu v letních měsících, letošní sezóna se ale vlivem omezeného cestování razantně propadne.

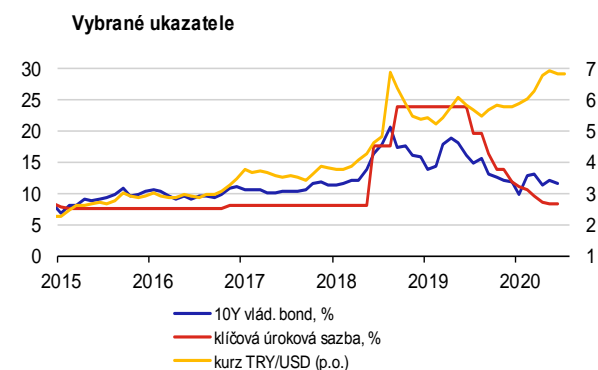
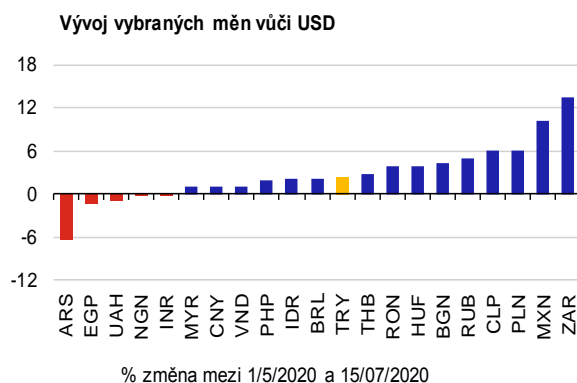
Turecko stále zápasí s vysokou inflací, která v červnu dosáhla 12,6 %. V rámci podpůrných opatření snížila centrální banka repo sazbu a ta je nyní na hodnotě 8,25 %, o více jak 4 p.b. pod inflací, reálné úrokové sazby jsou tak zápornější nežli v eurozóně. Ve většině zemí je vlivem expanzivní fiskální politiky očekávána vyšší inflace, Turecká centrální banka však očekává především protiinflační tlaky způsobené nižší cenou ropy a slabší domácí poptávkou, neboť očekává na konci roku inflaci ve výši 7,4 %. Květnové maloobchodní prodeje poklesly meziročně o 16,7 % a zadluženost domácností stoupla v červnu oproti květnu o 6 %. Akciový trh se již navrátil k předkrizovým hodnotám.



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



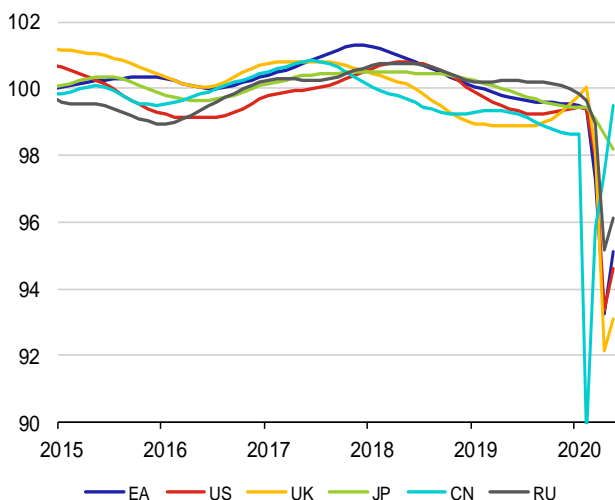
	CF	MMF	OECD	EIU
2020	11,0	12,0	10,6	11,6
2021	10,4	12,0	9,1	11,2



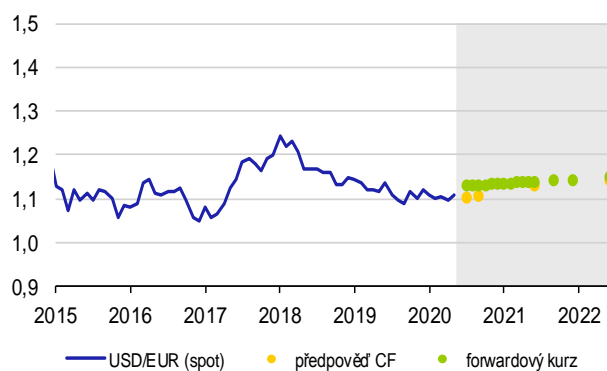
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	TRY/USD
4/2020	11,46	8,75	6,78
5/2020	12,24	8,25	6,96
6/2020	11,59	8,25	6,82

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

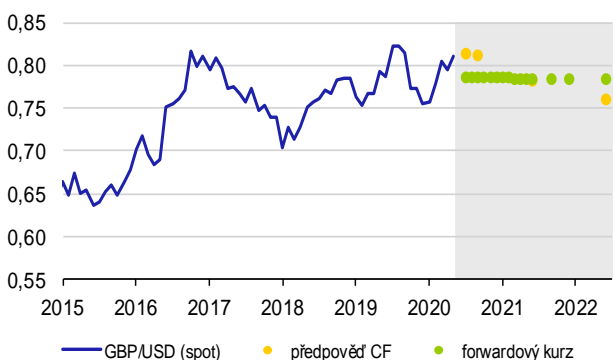


Americký dolar (USD/EUR)



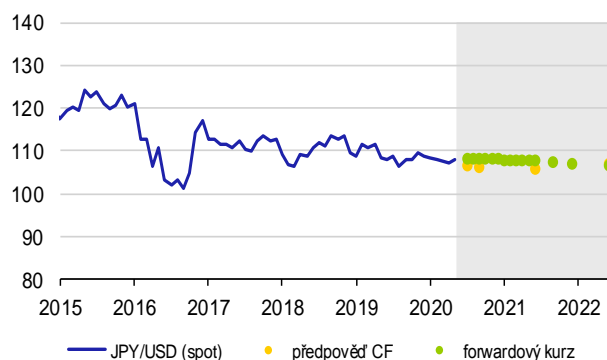
	8/6/20	7/20	9/20	6/21	6/22
spotový kurz	1,130				
předpověď CF		1,105	1,106	1,129	1,144
forwardový kurz		1,130	1,132	1,139	1,150

Britská libra (GBP/USD)



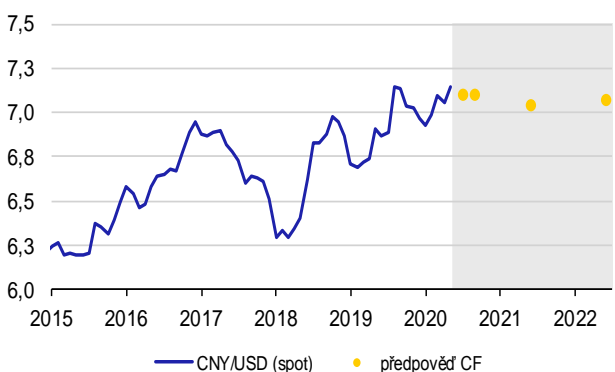
	8/6/20	7/20	9/20	6/21	6/22
spotový kurz	0,787				
předpověď CF		0,814	0,811	0,782	0,760
forwardový kurz		0,786	0,786	0,785	0,783

Japonský jen (JPY/USD)



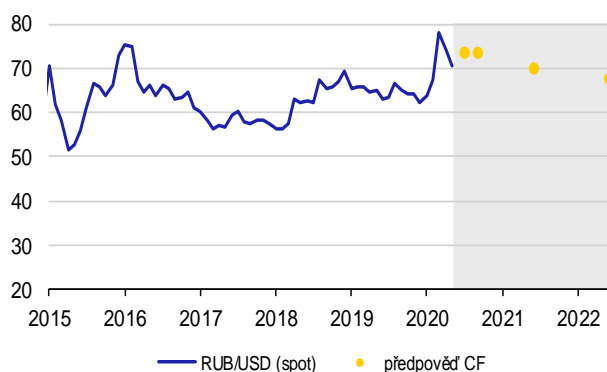
	8/6/20	7/20	9/20	6/21	6/22
spotový kurz	108,6				
předpověď CF		106,8	106,1	106,0	107,2
forwardový kurz		108,4	108,3	107,6	106,7

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	8/6/20	7/20	9/20	6/21	6/22
spotový kurz	7,075				
předpověď CF		7,097	7,099	7,038	7,068

Ruský rubl (RUB/USD)



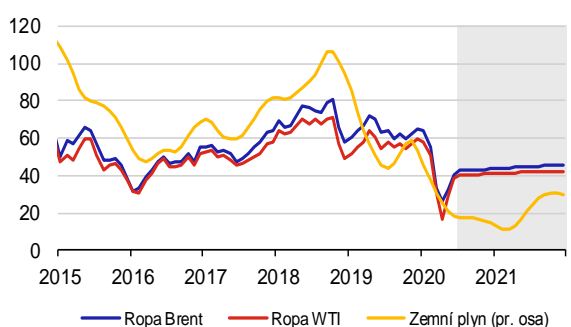
	8/6/20	7/20	9/20	6/21	6/22
spotový kurz	68,50				
předpověď CF		73,51	73,30	69,93	67,56

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

IV.1 Ropa

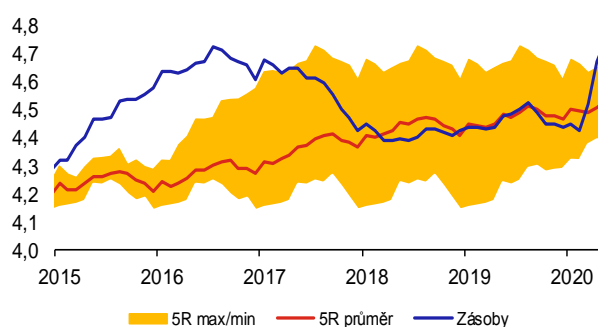
Cena ropy Brent se od konce dubna více než zdvojnásobila. Silný růst se ale v červnu po přiblížení k hranici 40 USD/barel zpomalil. K růstu cen ropy pomohlo zejména bezprecedentní omezení těžby ze strany aliance OPEC+ a pokles produkce v dalších zemích, vyvolaný nízkými cenami ropy a omezenými možnostmi skladování. Svoji roli samozřejmě sehrála i rychle se obnovující poptávka z Číny a dalších zemí, které začaly uvolňovat opatření proti šíření pandemie COVID-19. Opětovný nárůst dynamiky nových případů onemocnění ve světě však na trh vnáší obavy ze zbrzdění dalšího růstu fyzické poptávky. Opatrní zůstávají i finanční investoři, růst jejich čistých dlouhých pozic zvolnil. OPEC+ přitom již od srpna hodlá pozvolna zvyšovat svou produkci ropy. Těžba patrně začne mírně růst i v USA, kde břidlicoví těžaři znovu zprovozňují uzavřené vrty, případně uvádějí do provozu dříve vyvrtané, ale nekompletované vrty. Nicméně vrtná aktivita je zatím prakticky na bodu mrazu a v důsledku rychlého přirozeného úbytku vydatnosti břidlicových vrtnů se tak ve střednědobém horizontu očekává ještě další mírný pokles tamní produkce. Dle EIA budou globální zásoby ropy klesat ve druhé polovině letošního roku průměrným tempem 3,3 a v příštím roce 1,1 mil. barelů denně. Agentura nicméně očekává pro druhou polovinu letošního roku průměrnou cenu ropy Brent jen 41 USD/barel, neboť její růst budou zpočátku tlumit vysoké zásoby a rezervní těžební kapacity. V příštím roce by se růst ceny měl zrychlit na průměrných 50 USD/barel (a 53 USD/barel na konci roku). Dokud se nedostane epidemie COVID-19 pod kontrolu, bude situace na trhu nadále křehká. Poptávka po leteckém palivu zůstane utlumená delší dobu, růst poptávky po benzínu bude tlumen rostoucí nezaměstnaností a spotřeba nafty bude záležet na vývoji ekonomického cyklu.

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

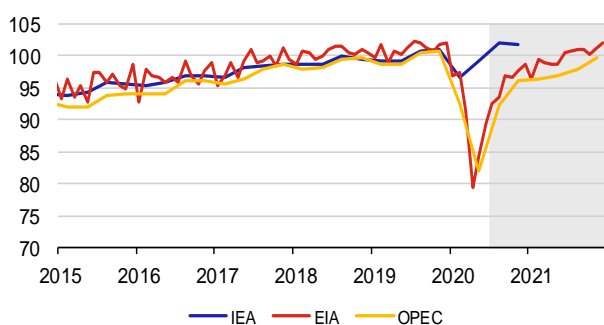


	Brent		WTI		Plyn	
2020	42,62	↗	38,79	↗	69,86	↗
2021	44,80	↗	41,88	↗	64,77	↗

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

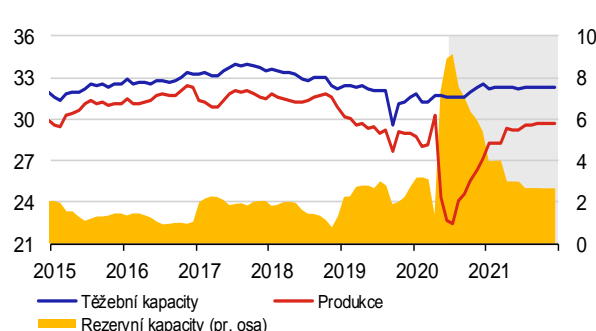


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA		EIA		OPEC	
2020	99,89	↗	92,90	↗	90,70	↗
2021			99,88	↗	97,70	★

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2020	26,03	↗	5,71
2021	29,19	↗	3,08

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

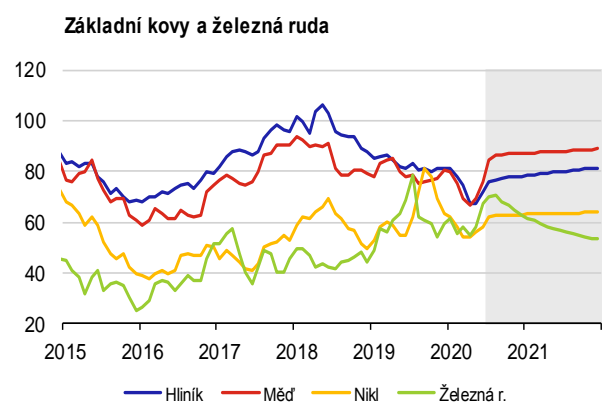
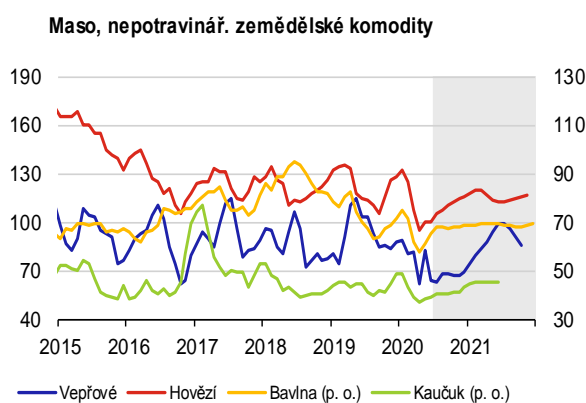
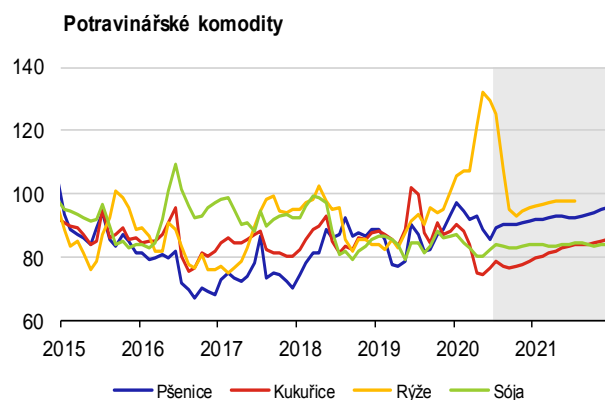
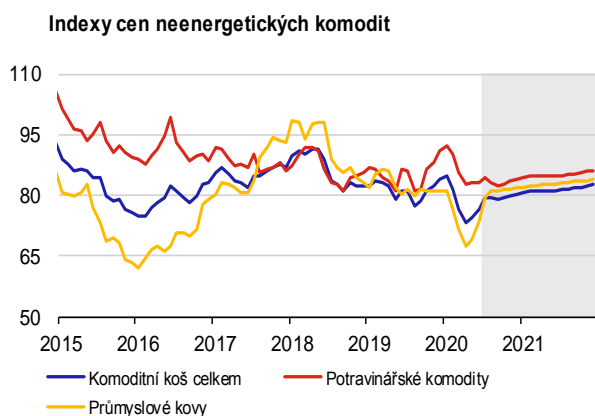
Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce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

IV.2 Ostatní komodity

Cenový vývoj na komoditních trzích se začal v květnu obracet k růstu. Průměrná cena zemního plynu v Evropě mírně vzrostla v červnu po šesti poklesech v řadě. Důvodem bylo zpomalení dovozu LNG, který již při daných cenách nebyl v Evropě konkurenceschopný. Nicméně nadstandardně vysoké zásoby plynu budou v následujících měsících bránit silnějšímu růstu cen. Na začátku a pak na konci června vzrostla i cena uhlí. Růst těžby v Číně a očekávané snížení dovozu do Číny ve druhé polovině roku by však mělo bránit dalšímu růstu i u cen uhlí.

Souhrnný index cen neenergetických komodit rostl v červnu a první polovině července zejména za přispění dílčího indexu cen průmyslových kovů. Ten čerpal podporu z oživení průmyslové aktivity v Číně a ze zlepšeného sentimentu na finančních trzích. Růst cen mědi, niklu a zinku, započatý ve druhé polovině března, v červenci zrychlil. Cenu mědi nadále podporovaly i klesající zásoby na LME. Rostoucí trend jsme od poloviny května zaznamenali i u cen hliníku, olova a cínu. V květnu a na začátku června silně rostla cena železné rudy, růst pak opět zrychlil na začátku července díky růstu produkce oceli v Číně a riziku omezení dodávek rudy z Brazílie kvůli šíření COVID-19 v tamních dolech.

Vývoj v rámci dílčího indexu cen potravinářských komodit byl více rozkolísaný. Pokles cen pšenice, který započal koncem března, se koncem června zastavil a na začátku července cena silně vzrostla. Ceny kukuřice a sóji naopak vykazují již od května mírně rostoucí trend. Cena rýže na přelomu května a června silně vzrostla, ale poté zaznamenala ještě silnější pokles. Na začátku července se pak vrátila zhruba na květnové hodnoty. Ceny cukru a kávy byly v průběhu června a první poloviny července zhruba stabilní. Cena kakaa na přelomu června a července poklesla. Již jen mírně klesající trend od poloviny června vykazuje cena vepřového masa a od června je poměrně stabilní i cena hovězího masa.



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.

Nástroje regulace hypotečních úvěrů ve světě¹

Trh nemovitostí zažíval dlouhodobý a zdálo se že nekončící boom, v mnoha zemích se až do nečekaně silného negativního šoku v podobě rozšíření koronavirové nákazy hovořilo o evidentním přehřívání trhu a nadhodnocených cenách nemovitostí. Vývoj cen nemovitostí je bedlivě sledován jak domácnostmi, realitním sektorem, komerčními bankami tak i dohledovými a obezřetnostními institucemi. Ty se snaží za využití dostupných nástrojů činit nezbytné kroky pro zajištění stability finančního systému, pro kterou je poklidný a udržitelný vývoj cen nemovitostí velmi důležitý. Článek přináší stručný úvod do možných způsobů nastavování regulace hypotečních úvěrů společně s argumenty dostupnými ze stále spíše vznikající akademické literatury.

Úvod do makrobezřetnostní politiky a přehled jejich opatření

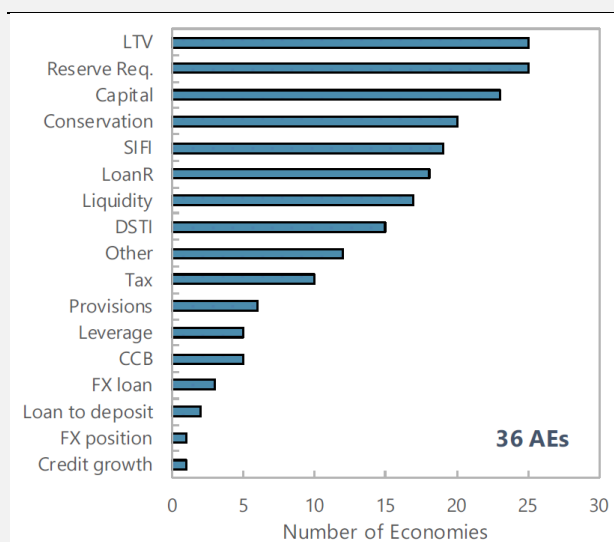
V dobách dlouhodobého ekonomického růstu může docházet k nárůstu rizik spojených s úvěrovým růstem a nadhodnocenými cenami nemovitostí. Pro zmírnění takových rizik mohou dohledové orgány používat makrobezřetnostní nástroje. Cílem makrobezřetnostních opatření je včasné snížení rizik pro finanční stabilitu. Rizika pro finanční stabilitu vznikají dle paradoxu finanční stability především v dobách silného ekonomického růstu, kdy jednotliví tržní aktéři mají tendence podceňovat přijímaná rizika. V takové situaci často dochází k neadekvátnímu růstu cen aktiv, tj. jejich výrazné nesladělosti, která může přerůst až ke vzniku bublin. Pokud jsou taková aktiva pořízována převážně na dluh, jehož dostupnost se rovněž zvyšuje, pak hrozí rychlé nafukování takovýchto bublin. Aktiva, která jsou všeobecně považována z pohledu jejich dopadů na společnost a její obyvatele, finanční instituce, ale i regulátory finančního trhu za nejvýznamnější, jsou rezidenční nemovitosti. Finanční krize v letech 2008-2009 způsobila výrazný propad v cenách nemovitostí v mnoha zemích a současně byla ohrožena stabilita finančních institucí, které ve svých bilancích měly velký podíl úvěrů zajištěných právě nemovitostmi². Tato nedávná zkušenost vede k obecné obezřetnosti ohledně očekávaných negativních efektů současné pandemie, které by mohly být opět výrazné.

Makrobezřetnostní politika pečuje o to, aby finanční instituce byly dostatečně solventní a likvidní i v časech krize. K tomu využívá opatření jak na straně finančních institucí, tak na straně dlužníka. Opatření v oblasti zajištění úvěrů spadá pod riziko solventnosti. Jejich cílem je zajistit dostatečné množství zdrojů, které pokryjí úvěrové ztráty. Dohledové orgány se tak obecně snaží zajistit finanční stabilitu pomocí omezení přijímaných rizik a současně zajištění jejich dostatečného krytí.

Mezi základní makrobezřetnostní nástroje k omezování přijímaných rizik pro bankovní sektor, který v Evropě poskytuje naprostou většinu úvěrů v ekonomice, patří kapitálové požadavky. Požadavky na kapitál jsou stanoveny v regulaci Basel I-IV, která je v Evropě implementována prostřednictvím CRR/CRD IV³. Zjednodušeně řečeno, každé snížení nebo eliminace rizika stojí finanční instituci nějaké vlastní zdroje. Další nástroje, které makrobezřetnostní politika začala ve větší míře používat, se týkají nástrojů na úrovni dlužníka. Tyto nástroje, jejichž cílem je omezit riziko úpadku dlužníka, nemají jednotnou legislativní úpravu na nadnárodní úrovni, jednotlivé státy ji však do svých právních norem postupně implementují. To platí i pro zřejmě nejsledovanější segment, tj. pro úvěry zajištěné rezidenčními nemovitostmi, které jsou v mnoha státech světa regulovány pomocí limitů na hodnotu zajištění či příjmy dlužníka.

Paleta možností makrobezřetnostní politiky je široká, regulátoři v případě úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí používají nejčastěji omezení na hodnotu zástavy k výši úvěru. Přehled makrobezřetnostních opatření lze

Graf 1 – Používání makroprudenčních nástrojů v rozvinutých ekonomikách



Zdroj: Alam a kol.(2019), IMF Macroprudential policy survey
Pozn.: Stav k prosinci 2016 pro 36 rozvinutých zemí.

¹ Autorem je Petr Polák a Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Děkujeme zejména Janu Brůhovi, Daně Hájkové, Zlatuši Komárkové, Petru Královi a Janu Fraitovi za diskusi, podněty a připomínky.

² Problémem byla především neschopnost a neochota splácet a současně nemožnost prodávat zastavené nemovitosti ve větším počtu na realitním trhu.

³ Od roku 2021 bude v platná směrnice CRD V a nařízení CRR II.

centralizovaně najít zejména v průzkumu: „Macroprudential policy survey“ z dílny MMF⁴, v rámci Evropy je pak kompletní a aktuální přehled v „Overview of national macroprudential measures“ zpracovaného ESRB⁵. Graf 1 ilustruje používání makrobezpečnostních nástrojů v rozvinutých ekonomikách. Ilustrace vychází z Alam a kol. (2019), který analyzuje použití nástrojů také mezi rozvíjejícími se tržními ekonomikami a podobně jako Cerutti a kol. (2017) zdůrazňuje, že rozvinuté ekonomiky se nejvíce obávají zranitelnosti především na trhu s nemovitostmi, zatímco rozvíjející se tržní ekonomiky se více obávají externích šoků. Mezi externí šoky patří volatilita kapitálových toků a prudké změny měnového kurzu.

Makrobezpečnostní nástroje regulace hypotečních úvěrů jsou v rámci Evropy zaměřeny především na trh nemovitostí. Hejlová a kol. (2018) uvádějí dle (ESRB, 2016) přehled rizik a nástrojů určených primárně k omezení níže uvedených rizik. Pro riziko spojené i) s hodnotami zajištění (cenami nemovitostí) se používá LTV, ii) s příjmy a schopností spotřebitelů úvěry splácet poté LTI/DSTI, LSTI/DSTI a iii) s úvěrovými portfolii institucí a jejich vybaveností kapitálem pak kapitálové rezervy a omezení na rizikové váhy. Riziko spojené s žadatelem o úvěr i) a ii) je nutné pokrýt kapitálem, pokud kapitálu není dostatek, vzniká riziko iii). Mohlo by se zdát, že by stačilo pokrýt pouze riziko spojené s odolností poskytovatelů hypotečních úvěrů, není tomu ale tak. Kumulací rizik dochází ke zvyšování systémového rizika, které by mohlo ohrozit funkčnost celého finančního systému, ač by na první pohled (z hlediska kapitálové dostatečnosti) byly banky zdravé. Omezení na žadatele o úvěr tak cílí i na prohlubování nesladěnosti na trzích aktiv, resp. vzniku bublin v oblasti cen nemovitostí.

Opatření zaměřená na dlužníka jsou stanovována pomocí limitů na LTV, LTI/DTI, LSTI/DSTI a splatnost úvěru. LTV (loan-to-value, neboli výše úvěru vůči hodnotě zajištění) říká, že dlužník musí použít vlastní aktiva, tedy financovat část nemovitostí svými vlastními naspouřenými prostředky. Tím se omezují podněty k selhání a tedy se snižuje pravděpodobnost selhání klienta (PD) a současně se tím snižuje ztráta ze selhání (LGD), kterou může banka utřpět v případě poklesu cen nemovitostí. Z hlediska stability poskytovatele úvěru se tak jedná o velmi důležitý parametr, který přímo ovlivňuje i množství kapitálu, které musí banka pro zajištění úvěru držet. LTI (loan-to-income) nebo někdy DTI (debt-to-income) sleduje poměr výše celkového dluhu vůči příjmům. Příjmy přímo určují, kolik je danému žadateli možno půjčit, aby byl schopen úvěr ještě splatit. Tento parametr tak ovlivňuje PD. LSTI (loan-service-to-income) nebo také DSTI (debt-service-to-income) se zaměřuje na cashflow žadatele, tedy schopnost pravidelně splácet. Žadatel má kromě závazků z dluhu i jiné výdaje, musí tak mít určitou finanční rezervu. Tento parametr rovněž ovlivňuje PD. Banky by se ideálně měly soustředit na celkový dluh žadatele, nikoli pouze na poskytovaný úvěr, klíčové pro řízení rizika jsou tak především limity DTI a DSTI. Mezi často používanými limity lze také nalézt maximální splatnost úvěru. Při vyšší splatnosti klesá výše pravidelné splátky, což umožňuje „obcházet“ limity DSTI a LSTI. Současně limit na splatnost nutí poskytovatele brát v úvahu očekávanou budoucí délku ekonomické aktivity dlužníka, což je žádoucí.

Limity na celkové zadlužení zabraňují obcházení limitů, k jejich zavedení si však banky musí sdílet informace. Obvykle jsou hypotéky regulovány ukazateli LTV a DSTI, některé země (Dánsko, Irsko, UK) však používají LTI. Ukazatele „L“ se vztahují pouze na daný úvěr. Proto má smysl hovořit o LTV, hypoteční úvěr je zajištěn konkrétní nemovitostí, která se k úvěru váže. Dlužník ale může mít další úvěry a chybějící část vlastních prostředků na koupi nemovitosti tak získat dalším úvěrem. Ukazatele „D“ se zaměřují na celkové zadlužení žadatele o úvěr, tedy bere v potaz veškeré jeho úvěry. Proto je druhým nejčastěji používaným limitem DSTI. Pro zjištění celkového zadlužení a splátek žadatele o úvěr je velmi důležitá funkce registru úvěrů, kam jak bankovní tak nebankovní poskytovatelé tyto informace ukládají a vzájemně sdílí.

Co říkají o účinnosti makrobezpečnostních opatření akademici?

Počátek využívání makrobezpečnostních opatření spadá do počátku 90. let minulého století (Alam a kol., 2019), byly tedy využívány ještě před institucionálním ukotvením makrobezpečnostní politiky. Od té doby počet zemí, která tato opatření zavádějí, postupně narůstá. S tím roste i počet studií, které zkoumají vliv daných opatření zejména v oblasti trhu nemovitostí. Dle jejich povahy je můžeme kategorizovat podobně jako Galán a Lamas (2019) zhruba takto. Ty, které se zaměřují na i) účinnost těchto opatření, ii) pravděpodobnost selhání a její determinanty a iii) implementaci těchto opatření. V rámci účinnosti se jedná především o proticyklický charakter (vliv na růst úvěrů nebo cen nemovitostí v rámci cyklu), míra zadlužení domácností či míru selhání úvěrů (tedy oblast zaměřená na finanční stabilitu). Druhá kategorie zkoumá, jaké vlastnosti úvěru či chování domácností vedou k jeho selhání. Mezi těmito vlastnostmi jsou i ukazatele, na které cílí makrobezpečnostní politika. Poslední skupinou jsou pak studie která zkoumají, co má vliv na zavádění těchto opatření či kdy a při jakém nastavení jsou účinná, nebo jaké jsou vedlejší dopady daných makrobezpečnostních opatření.

Zavedení a zpřísnění limitů omezuje poptávku po úvěrech a nemovitostech. BIS (2012) popisuje, že zpřísnění se promítne do snížení objemu poskytnutých úvěrů a vede k růstu úspor. Není však jasné, zda se jedná pouze o dočasný pokles, či pokles trvalý – odložení pořízení nemovitosti na dobu, než bude mít žadatel dostatečné úspory. Závěry dalších studií však ukazují trvalejší dopady. Lim a kol. (2011) zjistili na panelu 49 zemí a 10 let, že LTV a DTI limity jsou efektivní v omezení cykličnosti úvěrování. Další studie, např. Igan a Kang (2011) analyzující situaci v Koreji dospívají k závěru, že

⁴ <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Macroprudential/Pages/Home.aspx>, data jsou pouze do roku 2017. IMF v roce 2019 současně vytvořilo „integrated Macroprudential Policy (iMaPP)“ databázi.

⁵ https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html

limity LTV a DTI mají omezující vliv na růst cen nemovitostí a počet transakcí na nemovitostním trhu. Současně také omezují očekávání a motivy ke spekulativním nákupům. Wong a kol. (2011) uvádějí, že omezení LTV vede ke snížení míry selhání. Kuttner a Sim (2016) odhadují efekty zpřísnění limitu DSTI a LTV na panelu 57 zemí. Zpřísnění limitu (bez zaměření na jeho výši) vede v průměru snížení reálného růstu úvěrů o 4–6 p. b. za čtyři čtvrtletí, ale pouze u DSTI, LTV vliv na růst úvěrů nemá. Na ceny nemovitostí a růst úvěrů má dle této studie vliv nastavení daní vztažených k nemovitostem. Carreras a kol. (2018) rovněž potvrzují vliv LTV a DTI limitů na omezení růstu úvěrů a dále i cen nemovitostí na vzorku 19 zemí OECD. Richter a kol. (2019) využívají panel 53 zemí a ukazují dopady na HDP, objem úvěrů a poklesu cenové úrovně nemovitostí. Zpřísnění LTV o 10 p. b. vedlo k nižší úrovni reálného HDP o 0,5 % po dvou letech, o 1,1 % po čtyřech letech, k nižší úrovni úvěrů na bydlení domácnostem o více než 5 % po dvou letech a rovněž k poklesu úrovně cen nemovitostí. Zpřísnění LTV v tomto rozsahu tak autoři přirovnávají zhruba k růstu úrokové sazby o 0,25 p. b. Dle Morgan a kol. (2019) pak rovněž potvrzují omezení růstu úvěrů po zavedení LTV limitů na vzorku 46 zemí.

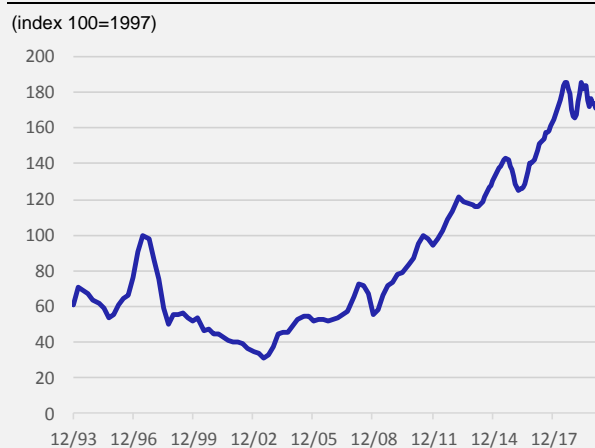
Vliv zpřísnění LTV a DTI limitů na klientské úrokové sazby hypotečních úvěrů je chápán jako druhořadý a v literatuře je zatím téměř neřešen, neboť se neočekává přímý vliv limitů na náklady financování (BIS, 2012).

V principu by zavedení mohlo způsobit pokles sazeb, neboť limity omezují ty nejrizikovější klienty, kterým banka dává vyšší rizikovou prémii. Současně omezení poptávky vede ke zvýšení konkurenčního boje mezi poskytovateli úvěrů.

Zavádění opatření ve světě

Limit na LTV použil jako makrobezpečnostní nástroj mezi prvními Hong Kong. Zkušenosti s nastavením v Hong Kongu ilustruje Wong a kol. (2011). Omezení na maximální hodnotu LTV zavedli v roce 1995 ve výši 70 %, již předtím šlo však o hodnotu, která byla v sektoru zavedena bankami dobrovolně od roku 1991. Do té doby byla maximální hodnota LTV 90 %. Toto nastavení se pozitivně projevilo v omezení poklesu cen nemovitostí, které začalo na podzim roku 1997 vlivem asijské finanční krize a trvalo až do roku 2003 (Graf 2). Od té doby došlo v Hong Kongu jak ke zpřísnění, tak uvolnění této regulace. V současné době jsou limity stanoveny podle ceny nemovitostí – pro dražší nemovitosti jsou limity přísnější. Poslední zpřísnění proběhlo na jaře 2017, aktuálně je „nejmírnější“ hodnota LTV ve výši 60 % (první hypotéka pro osobní použití s maximální výší úvěru 5 mil. HK\$). Nejprísnejší pak ve výši 20 % pro určitý typ komerčních projektů.

Graf 2 – Vývoj cen nemovitostí v HK



Zdroj: HKMA, Wong (2011), Tradingeconomics, Centaline Property Agency LTD., Hong Kong

Finanční krize v roce 2008, která byla úzce spojená s úvěry na nákup nemovitostí, povzbudila hlasy pro širší využití makroprudenčních nástrojů, zejména u omezení na výši zástavy. Před finanční krizí bylo jen velmi málo zemí, které toto omezení již zavedly – Hong Kong, Jižní Korea, Malajsie a Singapur. Dle „Macprudential policy survey“ z dílny IMF zavedlo do roku 2018 omezení na LTV již 55 zemí. Poučení z finanční krize bylo viditelné i na nemovitostním trhu USA, kde již, stejně tak jako v jiných zemích, platí omezení na LTV u hypotečních úvěrů. Úvěry s hodnotou LTV vyšší nežli 80 % zpravidla vyžadují pojištění.

V zámoří je rovněž rozšířené pojištění úvěru, jehož LTV přesahuje určitou hranici. Z velkých vyspělých ekonomik můžeme kromě USA zmínit Kanadu a Austrálii. V obou zemích je pojištění vyžadováno u úvěrů s vyšším LTV než 80 %. Zapojení pojištění do oblastí hypoték současně eliminuje systémové riziko, neboť o případné ztráty se dělí bankovní a pojišťovací sektor. Wong a kol. (2011) analyzující situaci v Asii současně zdůrazňuje, že programy na pojištění úvěrů vhodně doplňují omezení na hodnotu zástavy.

První zemí, která omezení zavedla v Evropě, bylo Lotyšsko v roce 2007, o tři roky později pak Norsko a Švédsko. Lotyšsko zavedlo omezení na LTV pro nové úvěry na hodnotu 90 % a toto nastavení platí doposud. Norsko rovněž začalo na 90 %, hodnotu ale následně snížilo. Švédsko zavedlo rovnou opatření omezující LTV na 85 %, které je platné i nyní. Omezení týkající se výše splátek vůči příjmu zavedly v Evropě jako první Rumunsko a Litva v roce 2011. Opatření v Litvě říká, že DSTI nesmí překročit 40 % čistého příjmu, a je platné doposud. Irsko, které ve kterém došlo k velkému propadu cen nemovitostí v době finanční krize a následnému růstu míry selhání, zavedlo opatření na omezení jak LTV tak LTI s platností od roku 2015. Od té doby došlo jen k jemnému ladění, klíčové hranice hodnot LTV a LTI se však v Irsku nezměnila. Nejprísnejší zemí v Evropě je Kypr, Rakousko a Slovinsko s LTV na hodnotě 80 %. Ne všechny země omezení na dlužníka používají. Zajímavé je, že z velkých evropských zemí (Německo, Španělsko, Itálie, Francie a Velká Británie) žádná nepoužívá limit na LTV a pouze Velká Británie omezuje LTI a to ještě ne formou maximální hranice, ale pomocí povoleného objemu nad určitou hodnotu.

Postupné zavádění regulatorních opatření v jednotlivých zemích umožňuje využít zkušenosti ostatních zemí. Hodnocení zavedených opatření a především jejich kalibrace je závislá na kvalitě a dostupnosti informací. Mnoho informací o rizikovitosti úvěrů lze čerpat ze zkušeností Irska, které má velmi detailní data o poskytnutých úvěrech a jejich historii. Studie Hallissey a kol. (2014) dokládá, že pravděpodobnost selhání je ovlivněna výší LTI v době poskytnutí a že míra ztrátovitosti ze selhání je závislá na LTV v době poskytnutí. Tato empirická data dokládají očekávané a cílované vazby při poskytování úvěrů.

Důležitá je také forma implementace pravidel, neboť ne všude jsou pravidla vymáhatelná zákonem. V naprosté většině evropských zemí, které nějakou formu regulace mají, jsou tato pravidla zakotvena v národní legislativě (Tabulka 1). Nejvíce zemí omezuje LTV, následně DSTI a poté splatnost. Minimum zemí omezuje LTI.

Tabulka 1 – Přehled opatření ukotvených v národní legislativě v Evropských zemích

Země	AT	CY	CZ	DK	EE	FI	HU	IS	IE	LT	LI	LT	MT	NL	NO	PL	PT	RO	SK	SL	SE	UK
LTV		x		x	x	x	x	x	x	x	x			x	x	x	x	x	x			x
LTI									x						x							
DSTI		x			x		x					x				x	x	x	x	x		
Splatnost					x							x				x	x	x	x	x		

Zdroj: ESRB

Způsoby nastavení limitů – strukturálně nebo cyklicky?

Cyklický přístup k nastavení znamená, že se regulace přizpůsobuje cyklu a snaží se působit proti němu a tím cyklus vyhlazovat. Tedy v časech, kdy dochází k nadměrnému přijímání rizik, dochází ke zpřísnění a naopak v dobách, kdy již banky tato rizika řídí dostatečně, může docházet k uvolnění makroobezřetnostní politiky. Ceny nemovitostí mají rovněž cyklický charakter, což je argumentem pro cyklické nastavování limitu LTV. Současně akademické studie využívající DSGE modely ukazují, že pokud se LTV přizpůsobuje v odezvě na hospodářský nebo finanční cyklus, tak to pomáhá stabilizovat volatilitu nejen finančních, ale i reálných veličin (viz např. Christensen a Meh, 2011; Margharita a José, 2014; Tobias a Luisa, 2019).

Strukturální přístup předpokládá, že nastavování v rámci cyklu není zapotřebí, neboť daný nástroj by měl působit trvale. Jde tedy o názor, že stabilní pravidla pozitivně působí na očekávání všech aktérů trhu a jasně stanovují mantinely, za které by se nikdy nemělo jít bez ohledu na aktuální situaci. Zahnuje obecná, transparentní, trvalá a srozumitelná pravidla v nastavení „hracího pole“ a větší předpoklad toho, že časté a nepřesné zásahy mohou ekonomiku spíše rozkolísat nežli ustálit. Pokud bychom využili matematickou terminologii, tak výše LTV by měla být podmínkou nutnou, nikoli postačující pro finální získání hypotečního úvěru. Pro poskytovatele úvěrů pak předvídatelné limity usnadňují kontrolu rizika. Pevně stanovené limity dávají jasný signál, v jaké příjmové situaci a s jakými vlastními prostředky má žadatel o koupi nemovitosti šanci uspět. Např. Araujo a kol. (2019) ukazují, že zavedení limitu vedlo k méně rizikovému chování žadatelů o úvěr.

Otázkou přístupu dále je, zda mají být pravidla nastavena spíše na základě modelu či skupiny modelů, nebo raději expertně. Modelový či technický přístup nemusí zachytit vše a současně jeho kalibrace je možná pouze na základě dostupných dat, tedy minulosti. Dochází-li k nějaké strukturální změně, model toto nemusí vzít v úvahu a vzhledem k tomu, že makroobezřetnostní politika by měla mít především vpředhledící charakter, je nasnadě rovněž používat expertní úvahy. Mechanicky a modelově stanovený limit LTV na bázi určení nesladěnosti (nahodnocení, podhodnocení) cen nemovitostí v rámci cyklu zní logicky, klíčovým problémem je ale schopnost zachycení skutečného nahodnocení, neboť aktéři obchodují za jimi dobrovolně akceptovatelnou cenu. Protože ceny statků jsou udávány tržně a závisí jak na poptávce, tak nabídce, lze nahodnocení cen jen velmi obtížně kvantifikovat a vždy se bude jednat přinejlepším o dobrý odhad (viz např. Anderle a Plašil, 2019). Rovněž je potřeba zmínit, že data o cenách nemovitostí jsou vykazována s viditelným zpožděním, v nedostatečné frekvenci (často čtvrtletně) a podrobnosti. V realitě není rozhodování – ať již je míra jeho transparentnosti jakákoli – „černobílé“, velmi pravděpodobně se jedná o kombinaci modelového a expertního přístupu, jak je tomu např. při nastavování měnové politiky.

Obezřetnostní orgány nebývají v nastavení a kalibraci makroobezřetnostních opatření týkajících se limitů na dlužníka plně transparentní a tak není jasné, k jakému přístupu (cyklickému či strukturálnímu; modelovému či expertnímu) nastavování se kloní. Nalézt metodiku jednotlivých orgánů pro stanovení hranic pro LTV, LTI, DTI, DSTI nebo LSTI je de facto nemožné. Naprostá většina regulátorů svoji metodiku nastavování nezveřejňuje, existuje však několik výjimek, mezi které patří Irsko, Rumunsko a Česká republika. Přístup Irska k nastavení LTV a LTI popisuje Cassidy a Hallissey (2016), přístup Rumunska k nastavení DSTI popisuje IMF (2018) a přístup České republiky k LTV nastiňuje Hejlová a kol. (2018). Nutno dodat, že se nejedná o přesné znění či definice pravidla, ale poodhalení způsobu, jakým se dané instituce řídí. K jakému způsobu se jednotlivé instituce kloní bohužel není plně jasné ani z komunikace, neboť regulátoři často v oficiálních prohlášení a dokumentech používají formulace typu, že „byly provedeny analýzy za využití

mikrodat pro určení bezpečných hranic“. Např. Polsko zavedení limitu LTV popisuje tak, že volba 80% hranice byla zvolena diskrétně bez použití specifické metodologie s tím, že tato hranice je běžně používána pro nemovitostní trh, viz Bierut a kol. (2015).

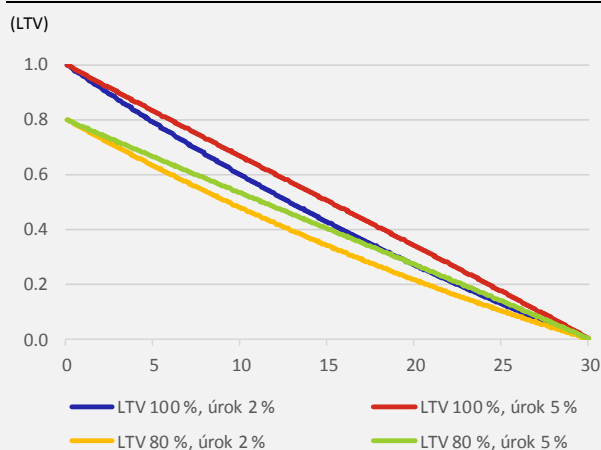
Současná krize může poodhalit, k jakému přístupu se jednotlivé země de facto kloní. Neveřejnost kalibrací pro stanovení limitů znamená, že přístup lze odušit pouze z historie provedených úprav. Z té je zatím vidět, že jen některé státy sahají ke změnám v limitech pravidelně a častěji to bývá při jejich zavádění, kdy se potřebují dostat do nějakého cílového stavu a nechtějí k němu dojít skokově, nýbrž pozvolně. Zde bychom však pro lepší vyhodnocení potřebovali více času, neboť řada zemí se zatím nedostala do výrazné ekonomické kontrakce. Většina zemí si celý cyklus s makrobezpečnostními nástroji musí teprve prožít a naučit se je vhodně používat. U měnové politiky je reakce na vývoj inflace symetrická, zatím však nevíme, jak tomu bude u jednotlivých nástrojů makrobezpečnostní politiky a finančního cyklu.

Box 1 – Rizikovitost hypotečního úvěru z pohledu LTV

Cílem makrobezpečnostní politiky by nemělo být odstranění veškerého rizika, ale pouze jeho omezení na „zdravou“ výši. Principem pro stanovení prahových hodnot ukazatelů LTV, DSTI a DTI je omezení vysoce rizikových úvěrů, tedy takových, které vedou ke ztrátám, výrazně převyšují alokovaný kapitál. Z pohledu výsledné ztráty je tak klíčový ukazatel LTV, neboť jeho vysoké hodnoty (menší část vlastních prostředků dlužníka) znamenají vyšší ztrátovost při selhání úvěru a naopak. Logicky je hodnota ztráty závislá na aktuální hladině cen nemovitostí. Za předpokladu, že je hodnota nemovitosti dána její tržní hodnotou, pak hodnota 1-LTV znamená, jak velký pokles ceny může nastat, aby nedošlo k úvěrové ztrátě při selhání úvěru. Pokud dochází k přehřívání nemovitostního trhu a k nadměrnému růstu cen vedoucím k jejich nadhodnocení, potom hrozí jejich větší pokles v případě nepříznivého vývoje ekonomiky a tím i větší ztráty. Teoreticky by tak hodnota LTV mohla být odvozena od výše nadhodnocení cen nemovitostí.

Zajištěné úvěry jsou nejrizikovější na počátku, s časem riziko ztráty klesá. Modelový případ ilustruje Graf 3, ve kterém předpokládáme splatnost úvěru 30 let a růst ceny nemovitosti o 2 % ročně, tedy o míru inflace. Dále uvažujeme dvě počáteční hodnoty LTV – 100 % a 80 %. Pro každou míru zajištění pak dvě úrokové míry – 2 % a 5 %. Pro jednoduchost budeme považovat úvěr za „bezpečný“ v okamžiku, kdy LTV dosáhne hodnoty 60 %. V takovém okamžiku mohou ceny nemovitostí klesnout o více jak třetinu a stále bude mít zajištění dostatečnou hodnotu na pokrytí zůstatkové hodnoty úvěru. Ze simulace vyplývá, že v případě počátečního LTV 80 % a úrokové sazbě 2 % tato situace nastane za 6 let, při vyšší úrokové sazbě 5 % pak za necelých 8 let. Pokud je ale počáteční hodnota úvěru LTV 100 %, pak trvá úvěru 10 let, než se dostane na LTV 60 % při sazbě 2 % a celých 12 let při sazbě 5 %. Pokud ceny nemovitostí porostou rychleji, např. tempem 5 % ročně, pak se při počáteční hodnotě LTV 80 % nemovitost dostane na hodnotu LTV 60 % za zhruba 4 roky.

Graf 3 – Modelový vývoj LTV pro úvěr v čase



Pozn: Předpokladem příkladu je splatnost 30 let a růst ceny nemovitostí o 2 % ročně.

Závěr

Pro nastavení ukazatelů pomocí kvantitativní analýzy jsou zapotřebí podrobná a kvalitní data o domácnostech. Pro ukázání efektů a dopadů se využívají v literatuře buď agregovaná data, nebo také detailnější data o poskytnutých úvěrech. Detailní data o nově poskytnutých úvěrech jsou velmi přínosná v kvantifikaci rizika, které vstupuje do bilancí bank. Při existenci již zavedených makrobezpečnostních opatření lze ale tato data použít pro odhad dopadů pouze omezeně. Jak dokládají zkušenosti z několika zemí, aktéři trhu se podmínkám přizpůsobují. Při zpřísnění limitů LTV tak např. nemusí nutně dojít k velkému propadu poskytnutých úvěrů.

Většina evropských zemí již určitá omezující pravidla pro poskytování úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí zavedla, zajímavé ale je, že žádná z velkých zemí (Německo, Francie, Itálie, Španělsko ani Velká Británie) omezení na LTV nemá.

K nastavování limitů lze přistupovat různými přístupy podle názoru, jakého jsou tyto limity charakteru – cyklický nebo strukturální. Rovněž v některých zemích se rozdílné hodnoty limitů aplikují pro různé části dané země, obvykle pro hlavní nebo velká města a zbytek území dané země.

Bohužel veřejná debata o přístupu k nastavení regulačních limitů a jejich povaze je teprve v počátcích. Kalibrace a způsob nastavení limitních hodnot ukazatelů jsou tvořeny především interně v rámci institucí a širší debatu jsme neobjevili

ani v akademickém světě. Na obou stranách stojí věcné argumenty a je věcí názoru jaký přístup kdo podporuje. Většina zemí si současně svůj první ucelený cyklus práce s makrobezpečnostními nástroji teprve právě prožívá a „učí“ se je používat.

Makrobezpečnostní opatření slouží pro snížení a nikoli vymazání rizik z finančního sektoru, ale působí i na reálný sektor. Námi nalezené akademické studie sledují dopad opatření především do finančního sektoru, dopadem do reálného sektoru se však zabývají velmi omezeně. Současně studie, které řeší dopad do reálného sektoru využívají především modelový přístup k nastavení limitů a transmisi jejich efektů. Další zkoumání v tomto směru je velmi žádané, neboť nastavení limitů má např. v případě České republiky instituce zodpovědná současně i za měnovou politiku.

Zdroje

- Alam, Z., Alter, M. A., Eiseman, J., Gelos, M. R., Kang, M. H., Narita, M. M., ... & Wang, N. (2019). Digging Deeper – Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database. International Monetary Fund.
- Andrle, M., & Plašil, M. (2019). Assessing House Prices with Prudential and Valuation Measures (No. 19/59). International Monetary Fund.
- Bierut, B. K., Chmielewski, T., Glogowski, A., Stopczyński, A., & Zajączkowski, S. (2015). Implementing loan-to-value and debt-to-income ratios: learning from country experiences. The case of Poland. National Bank of Poland Working Paper, (212).
- BIS (2012). Operationalising the selection and application of macroprudential instruments. CGFS Papers, No. 48.
- Carreras, O., Davis, E. P., & Piggott, R. (2018). Assessing macroprudential tools in OECD countries within a cointegration framework. *Journal of Financial Stability*, 37, 112–130.
- Cassidy, M., & Hallissey, N. (2016). The introduction of macroprudential measures for the Irish mortgage market. *The Economic and Social Review*, 47(2, Summer), 271–297.
- Cerutti, E., Correa, R., Fiorentino, E., & Segallad, E. (2017). Changes in Prudential Policy Instruments – A New Cross-Country Database. *International Journal of Central Banking*.
- Claessens, S. (2015). An overview of macroprudential policy tools. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 397–422.
- Galán Camacho, J. E., & Lamas Rodríguez, M. (2019). Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain. *Documentos de trabajo/Banco de España*, 1931.
- de Araujo, D. K. G., Barroso, J. B. R. B., & Gonzalez, R. B. (2019). Loan-to-value policy and housing finance: effects on constrained borrowers. *Journal of Financial Intermediation*, 100830.
- ESRB (2013). Doporučení ESRB o průběžných cílech a nástrojích makrobezpečnostní politiky ESRB/2013/1.
- ESRB (2016). Vulnerabilities in the EU Residential Real Estate Sector, November 2016.
- Hallissey, N., Kelly, R., & O'Malley, T. (2014). Macro-prudential tools and credit risk of property lending at Irish banks (No. 10/EL/14). Central Bank of Ireland.
- Hejlová, H., Holub, L., Plašil, M. (2018). Zavádění a kalibrace makrobezpečnostních nástrojů cílených na expozice zajištěné rezidenční nemovitostí v ČR, Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018, 126–135.
- Igan, D., & Kang, H. (2011). Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. *IMF Working Papers*, 1–34.
- IMF (2018). Technical note – Calibration of a debt service-to-income limit in Romania – Evidence from microdata. *IMF Country Report No. 18/161*
- Kuttner, K. N., & Shim, I. (2016). Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. *Journal of Financial Stability*, 26, 31–44.
- Lim, C. H., Costa, A., Columba, F., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., ... & Wu, X. (2011). Macroprudential policy: what instruments and how to use them? *Lessons from country experiences*. *IMF working papers*, 1–85.
- Morgan, P. J., Regis, P. J., & Salike, N. (2019). LTV policy as a macroprudential tool and its effects on residential mortgage loans. *Journal of Financial Intermediation*, 37, 89–103.
- Richter, B., Schularick, M., & Shim, I. (2019). The costs of macroprudential policy. *Journal of International Economics*, 118, 263–282.
- Rubio, M. & Carrasco-Gallego, J. A. (2014). "Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 49(C), 326–336.

Schuler, T. & Corrado, L. (2019). "Financial cycles, credit bubbles and stabilization policies," Working Paper Series 2336, European Central Bank.

Tzur-Ilan, N. (2018): LTV Limits and Borrower Risk, Bank of Israel Working Papers 2018.12, Bank of Israel.

Wong, E. & Fong, T. & Li, K. & Choi, H. (2011). "Loan-to-Value Ratio as a Macro-Prudential Tool – Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence," Working Papers 1101, Hong Kong Monetary Authority.

Klíčová slova

Trh nemovitostí, regulace, finanční krize

Klasifikace JEL

G01, G28, R30,

A1. Změna predikcí pro rok 2020

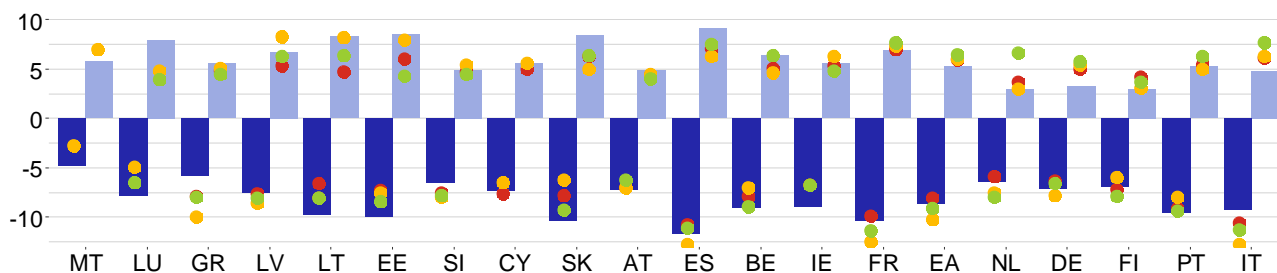
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,3	-2,7	-9,9	-9,5	+0,1	-1,2	-0,7	-0,8
US	+0,3	-2,1	-9,2	-8,5	0	-1,7	-0,6	-1,1
UK	-0,2	-3,7	-12,3	-14,8	-0,1	-0,7	-1,5	-0,9
JP	+0,2	-0,6	-6,2	-4,9	+0,1	-1,1	-1,4	-1,5
CN	+0,3	-0,2	-7,5	+0,4	-0,2	+0,6	+1,6	-0,3
RU	-0,2	-1,1	-9,2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

A2. Změna predikcí pro rok 2021

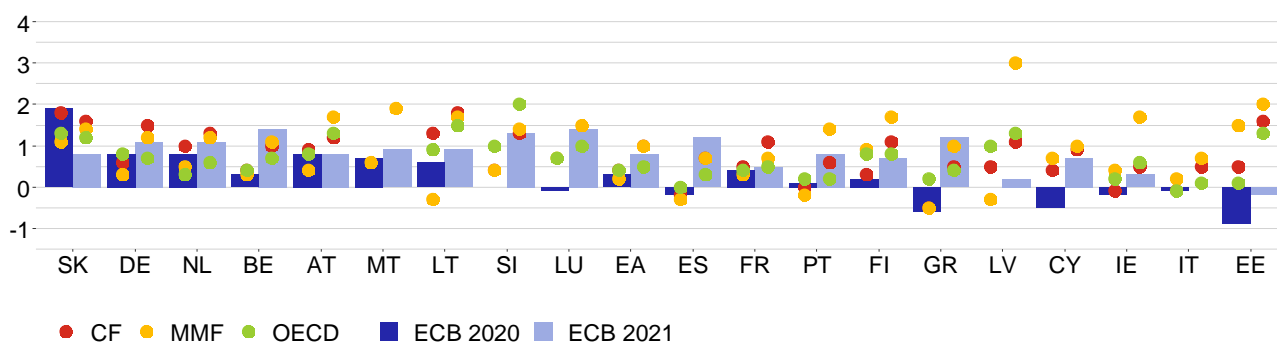
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,3	-2,7	-9,9	-9,5	+0,1	-1,2	-0,7	-0,8
US	+0,3	-2,1	-9,2	-8,5	0	-1,7	-0,6	-1,1
UK	-0,2	-3,7	-12,3	-14,8	-0,1	-0,7	-1,5	-0,9
JP	+0,2	-0,6	-6,2	-4,9	+0,1	-1,1	-1,4	-1,5
CN	+0,3	-0,2	-7,5	+0,4	-0,2	+0,6	+1,6	-0,3
RU	-0,2	-1,1	-9,2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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



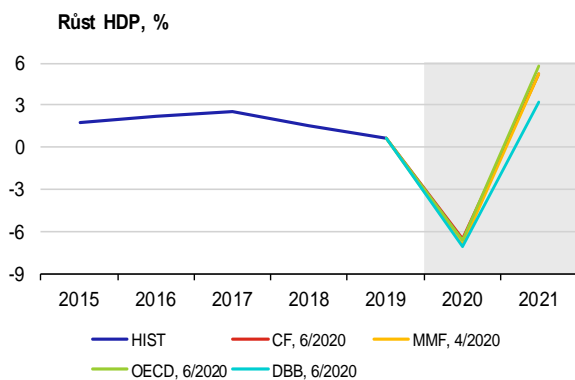
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



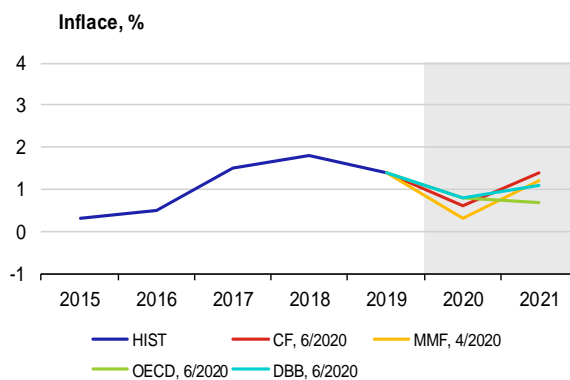
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

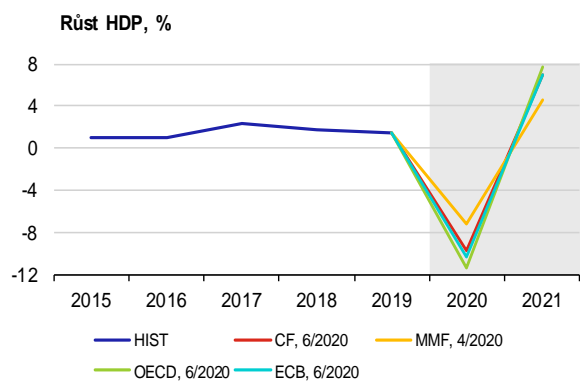


	CF	MMF	OECD	DBB
2020	-6,5	-7,0	-6,6	-7,1
2021	5,2	5,2	5,8	3,2

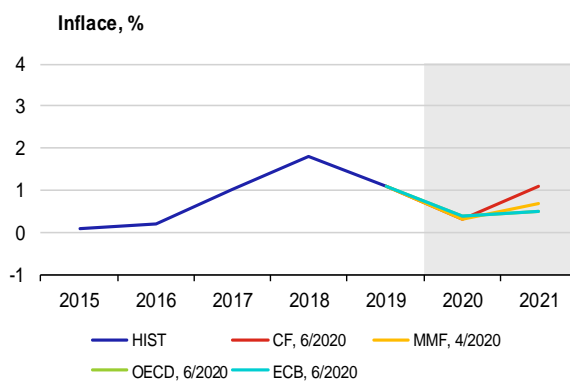


	CF	MMF	OECD	DBB
2020	0,6	0,3	0,8	0,8
2021	1,4	1,2	0,7	1,1

Francie

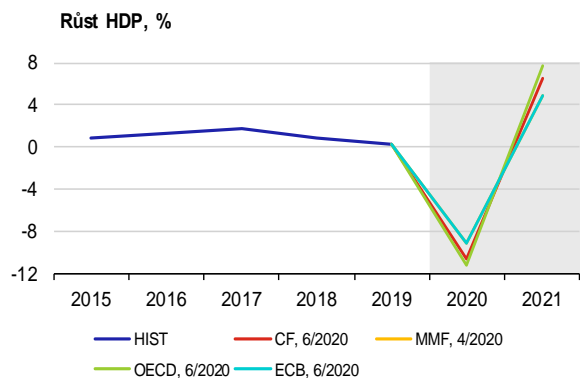


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-9,7	-7,2	-11,4	-10,3	↘
2021	7,0	4,5	7,7	6,9	↗

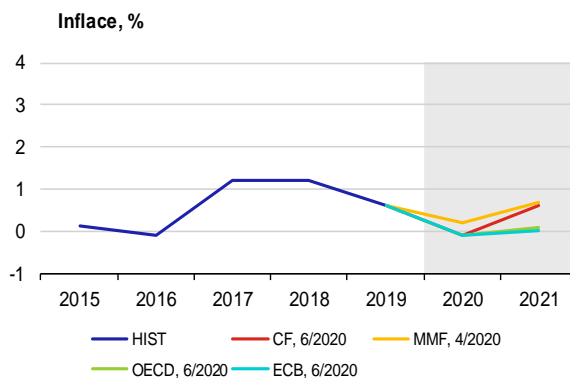


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	0,3	0,3	0,4	0,4	↘
2021	1,1	0,7	0,5	0,5	↘

Itálie

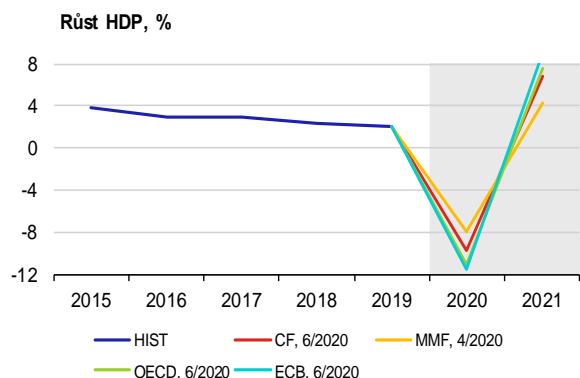


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-10,7	-9,1	-11,3	-9,2	↘
2021	6,5	4,8	7,7	4,8	↗

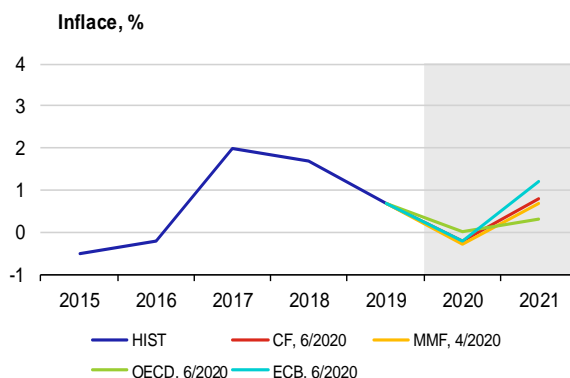


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	↘
2021	0,6	0,7	0,1	0,0	↘

Španělsko

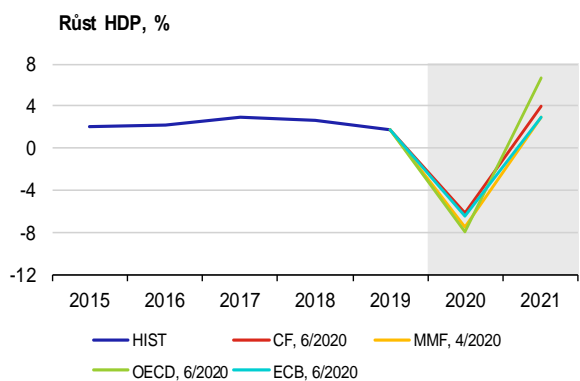


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-9,8	-8,0	-11,1	-11,6	↘
2021	6,8	4,3	7,5	9,1	↗

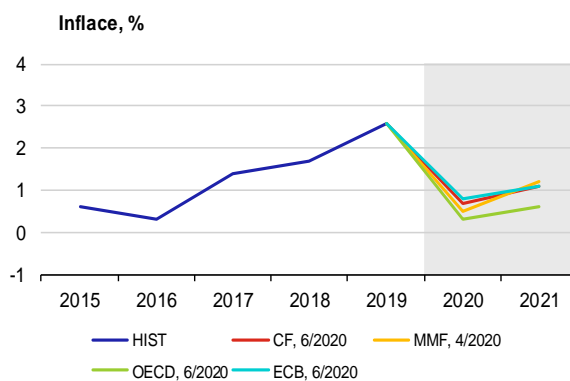


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-0,2	-0,3	0,0	-0,2	↘
2021	0,8	0,7	0,3	1,2	↘

Nizozemsko

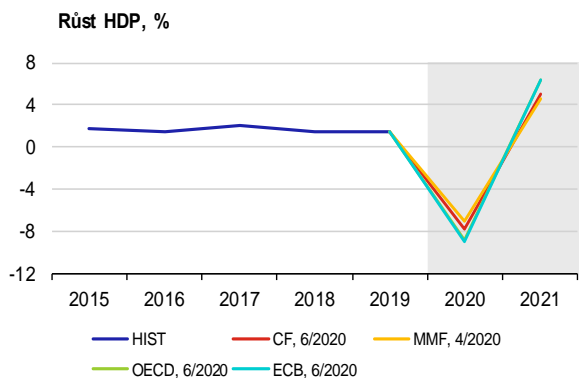


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-6,1	-7,5	-8,0	-6,4	↘
2021	4,0	3,0	6,6	2,9	↗

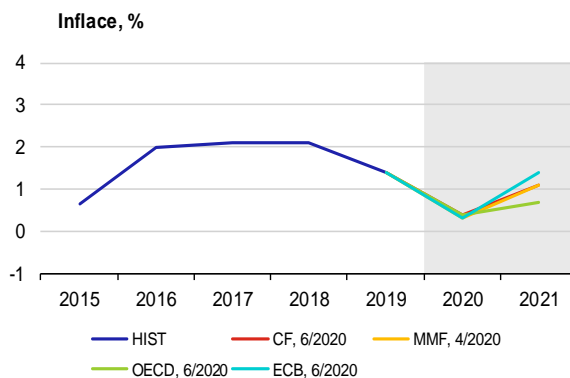


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	0,7	0,5	0,3	0,8	↘
2021	1,1	1,2	0,6	1,1	↘

Belgie

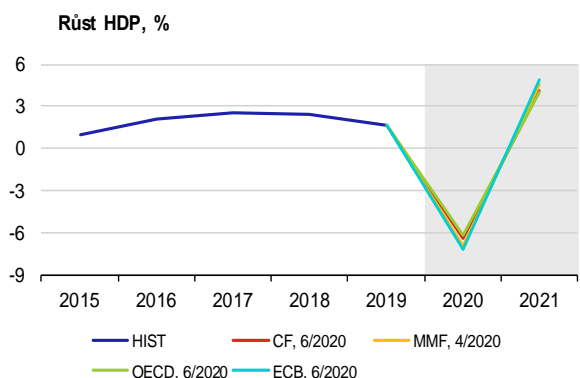


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-7,8	-7,0	-8,9	-9,0	↘
2021	5,0	4,6	6,4	6,4	↗

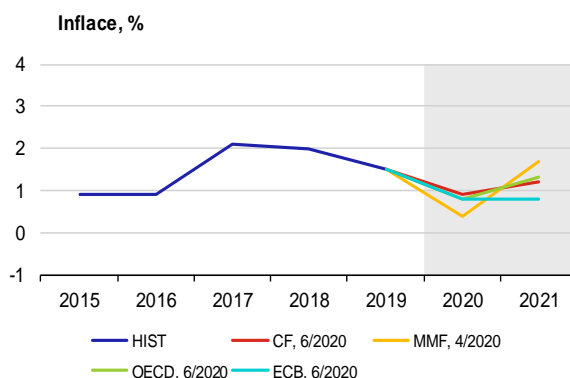


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	0,4	0,3	0,4	0,3	↘
2021	1,1	1,1	0,7	1,4	↘

Rakousko

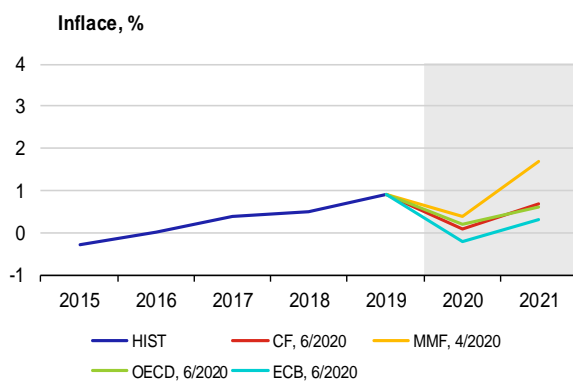
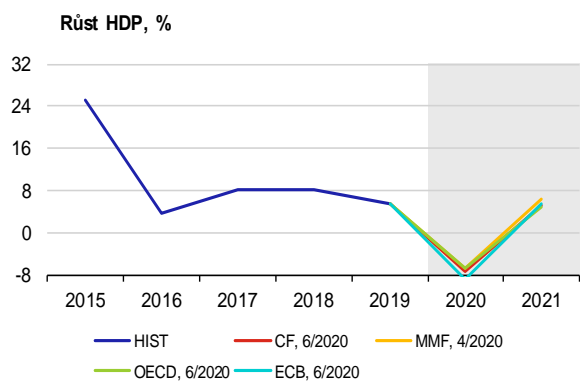


	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	-6,4	-7,0	-6,2	-7,2	↘
2021	4,1	4,5	4,0	4,9	↗



	CF	MMF	OECD	ECB	
2020	0,9	0,4	0,8	0,8	↘
2021	1,2	1,7	1,3	0,8	↘

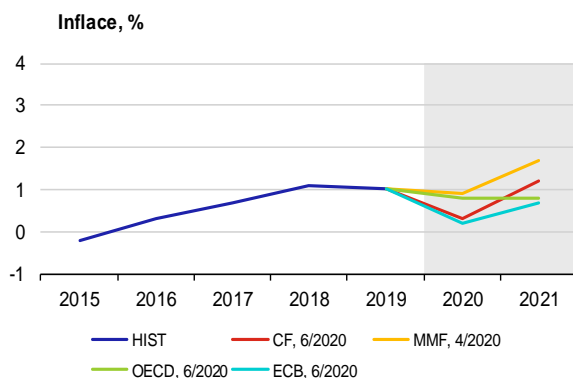
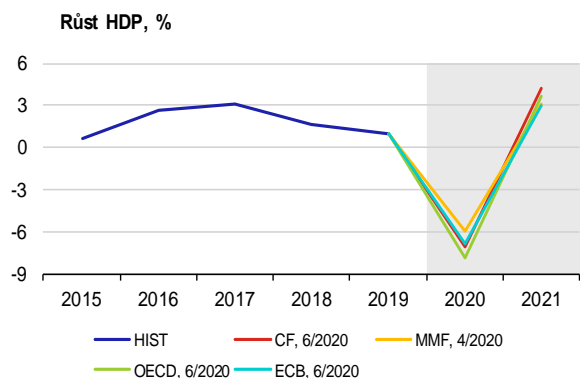
Irsko



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

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

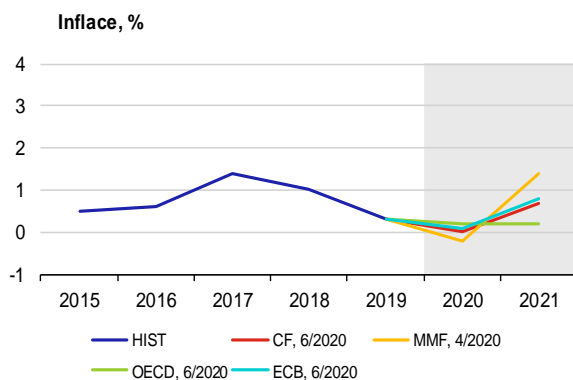
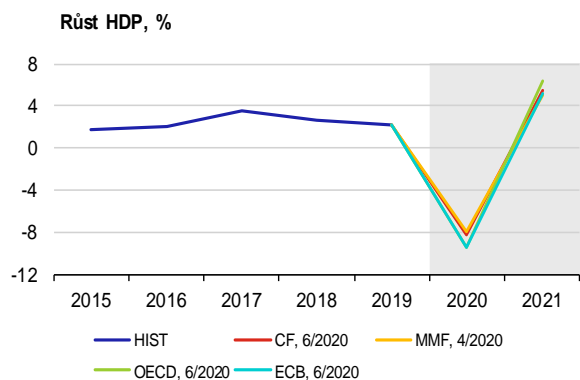
Finsko



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,1	-6,0	-7,9	-6,9
2021	4,2	3,1	3,7	3,0

	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,3	0,9	0,8	0,2
2021	1,2	1,7	0,8	0,7

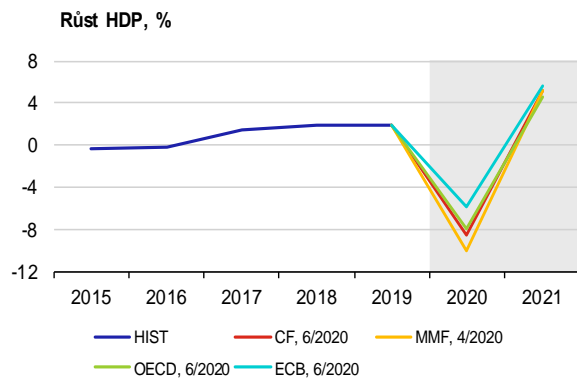
Portugalsko



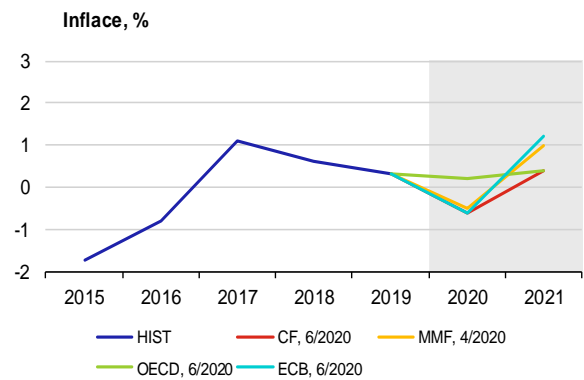
	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-8,3	-8,0	-9,4	-9,5
2021	5,4	5,0	6,3	5,2

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

Řecko

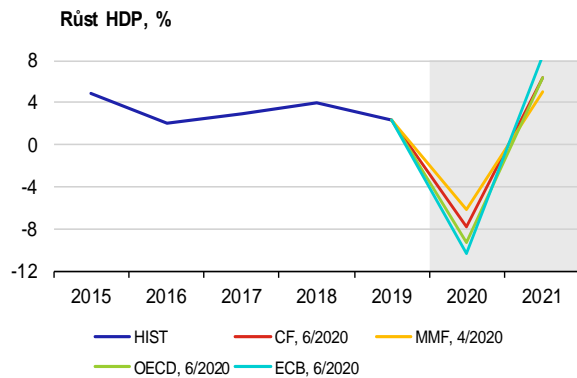


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-8,6	-10,0	-8,0	-5,8
2021	5,2	5,1	4,5	5,6

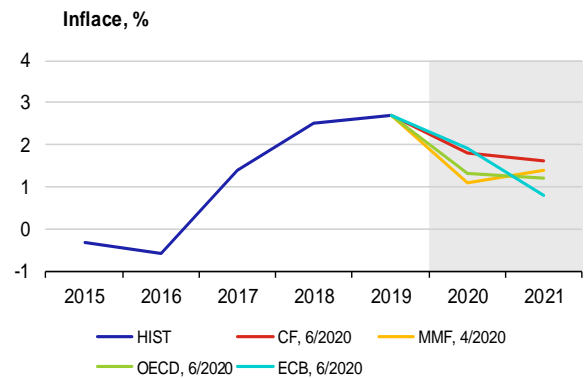


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,6	-0,5	0,2	-0,6
2021	0,4	1,0	0,4	1,2

Slovensko

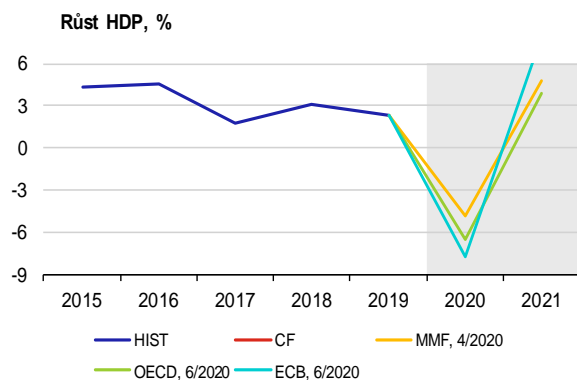


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,8	-6,2	-9,3	-10,3
2021	6,3	5,0	6,4	8,4

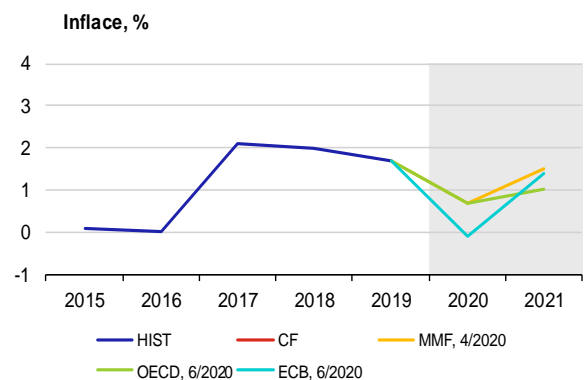


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,8	1,1	1,3	1,9
2021	1,6	1,4	1,2	0,8

Lucembursko

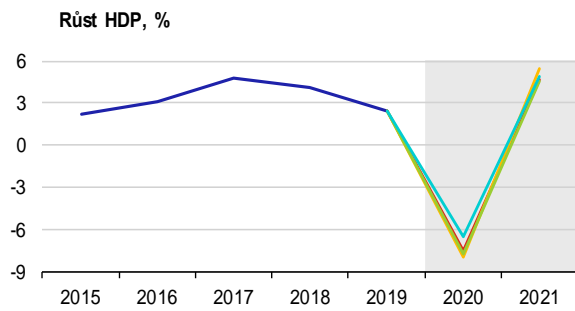


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	-4,9	-6,5	-7,8
2021	n. a.	4,8	3,9	7,9

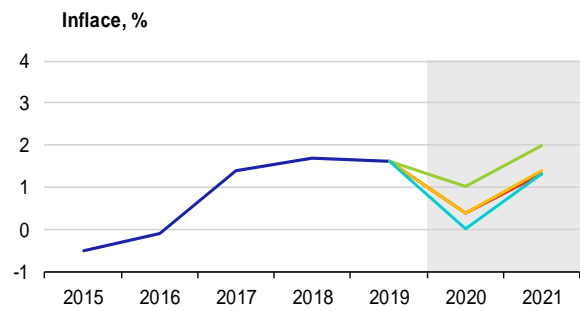


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	0,7	0,7	-0,1
2021	n. a.	1,5	1,0	1,4

Slovensko

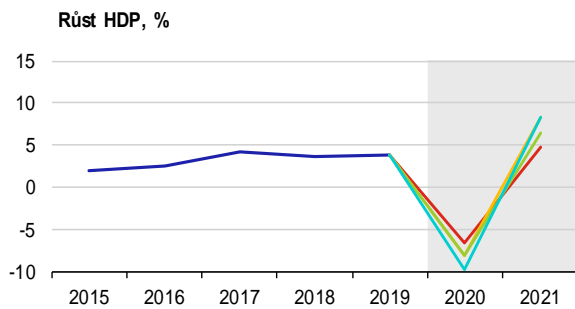


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,5	-8,0	-7,8	-6,5
2021	4,7	5,4	4,5	4,9

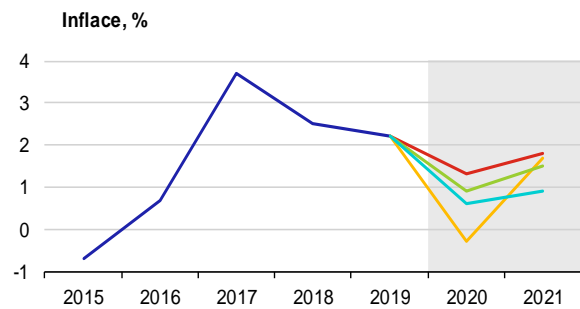


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,4	0,4	1,0	0,0
2021	1,3	1,4	2,0	1,3

Litva

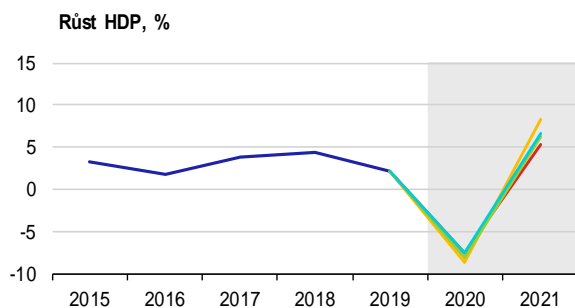


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,6	-8,1	-8,1	-9,7
2021	4,7	8,2	6,4	8,3

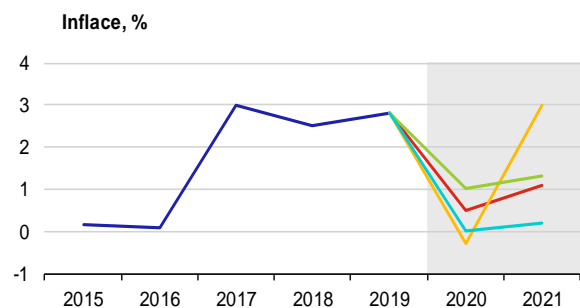


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,3	-0,3	0,9	0,6
2021	1,8	1,7	1,5	0,9

Lotyšsko

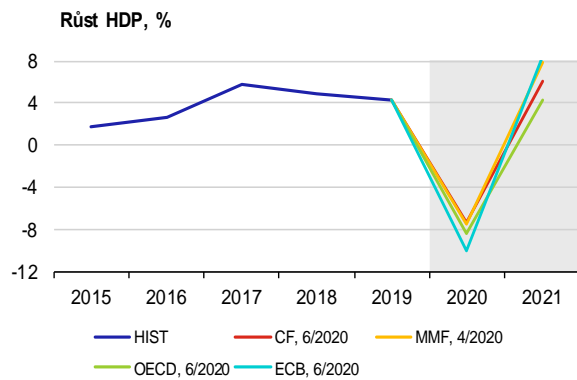


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,6	-8,6	-8,1	-7,5
2021	5,3	8,3	6,3	6,7

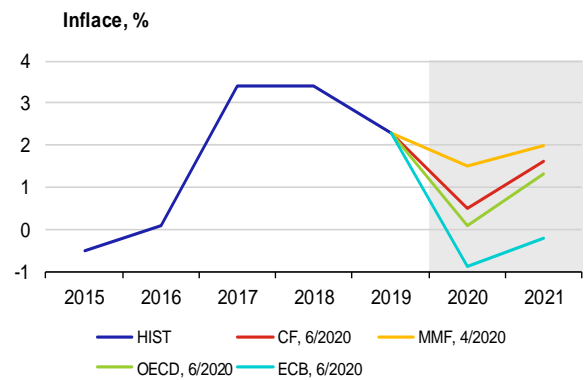


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,5	-0,3	1,0	0,0
2021	1,1	3,0	1,3	0,2

Estonsko

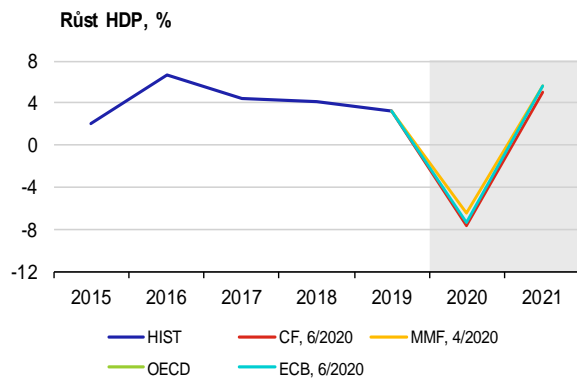


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,3	-7,5	-8,4	-10,0
2021	6,0	7,9	4,3	8,5

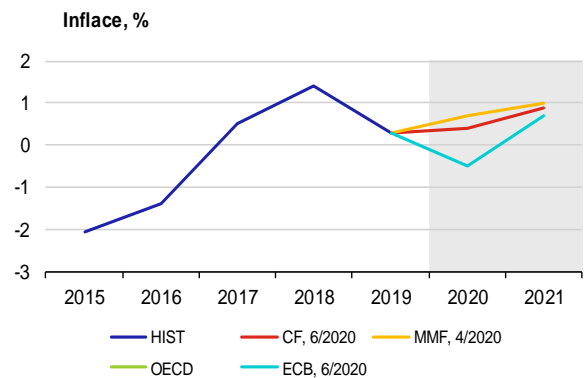


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,5	1,5	0,1	-0,9
2021	1,6	2,0	1,3	-0,2

Kypr

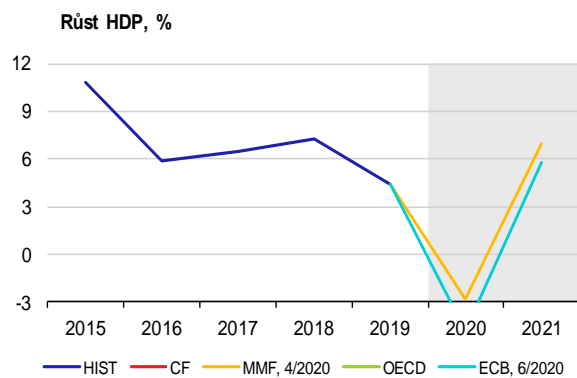


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,6	-6,5	n. a.	-7,3
2021	5,0	5,6	n. a.	5,6

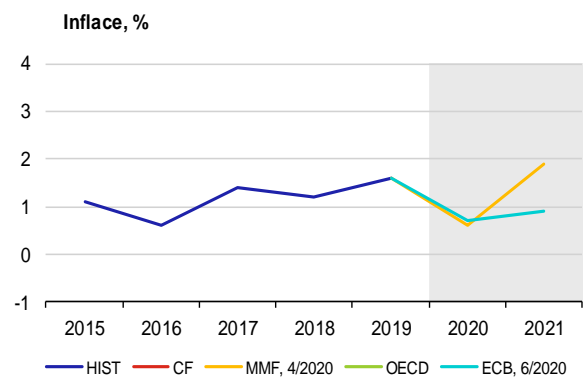


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,4	0,7	n. a.	-0,5
2021	0,9	1,0	n. a.	0,7

Malta



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



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

A5. Seznam zkratek použitých v GEVu

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

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

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