

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2019

I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v rozvíjejících se zemích	7
III.1 Čína	7
III.2 Rusko	7
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	8
IV.1 Vyspělé země	8
IV.2 Rozvíjející se země	9
V. Vývoj na komoditních trzích	10
V.1 Ropa a zemní plyn	10
V.2 Ostatní komodity	11
VI. Zaostřeno na...	12
Inflace v eurozóně dosáhla inflačního cíle. Doběhli ale všichni stejně rychle?	12
A. Přílohy	17
A1. Změna predikcí pro rok 2019	17
A2. Změna predikcí pro rok 2020	17
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	18
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	19
A5. Seznam zkratk použitých v GEVu	20

Datum uzávěrky dat

18. ledna 2019

Sběr dat CF

14. ledna 2019

Datum publikace GEVu

25. ledna 2019

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: 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 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.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Růžičková	Tomáš Adam	Filip Novotný	Soňa Benecká
Garant I. Úvod	Editorka II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna VI. Zaostřeno na...	II.2 Německo VI. Zaostřeno na...	II.3 Spojené státy III.1 Čína
Oxana Babecká	Jan Hošek			
II.5 Japonsko III.2 Rusko	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity			

Světová ekonomika na sklonku tohoto desetiletí ani pozitivně nepřekvapí, ale ani nezklame. Výše globálního ekonomického růstu by měla zhruba odpovídat průměru za poslední dekádu. Na světovém růstu se bude jako doposud nejvýznamněji podílet ekonomika Číny (avšak s přetrvávajícím rizikem výraznějšího zpomalení) následovaná zhruba shodným příspěvkem nejsilnější světové ekonomiky, tj. Spojených států, a eurozóny – viz graf níže.

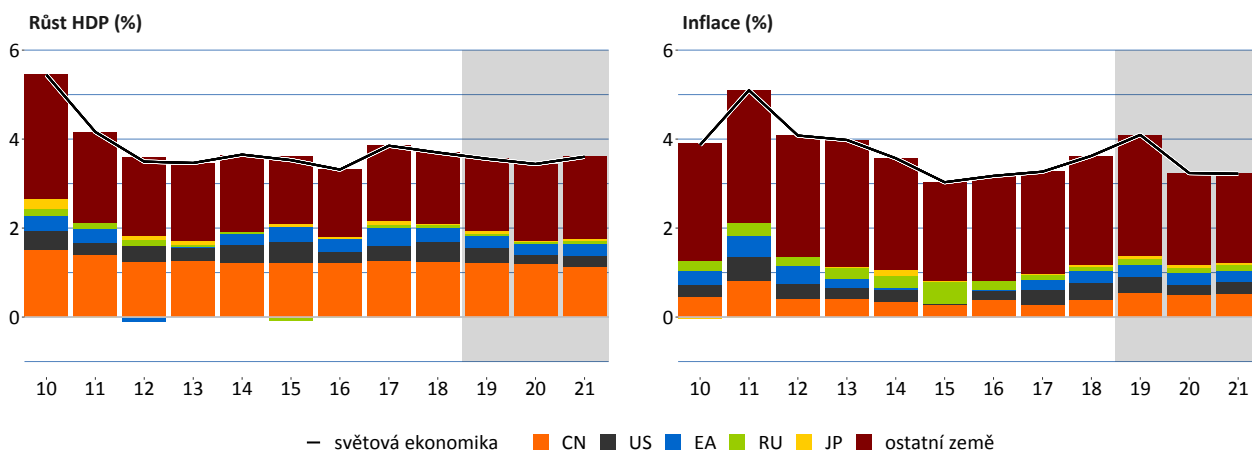
Zpomalování globálního růstu, které započalo v roce 2018, přetrvává až do konce roku 2020. Za tímto výhledem stojí několik důvodů, přičemž dva lze označit jako dominantní. První odráží proces pokračování normalizace úrokových sazeb ve světové ekonomice, zejména pak v USA, neboť americký Fed s různou intenzitou nepřímo ovlivňuje i nastavení měnových podmínek mimo své teritorium. Avšak právě tempo zvyšování úrokových sazeb Fedem by dle čerstvých informací mohlo být na výhledu zřetelně opatrnější vzhledem ke zhoršujícím se výhledům amerického hospodářství. To ale rovněž není dobrou zprávou pro světovou ekonomiku. Nicméně zpomalení procesu normalizace úrokových sazeb by mohlo ulehčit zejména těm rozvojovým a rozvíjejícím se zemím, jejichž zadlužení je denominováno v amerických dolarech. Druhým dominantním důvodem zpomalování globálního růstu je obecné přetrvávání nejistoty vyvolané zvýšenými bariérami ve světovém obchodu. Patnáctý leden 2019 tuto nejistotu ještě dále umocnil, a to rozhodnutím zákonodárců ve Spojeném království, kteří výraznou většinou odmítli návrh dohody o brexitu, a tím zvýšili pravděpodobnost nastolení odchodu své země z EU bez dohody (tzv. tvrdý brexit). V evropském teritoriu dále rezonuje diskuse o kondici německé ekonomiky – nazývané obrazně ekonomickou lokomotivou Evropy. Její viditelné zpomalení v závěru loňského roku však stále lze interpretovat spíše jako dočasné.

Vedle zmíněných faktorů, působících ve směru zpomalení světové ekonomiky, lze ovšem vysledovat i faktory pozitivní, které by měly naopak působit ve směru vyššího globálního růstu. K těm lze zařadit rostoucí výši investic ve světové ekonomice, snížené výhledy ceny ropy a vyšší míru zaváděných fiskálních stimulů. Ty posledně jmenované však mají i svoji odvrácenou stranu v podobě obav z udržitelnosti veřejných financí v zemích, které je nemají v nejlepší kondici. Velká obezřetnost by měla panovat u vlád těch zemí, jejichž dluh vzhledem k HDP překračuje nejen doporučenou (řekněme 60%) úroveň, ale i kritickou, tj. trojicifernou hranici. Z rozvinutých zemí lze připomenout známé příklady jako je Řecko, Itálie, Portugalsko, ale např. i pilíře světového hospodářství, tj. Japonsko a zejména USA. Vstup do nového roku přinesl právě v USA ještě další nejistotu, kterou je rozpočtové provizorium federálního rozpočtu.

Globální inflace se dle výhledu v letošním roce zvýší, její korekci lze očekávat až na konci této dekády. Viditelný vliv na vývoj inflace ve světě bude mít opět vývoj v Číně a dvou nejsilnějších ekonomických oblastech, tj. Spojených státech a eurozóně. Ke zvýšenému růstu globální inflace v letošním roce přispěly i předchozí depreciační řady měn rozvíjejících se trhů oproti americkému dolaru. Opačným směrem může stále více působit nižší cena ropy. Její cena je však určována v amerických dolarech, což může výsledný efekt do vývoje „národní“ inflace v řadě zemí tlumit.

Lednové číslo Globálního ekonomického výhledu navíc přináší analýzu: „[Inflace v eurozóně dosáhla inflačního cíle. Doběhli ale všichni stejně rychle?](#)“. Zde čtenář nalezne diskusi faktorů stojících za nedávným vývojem inflace v eurozóně. Ta zhruba po šesti letech vystoupala v několika měsících loňského roku nad cíl ECB. Jádřová inflace eurozóny však stále zůstává relativně nízká, což spolu se současným poklesem světových cen ropy bude působit na pokles inflace zpět pod 2% hodnotu. To již potvrzují poslední pozorované hodnoty i lednové výhledy HICP inflace na roky 2019 a 2020.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve světové ekonomice



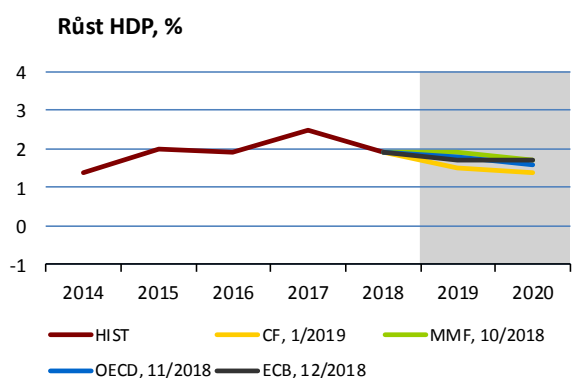
Zdroj: EIU

Pozn.: Váhy jednotlivých zemí jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v paritě kupní síly

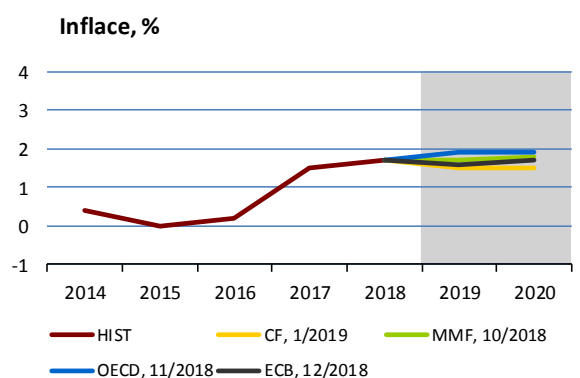
II.1 Eurozóna

Data z konce loňského roku naznačují pokračování pouze pozvolného hospodářského růstu v eurozóně. Na ekonomiku působila nejistota spojená s protekcionismem, brexitem a nevyjasněnou situací ohledně rozpočtu v Itálii. Ten byl nakonec v prosinci schválen v podobě splňující fiskální pravidla EU. Vedle toho průmysl v Německu byl ovlivněn jednak jednorázovými faktory spojenými s přechodem na nové emisní normy v automobilovém průmyslu, ale také nižšími vývozy do Číny. Ve Francii růst na konci roku negativně ovlivnily protesty hnutí tzv. žlutých vest, které mohou mít i dlouhodobější dopad plynoucí z pomalejšího zavádění reformy francouzské ekonomiky. Všechny zmiňované faktory se odrazily mj. v indexu průmyslové produkce, který v eurozóně v listopadu meziměsíčně poklesl o 1,7 % (meziročně o 3,3 %). PMI ve zpracovatelském průmyslu navázal na trend poklesu pozorovaný od začátku roku 2018 a pohybuje se pouze mírně nad pásmem stagnace. Naopak ve spotřebitelském sektoru byl i přes pokles ukazatelů sentimentu zaznamenán pozitivní vývoj, když v listopadu druhý měsíc v řadě vzrostly maloobchodní tržby (meziměsíčně o 0,6 %). Nezaměstnanost opět poklesla, a to na 7,9 %. Za celý rok 2018 by ekonomika eurozóny měla vzrůst o 2 %. Na výhledu se očekává její další zvolnění směrem k potenciálnímu tempu růstu, a to na 1,5 % v letošním roce a 1,4 % v příštím roce. Nejistota výhledu je nicméně vysoká a je otázkou, do jaké míry byl vývoj ve druhé polovině roku dán jednorázovými či trvalejšími faktory.

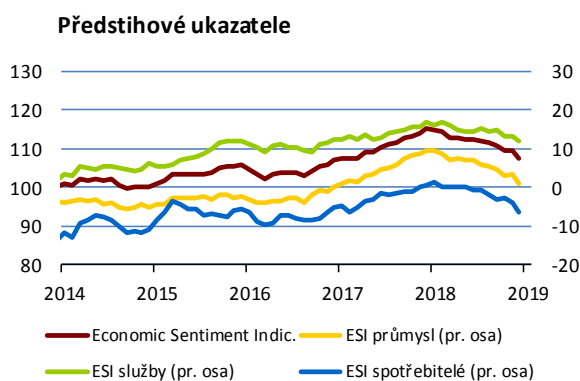
Celková inflace v prosinci poklesla na 1,6 % vlivem nižšího příspěvku cen energií a potravin. Jádrová inflace ale setrvala na 1 %. Její dlouhodobá stagnace se odráží v nižším výhledu CF, který letos i v příštím roce očekává průměrnou inflaci na úrovni 1,5 %. Utlumený vývoj inflace tak zvyšuje nejistotu ohledně prvního zvýšení základních sazeb ECB. Ta v prosinci potvrdila, že k němu nedojde dříve než v létě 2019, zatímco tržní výhledy jej implikují až v prvním čtvrtletí 2020. Program čistých nákupů aktiv ze strany eurosystému byl na konci roku ukončen, nicméně jistiny splatných cenných papírů budou reinvestovány po delší dobu i poté, co dojde ke zvýšení základních sazeb ECB.



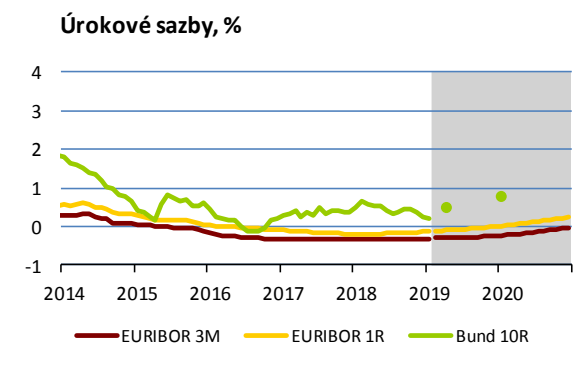
	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,5	1,9	1,8	1,7
2020	1,4	1,7	1,6	1,7



	CF	MMF	OECD	ECB
2019	1,5	1,7	1,9	1,6
2020	1,5	1,8	1,9	1,7



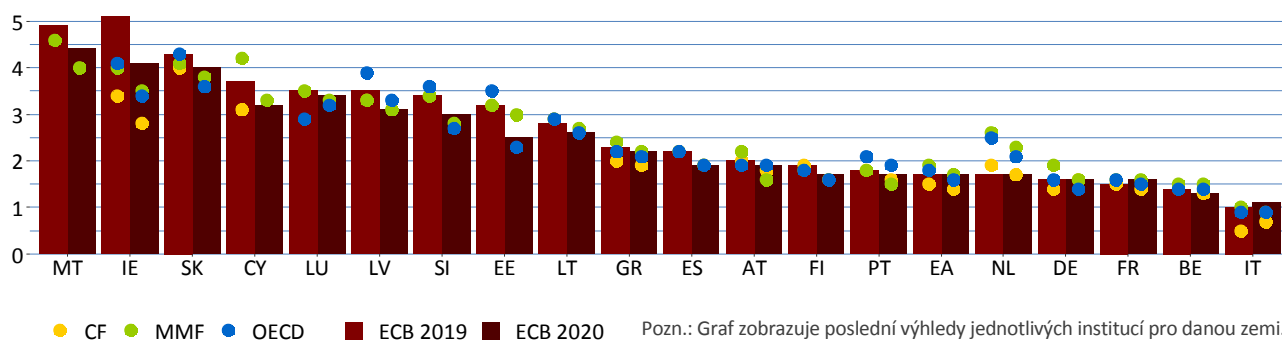
	ESI	průmysl	služby	spotřeb.
10/18	109,7	3,0	13,3	-2,7
11/18	109,5	3,4	13,4	-3,9
12/18	107,3	1,1	12,0	-6,2



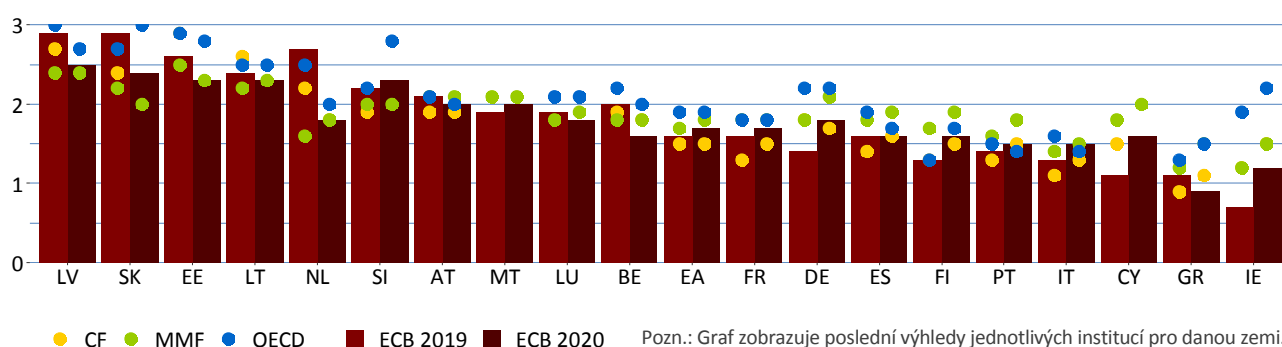
	12/18	01/19	04/19	01/20
3M EURIBOR	-0,31	-0,31	-0,30	-0,23
1Y EURIBOR	-0,13	-0,12	-0,10	0,02
10Y Bund	0,25	0,20	0,50	0,80

II. EKONOMICKÝ VÝHLED VE VYSPĚLÝCH ZEMÍCH

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %

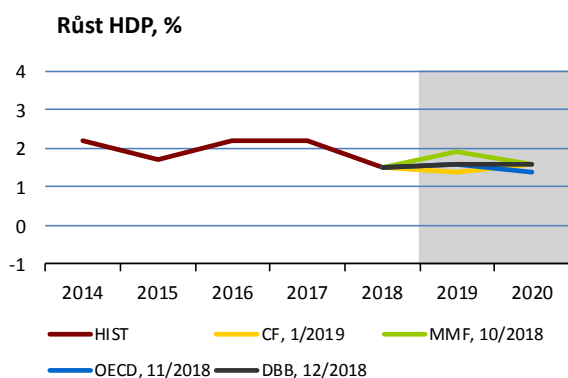


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2019 a 2020, %

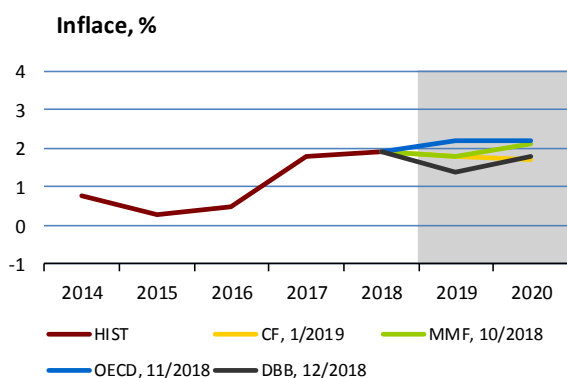


II.2 Německo

Výhledy růstu HDP a inflace pro Německo byly na letošní rok přehodnoceny mírně směrem dolů. Nově zveřejněná předpověď CF na rok 2020 pak v delším horizontu předpokládá mírné zlepšení u hospodářského růstu, avšak pokračující pokles u inflace. Zveřejněný předběžný údaj o růstu HDP za celý rok 2018 (1,5 %) nepřinesl příliš optimizmu, který by nasvědčoval obratu ekonomiky po jejím mezičtvrtletním poklesu ve třetím čtvrtletí (o -0,2 %). Indikátory z průmyslu během čtvrtého čtvrtletí klesaly a naznačují spíše technickou recesi na konci minulého roku. K předchozím problémům v automobilovém průmyslu se přidávají obavy z vývoje zahraniční poptávky. Vlivem poklesu ceny ropy poklesla také prosincová inflace, přičemž její jádrová složka stagnovala na úrovni 1,5 %. Pozitivně by se ve spotřebitelských cenách měl projevit růst maloobchodních tržeb, který odráží dobrou situaci na trhu práce. CF přesto očekává pouze 3,1% růst nominálních mezd v produkčním sektoru v letošním roce.



	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,4	1,9	1,6	1,6
2020	1,6	1,6	1,4	1,6



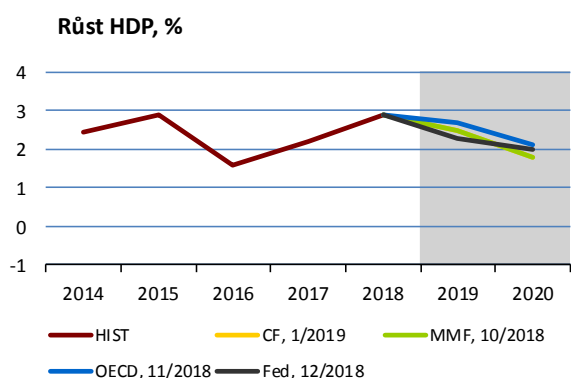
	CF	MMF	OECD	DBB
2019	1,8	1,8	2,2	1,4
2020	1,7	2,1	2,2	1,8

II.3 Spojené státy

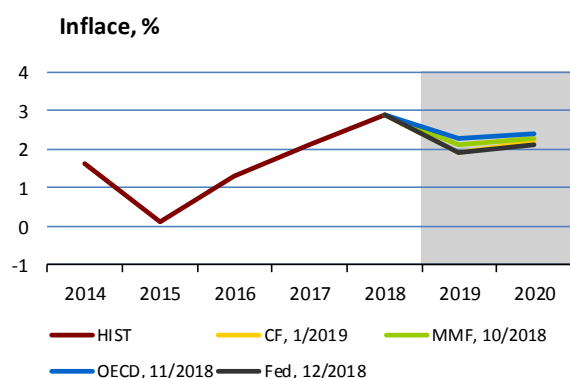
Finální odhad růstu HDP ve třetím čtvrtletí byl jen lehce snížen na 3,4 % (mezikvartálně, anualizovaně). Výdaje spotřebitelů či vývozy byly přehodnoceny směrem dolů, zatímco opačným směrem se posunula tvorba zásob. Příspěvek čistého vývozu zůstal záporný. V závěru roku měla americká ekonomika dále zpomalit, když dle odhadu atlantského Fedu růst HDP v posledním čtvrtletí 2018 dosáhl 2,9 %.

Navzdory horším očekáváním zůstává domácí poptávka robustní. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru v prosinci výrazně přesáhl očekávání a vykázal hodnotu 312 tisíc. Míra nezaměstnanosti vzrostla z 3,7 % na 3,9 %, zejména v důsledku vyšší participace (posun z 62,9 % na 63,1 %). Průměrná hodinová mzda vzrostla meziročně o 3,2 %. Hodnocení aktuální situace ze strany spotřebitelů zůstává pozitivní, ale vzrostly obavy z vývoje v roce 2019 (zejména s ohledem na pracovní příležitosti a podmínky pro podnikání). Také důvěra podniků v závěru roku klesla. V prosinci 2018 se PMI ve zpracovatelském průmyslu meziměsíčně propadl nejvíce od října 2008, i když se stále nachází v pásmu expanze (54,1). Zpomalení dynamiky zaznamenala v závěru roku také průmyslová produkce, která v meziročním vyjádření vzrostla o 4 %. Pokles cen energií přispěl ke snížení inflačních tlaků a inflace v prosinci poklesla na 2 %. V souladu s očekáváním Fed na prosincovém zasedání zvýšil pásmo základních sazeb, ale ve vyjádření centrální banky byl zřetelný odklon od jestřábí rétoriky. Zápis z prosincového zasedání potvrdil obavy Fedu z výkyvů na finančních trzích a ze známek zpomalování globálního růstu.

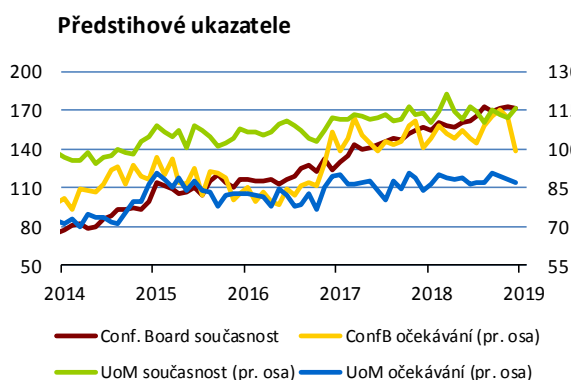
Nový výhled Fedu je tedy ve znamení nižšího očekávaného růstu HDP i inflace v roce 2019. Růst ekonomiky by se však měl udržet nad 2 % a inflace zůstane v blízkosti cíle centrální banky. Revizi směrem dolů přinesla i lednová publikace CF. Zhoršení výhledu pro americkou ekonomiku vede ke spekulacím ohledně pokračování cyklu zvyšování sazeb. Očekávání členů FOMC se posunula ke dvěma zvýšením sazeb v roce 2019, ale trhy nevyklučují ani možnost jednoho zvýšení, pokud dále porostou obavy z recese v USA.



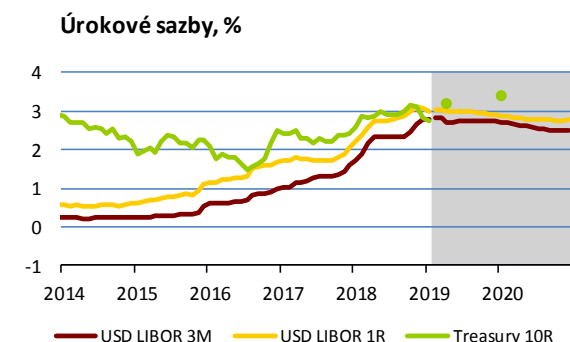
	CF	MMF	OECD	Fed
2019	2,5	2,5	2,7	2,3
2020	1,8	1,8	2,1	2,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2019	1,9	2,1	2,3	1,9
2020	2,2	2,3	2,4	2,1



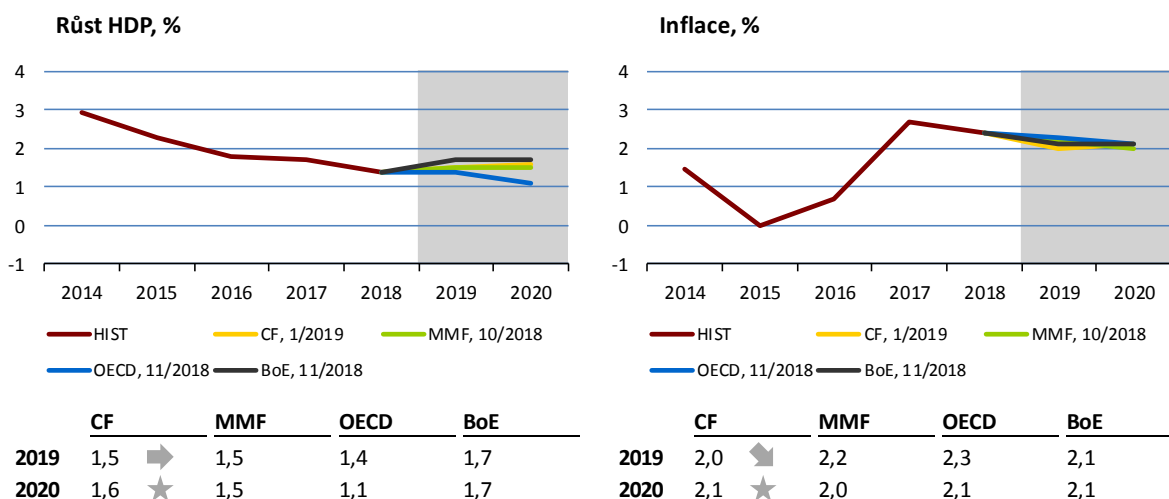
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
10/18	171,9	115,1	113,1	89,3
11/18	172,7	112,3	112,3	88,1
12/18	171,6	99,1	116,1	87,0



	12/18	01/19	04/19	01/20
USD LIBOR 3M	2,79	2,80	2,72	2,72
USD LIBOR 1R	3,08	3,08	3,00	2,87
Treasury 10R	2,83	2,72	3,20	3,40

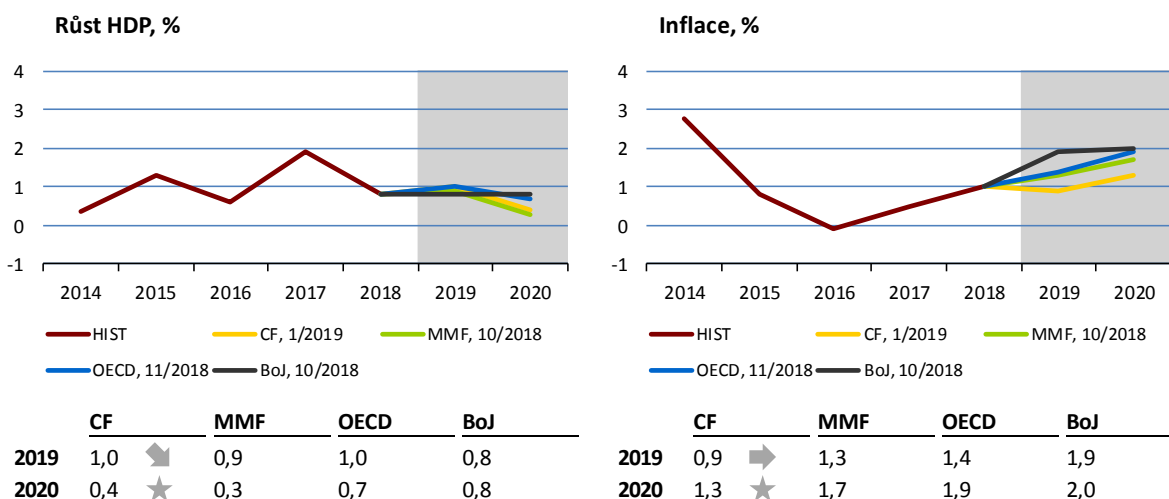
II.4 Spojené království

Britský parlament odmítl dohodu o brexitu. Způsob odchodu Spojeného království z EU tak zůstává nejasný, jak co do podoby tak čím dál více i jeho data. Dlouhotrvající nejistota se odráží v neochotě podniků k investicím. Ty ve třetím čtvrtletí klesly již třetí kvartál po sobě. Průmyslová produkce je od září v meziměsíčním útlumu. Tříměsíční růst HDP v listopadu zpomalil na 0,3 %. NIESR předpovídá stejnou hodnotu pro čtvrté čtvrtletí (tedy poloviční tempo růstu než ve třetím čtvrtletí). Mohlo by se zdát, že PMI ve zpracovatelském průmyslu naznačuje zlepšení (54,2 v prosinci), jeho hodnota je však zkreslena přípravami na možný „tvrdý“ brexit. Výrobci totiž navyšují zásoby vstupů, avšak nikoli v očekávání vyšší poptávky, nýbrž jejich možného nedostatku. Lednový CF přesto předpokládá po loňském opětovném zpomalení ekonomiky v letošním a příštím roce konečně nesmělé ožívování. Celková inflace se snížila na 2,1 % v prosinci, jádrová dosahuje 1,9 %. I na výhledu by se měla pohybovat v těsné blízkosti cíle BoE.



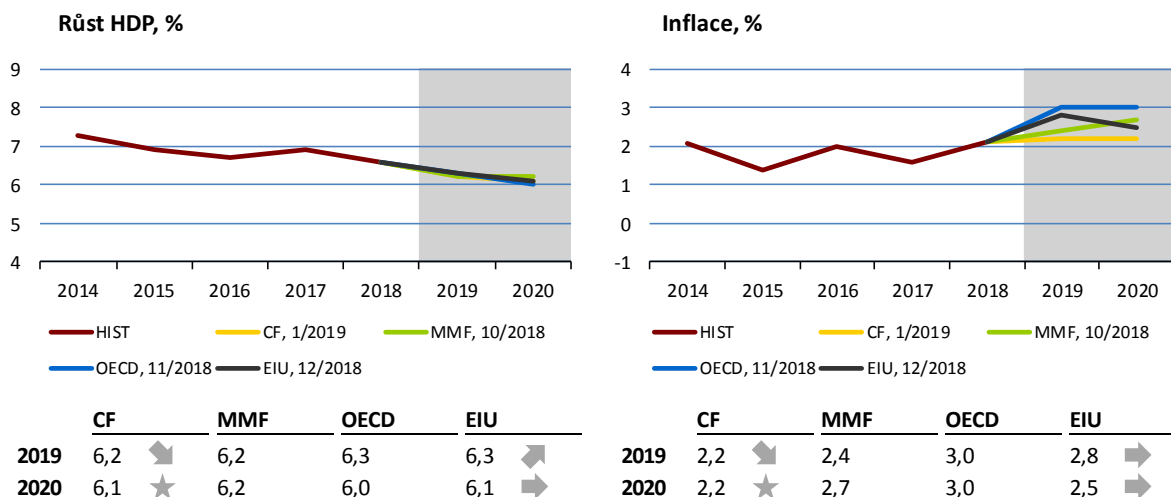
II.5 Japonsko

Kladný růst japonské ekonomiky zůstává dle posledních údajů slabý a do značné míry nejistý. Průmyslová produkce v listopadu zpomalila na 1,5 % meziročně a meziměsíčně dosáhla její dynamika záporných hodnot (-1,0 %), stejně tak meziměsíčně klesaly i maloobchodní tržby. Avšak PMI stále ukazuje na mírnou expanzi. S výjimkou BoJ, která ve dvouletém horizontu neočekává změnu dynamiky HDP, ostatní sledované instituce odhadují nepatrně vyšší tempo růstu v letošním roce a jeho následné zpomalení v příštím roce na 0,3–0,7 %. Listopadová inflace dosáhla jen 0,8 %. Celkovou dynamiku brzdil pokles cen potravin, dopravy a nákladů na bydlení. Jedná se o nejpomalejší tempo růstu cen od října 2017. Nový CF předpokládá v průběhu letošního roku inflaci těsně pod úrovní 1 % a její zvýšení až v roce 2020.



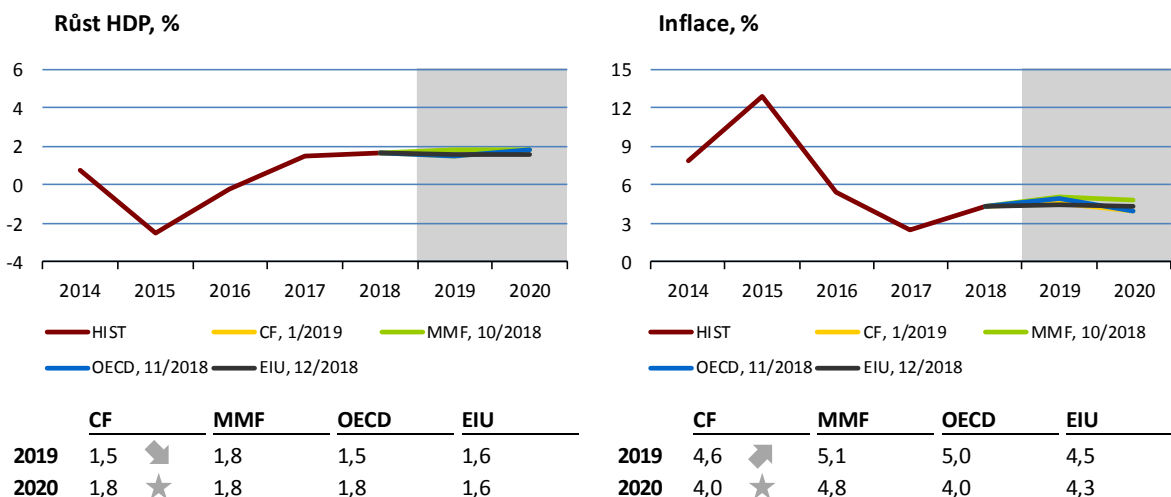
III.1 Čína

Čínský vývoz v prosinci 2018 zpomalil nejvýrazněji za poslední dva roky. K poklesu dynamiky přispěly nejen domácí faktory, ale zejména slabší poptávka obchodních partnerů v závěru roku 2018. Výjimkou byl vývoz do USA, kde se promítala snaha amerických dovozců předzásobit se před zavedení cel. Nepříznivý vývoj v zahraničním obchodě přispěje k očekávanému zpomalení růstu HDP čínské ekonomiky v posledním čtvrtletí 2018, který by měl dle šetření Reuters dosáhnout 6,4 %. Oslabení domácí poptávky je již patrné v několika segmentech. Tři měsíce v řadě se meziročně propadají prodeje automobilů i nemovitostí. Maloobchodní prodeje zpomalily na 8,1 %, nejnižší v historii. Klesá i důvěra podniků a průmyslová produkce zvolnila na pouhých 5,4 %, což je nejméně od začátku roku 2016. V souladu s novými údaji revidoval lednový CF výhled růstu HDP i inflace pro rok 2019 směrem dolů.



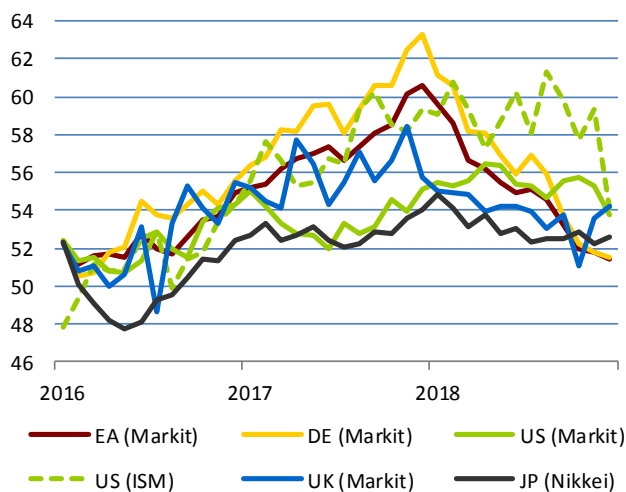
III.2 Rusko

Loňský výkon ruské ekonomiky zůstává utlumený. Podle nových údajů o struktuře HDP ve třetím čtvrtletí růst nejvíce podpořily vývozy (4,5 % meziročně). Zároveň podíl nominálního čistého vývozu na celku dosáhl téměř 10 %. I přes mírné meziroční snížení podílu zůstává největší položkou HDP spotřeba domácností, která vzrostla o 2,1 % meziročně. Investice a spotřeba vlády přispěly k celkovému výkonu ekonomiky mírně záporně. V souhrnu růst HDP v předposledním čtvrtletí dosáhl 1,5 %. Dostupná data o vývoji v průmyslu ve dvou měsících posledního čtvrtletí oživení nenaznačují (růst o 3,7 % a 2,4 % meziročně), navíc nezaměstnanost v listopadu znovu mírně stoupla a předstihové indikátory důvěry spotřebitelů a očekávání spotřebitelů se snížily. Prosincový CF snížil výhled HDP na letošní rok na 1,5 %, pro příští rok CF očekává mírné oživení růstu na 1,8 %.

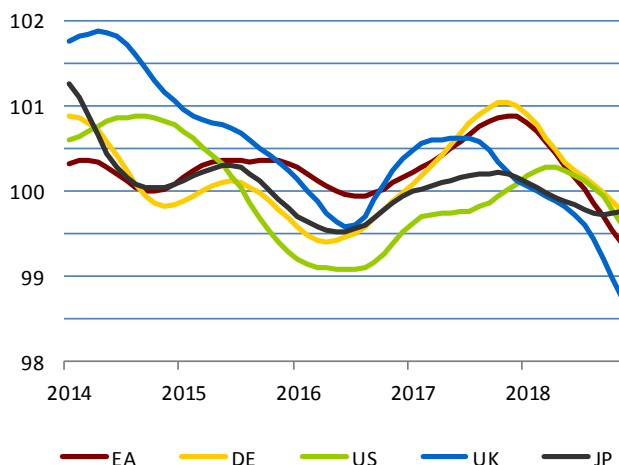


IV.1 Vyspělé země

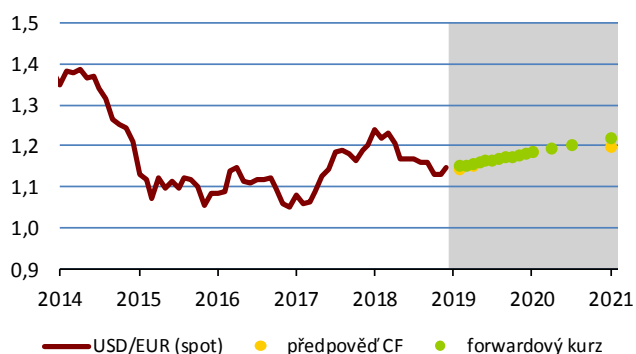
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

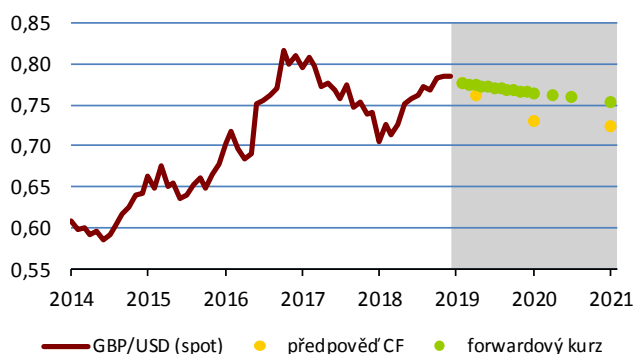


Americký dolar (USD/EUR)



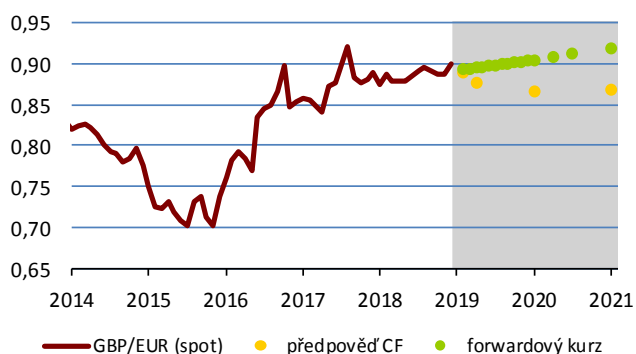
	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	1,147				
předpověď CF		1,145	1,151	1,185	1,198
forwardový kurz		1,150	1,156	1,184	1,219

Britská libra (GBP/USD)



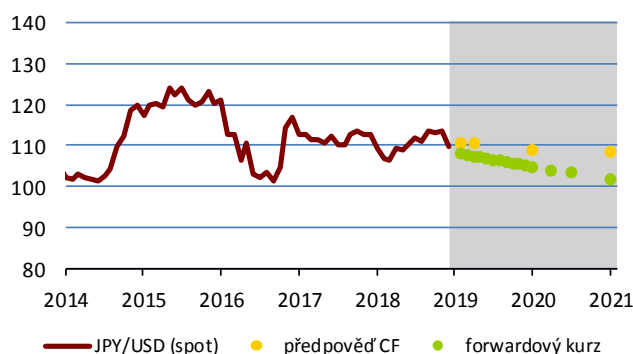
	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	0,775				
předpověď CF		0,776	0,762	0,731	0,724
forwardový kurz		0,776	0,774	0,764	0,754

Britská libra (GBP/EUR)



	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	0,888				
předpověď CF		0,889	0,877	0,866	0,867
forwardový kurz		0,893	0,894	0,904	0,919

Japonský jen (JPY/USD)

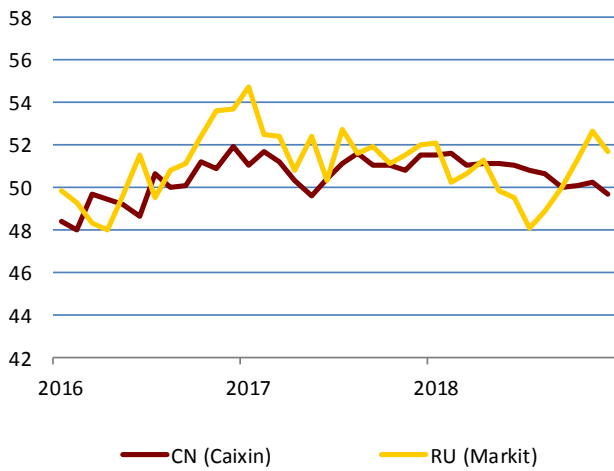


	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	108,3				
předpověď CF		110,6	110,7	108,7	108,6
forwardový kurz		107,9	107,4	104,9	101,7

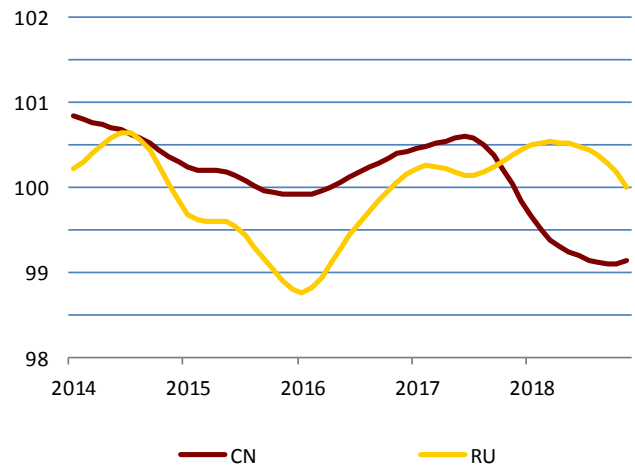
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Rozvíjející se země

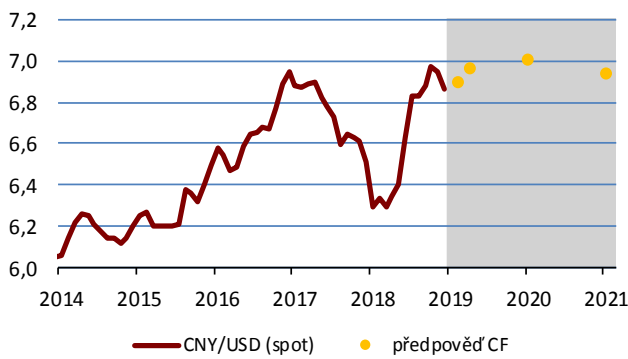
PMI ve zpracovatelském průmyslu



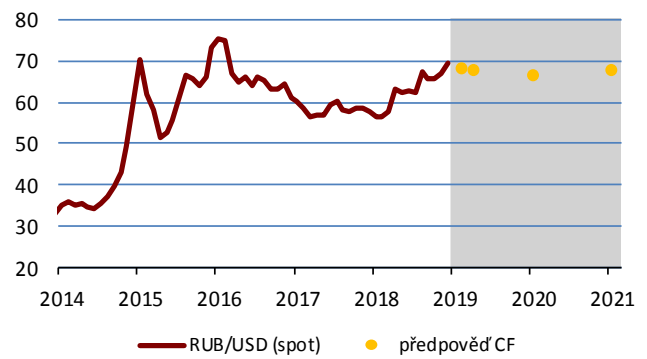
OECD Kompozitní předstihový indikátor



Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



Ruský rubl (RUB/USD)



	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	6,758				
předpověď CF		6,900	6,962	7,007	6,935

	14/1/19	02/19	04/19	01/20	01/21
spotový kurz	66,98				
předpověď CF		68,01	67,77	66,43	67,64

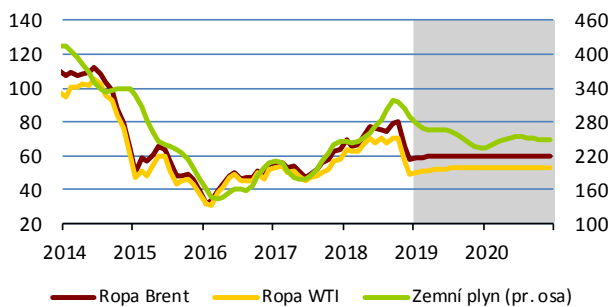
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

Cena ropy Brent od poslední listopadové dekády do poloviny prosince jen mírně kolísala poblíž hranice 60 USD/barel. Poté následoval další silný propad. Ve druhé polovině prosince na trhu převládly obavy, že dojednané snížení produkce zemí OPEC+ nebude dostatečné, aby kompenzovalo slábnoucí poptávku a předpokládaný růst produkce v USA. EIA odhaduje, že díky rekordní těžbě v USA, Saudské Arábii a Rusku rostly globální zásoby ropy ve čtvrtém čtvrtletí 2018 tempem až 1 mil. barelů denně. Situaci zhoršoval i výprodej na širších finančních tržích, další zvýšení měnověpolitických sazeb v USA a uzavírání pozic spekulativních fondů před koncem roku. Pokles cen ropy se zastavil 24. prosince, kdy cena ropy Brent zaznamenala 17měsíční minimum 50,5 USD/barel. Poté se ceny ropy obrátily k trendovému růstu, který se zastavil ve druhé lednové dekádě opět poblíž hranice 60 USD/barel. Kromě zklidnění situace na akciových tržích (díky postoji Fedu, který hodlá při dalším zvyšování sazeb již pečlivě zvažovat stav ekonomiky) ceny ropy podpořil i silný prosincový pokles produkce kartelu OPEC, mírné oslabení dolaru a slibný posun v obchodních jednáních mezi USA a Čínou. Opačným směrem působí ale nadále obavy ze zpomalení globální (a zejména čínské) ekonomiky.

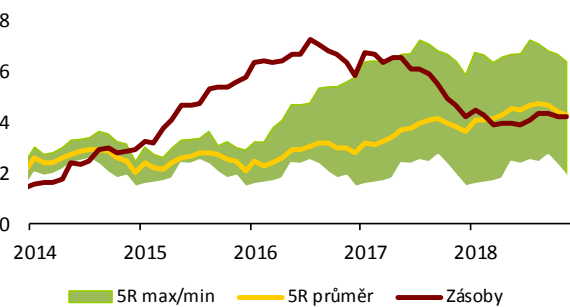
Tržní křivka termínovaných kontraktů se oproti polovině prosince prakticky nezměnila. Nadále zůstává prakticky vodorovná a signalizuje průměrnou cenu ropy Brent pro roky 2019 a 2020 poblíž 60 USD/barel. Předpověď EIA očekává růst ceny z letošního průměru 61 USD/barel na 65 USD/barel v příštím roce. Obdobný předpoklad uvádí i lednový průzkum CF. Pro další zvyšování cen ropy ale potřebují investoři reálný důkaz, že OPEC+ dostatečně sníží produkci a poptávka zůstane nadále silná.

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

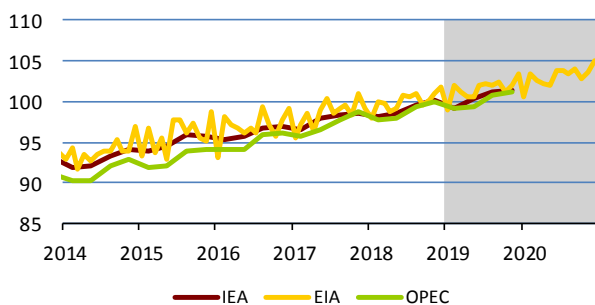


	Brent	WTI	Plyn
2019	59,61	52,12	257,84
2020	59,77	53,04	247,87

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

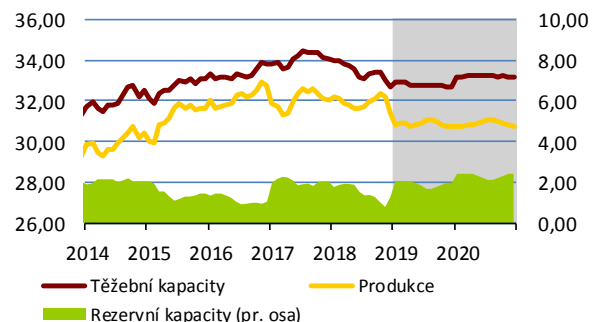


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2019	100,54	101,55	100,07
2020		103,07	

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



	Produkcce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2019	30,88	32,79	1,92
2020	30,90	33,22	2,32

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.

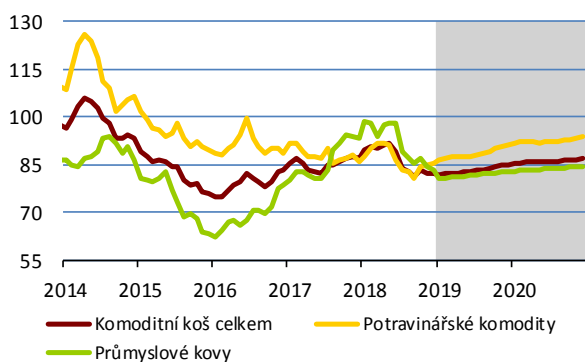
V.2 Ostatní komodity

Index cen neenergetických komodit ve druhé polovině roku 2018 jen mírně kolísal bez viditelného trendu a ani první polovina ledna nepřinesla výraznější změnu. Tento výsledek však plyne z protichůdného vývoje jeho složek. Dílčí index cen potravinářských komodit se po dosažení zářijového minima obrátil k růstu a rostoucí je i jeho výhled. Naopak dílčí index cen průmyslových kovů s výjimkou října celé druhé pololetí 2018 silně klesal a v poklesu pokračoval i v polovině ledna. Nicméně i u této složky je na výhledu očekáván růst.

Ceny základních kovů jsou nadále pod tlakem kvůli pokračujícímu zpomalování globálního zpracovatelského průmyslu, a to i přes dočasné příměří v obchodních sporech mezi USA a Čínou. Obavy panují zejména z vývoje čínské ekonomiky. JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu klesl v prosinci na 27měsíční minimum 51,5 a předstihové indexy čínského zpracovatelského průmyslu již mají hodnotu pod 50, což signalizuje snížení průmyslové výroby v nejbližších měsících. V silném poklesu pokračovala zejména cena hliníku, mimo jiné v souvislosti se zrušením sankcí na ruského producenta Rusal, s růstem produkce a vývozu z Číny a též díky prosincovému růstu zásob na LME. Většímu poklesu cen mědi naopak zabránil nízký stav zásob na LME a odhadovaný deficit nabídky vůči poptávce na trhu. Klesala i cena zinku, pouze cena cínu rostla.

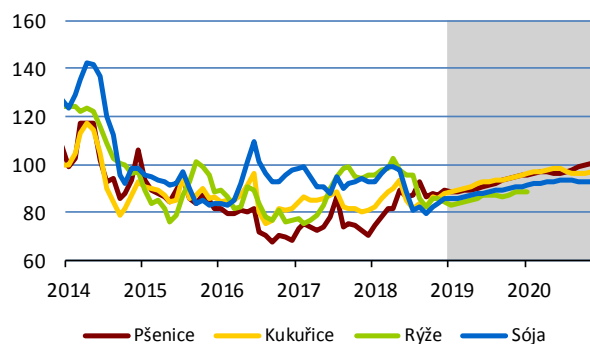
K růstu indexu cen potravinářských komodit v uplynulém měsíci nejsilněji přispěly ceny kakaa a hovězího masa. Vývoj ostatních cen byl spíše umírněný. U většiny potravinářských komodit je výhled mírně rostoucí, silnější růst je očekáván jen u vepřového masa a kávy.

Indexy cen neenergetických komodit



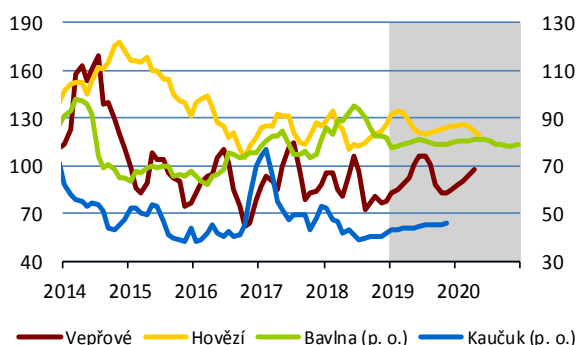
	Celkem	Potraviny	Kovy
2019	83,2	88,5	81,7
2020	86,1	92,4	83,7

Potravinářské komodity



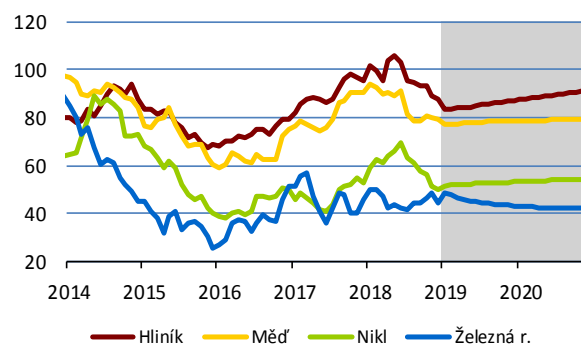
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2019	91,5	92,3	86,3	88,3
2020	97,8	97,2	88,6	92,8

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2019	91,8	125,6	79,5	44,6
2020	92,5	123,4	79,8	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2019	85,2	78,1	52,5	45,2
2020	89,4	79,0	53,9	42,4

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.

Inflace v eurozóně dosáhla inflačního cíle. Doběhli ale všichni stejně rychle?¹

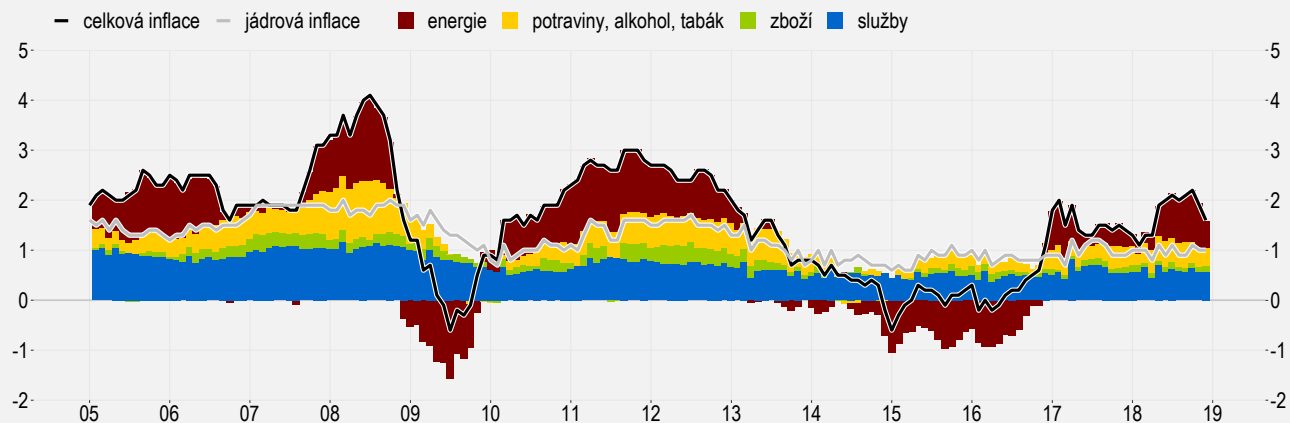
Vlivem vyššího růstu cen energií překročila inflace v eurozóně v několika měsících loňského roku 2% hladinu. Jádrová inflace nicméně nadále setrvává na hodnotách, které jsou z historického pohledu relativně nízké a prozatím nezaručují dosažení inflačního cíle ECB i po odeznění současného příspěvku cen energií. Hlavním důvodem utlumených fundamentálních inflačních tlaků je delší období nízkého růstu mezd. Ukazuje se totiž, že vztah mezi růstem mezd a jádrovou inflací napříč zeměmi eurozóny platí i nadále. Dokud tedy nedojde ke zrychlení jejich růstu, výraznější inflační tlaky v eurozóně nelze očekávat. Vzhledem k tomu, že jádrová inflace je v eurozóně velmi perzistentní, není pravděpodobné, že by k jejímu významnějšímu nárůstu došlo skokově a neočekávaně. Udržení inflace poblíž 2 % i po odeznění příspěvku cen energií podporuje ECB, která sice s koncem roku 2018 ukončila program čistých nákupů aktiv, ale nastavení její měnové politiky zůstává i nadále výrazně uvolněné.

Vývoj inflace v roce 2018 v dlouhodobějším kontextu

Inflace v eurozóně po dlouhé době překročila v několika měsících loňského roku cíl ECB. Celková HICP inflace v květnu nejprve skokově vzrostla z 1,3 % na 1,9 %. Poté se v pěti dalších měsících nacházela na 2 % či dokonce výše, čímž překročila inflační cíl ECB definovaný jako meziroční růst spotřebitelských cen těsně pod 2 %. Za skokovým růstem inflace stál především vyšší příspěvek cen energií (Graf 1) odrážející nárůst dolarových cen ropy Brent. Ten meziročně dosáhl ve druhém čtvrtletí 50 %, přičemž cena v eurech vzrostla ještě výrazněji v důsledku oslabení eura vůči americkému dolaru. Vedle energetické složky se vloni zvýšil také příspěvek cen potravin. Průměrná inflace díky tomu v roce 2018 vzrostla na 1,7 %, tedy na nejvyšší hodnotu od roku 2012, kdy dosáhla 2,5 %.

Graf 1 – příspěvky hlavních složek k inflaci v eurozóně

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: Eurostat

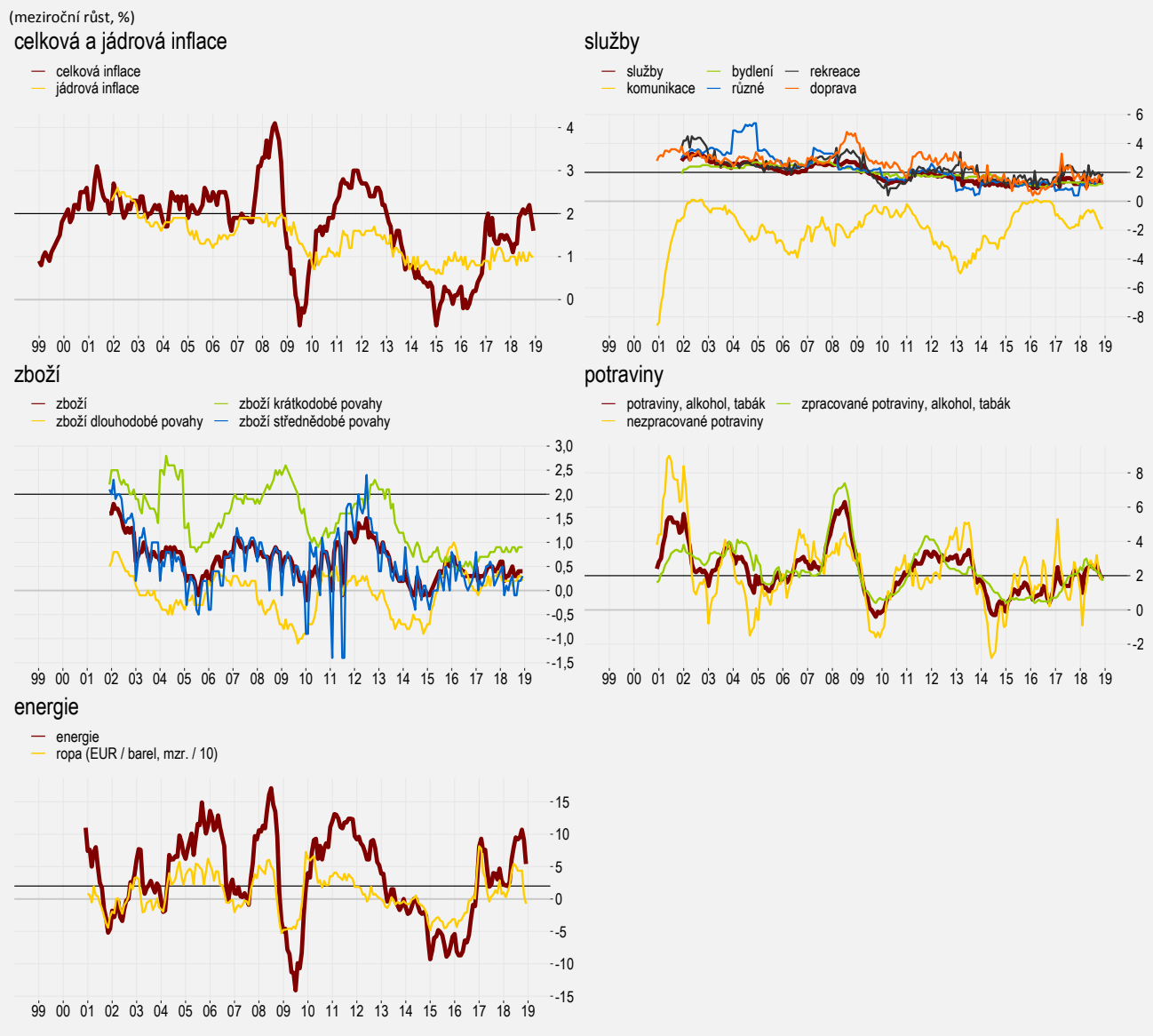
Jádrová inflace² v měnové unii v minulém roce nicméně nadále oscilovala pouze kolem 1% úrovně. Tento vývoj byl v prostředí rostoucích cen energií poměrně překvapivý. Ceny energií totiž sice do jádrové inflace nevstupují přímo, ale např. ceny dopravy tento agregát ovlivňují prostřednictvím podskupiny služeb. Také by se dalo očekávat, že se do cen zboží a služeb budou promítat rostoucí náklady na provoz kanceláří či provozoven související s vyššími cenami energií (tzv. sekundární efekt růstu cen energií). Z dlouhodobějšího pohledu se jádrová inflace pohybuje na relativně nízkých hodnotách a od spuštění nekonvenční měnové politiky vzrostla pouze mírně. V období před finanční krizí, tedy v letech 2005 až 2008, dosahovala v průměru 1,6 %. Po finanční krizi mírně poklesla a v období mezi lety 2009 a 2013 dosahovala v průměru 1,3 %. Poté docházelo u jádrové inflace k postupnému poklesu až k hodnotám kolem 0,6 % na začátku roku 2015, kdy kulminoval záporný příspěvek cen energií do celkové inflace. Ve stejném období došlo také k poklesu dlouhodobých inflačních očekávání, na což ECB reagovala spuštěním rozšířeného programu nákupu aktiv (EAPP). Od poloviny roku 2017 se pak jádrová inflace pohybovala v rozmezí 0,8–1,2 %.

Pro hlubší porozumění vývoje inflace se lze zaměřit na podrobnější strukturní členění spotřebního koše (Graf 2). Vývoj celkové inflace je totiž dán jednak dynamikou jednotlivých složek inflace a jednak jejich vahou ve spotřebním koši (Graf 3). Pro analýzu fundamentálních tlaků z ekonomiky se

¹ Autory jsou Tomáš Adam a Filip Novotný. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² V tomto článku se jádrovou inflací rozumí inflace bez volatilních cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

Graf 2 – meziroční inflace hlavních složek spotřebního koše



používají agregáty, které vylučují volatilnější složky inflace, jako jsou ceny energií či potravin (viz např. jádrová inflace výše; pro diskusi alternativních měřítek fundamentální inflace viz ECB Economic Bulletin (4/2018)).

Nejvýznamnější a zároveň cenově nejstabilnější skupinou ve spotřebním koši jsou služby. Tempo růstu jejich cen se dlouhodobě snižovalo (Graf 2). K nepatrnému zrychlení meziročního růstu cen služeb došlo teprve v posledních dvou letech. V loňském roce dosáhl v průměru 1,3 %. K tomuto nárůstu došlo především díky zrychlení růstu cen rekreací a dopravy. I tak se ale tyto dvě položky pohybovaly pod úrovními zaznamenanými v předkrizových letech. Po finanční krizi poklesl také růst cen služeb spojených s bydlením, který se v loňském roce nacházel pod 2% úrovní. Tato položka spotřebního koše nicméně nezahrnuje tzv. imputované nájemné, a tedy zprostředkovaně ceny nemovitostí, které v posledních letech v několika zemích eurozóny silně rostly (nemovitosti nejsou statistickými úřady považovány za spotřebu, nýbrž za investice). Ceny komunikačních služeb dokonce dlouhodobě klesají, neboť odrážejí rychlý nástup nových technologií. Ty se stávaly dostupné pro stále širší okruh uživatelů, což umožňovalo pokles cen. Komunikační služby jsou charakteristické tzv. síťovým efektem, kdy jsou po vybudování nákladné infrastruktury mezní náklady na obsluhu dalších zákazníků nízké.

Další významné skupiny spotřebního koše tvoří zboží krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé povahy; jejich cenový vývoj je však volatilnější než u služeb. U těchto podskupin došlo k nejvýznamnějšímu zpomalení růstu cen a zboží dlouhodobé povahy dokonce zaznamenalo několik delších epizod cenového poklesu. Ty odrážely nízkou ochotu spotřebitelů k větším nákupům v období finanční krize a v letech 2013 a 2014. Růst cen zboží navíc byl (a stále je) tlumen vysokou mezinárodní konkurencí zostřenou nástupem internetových obchodů.

Skupiny potravin (vč. alkoholu a tabáku) a energií mají ve spotřebním koši poměrně nízkou váhu, jsou ale velmi volatilní. Jejich příspěvky, které jsou u energií střídavě kladné či záporné, tak výrazně ovlivňují celkovou inflaci spotřebitelských cen. Pohyby těchto složek odráží především vývoj cen komodit na světových trzích a zároveň pohyby měnového kurzu, který může výsledné dopady do inflace tlumit či naopak zesilovat. Novotný (2011) například ukazuje, že dopady růstu cen komodit kotovaných v amerických dolarech do inflace v eurozóně byl po krizi tlumen oslabením dolaru vůči euru a naopak.

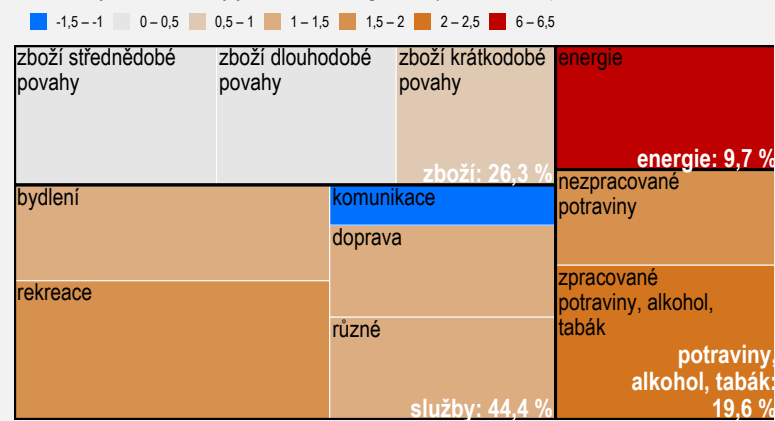
Vývoj napříč jednotlivými zeměmi

I když celková inflace v eurozóně dosáhla ve druhém pololetí loňského roku 2% úrovně, vývoj jak napříč složkami, tak v jednotlivých zemích byl značně heterogenní (Graf 4). Nejvyšší celkové inflace dosáhly pobaltské země, zejména Estonsko. Naopak Řecko zaznamenalo ve druhém pololetí roku 2018 nejnižší inflaci (1,1 %). Z jednotlivých složek inflace zaznamenal největší rozdíly napříč zeměmi růst cen energií, který ze všech složek inflace dosáhl ve druhé polovině roku 2018 nejvyšší hodnoty. Ceny energií rostly nejvíce na Kypru, nejnižší růst byl zaznamenán na Maltě. Pozorované rozdíly v růstu těchto cen odrážejí různou citlivost energetické složky inflace na vývoj cen ropy, která je daná vahou paliv v této kategorii, různými sazbami spotřebních daní, maržemi v energetickém sektoru apod. Výrazné rozpětí napříč zeměmi zaznamenaly také ceny komunikačních služeb, které jako jediné z pohledu eurozóny jako celku ve druhém pololetí roku 2018 klesaly. Největší pokles těchto cen nastal v Nizozemsku, nejvýrazněji pak ceny komunikací rostly v Řecku. V Řecku naopak došlo k nejvýraznějšímu poklesu cen služeb souvisejících s bydlením, jež jsou jednou z nejvýznamnějších složek skupiny služeb. Avšak země, která z grafu vystupuje nejčastěji jako místo s nejvýraznější deflací v eurozóně, bylo Irsko. V cenovém vývoji výrazně zaostalo za jinými členy eurozóny, co se týče zboží, potravin (zejména nezpracovaných) a dopravy. Růst cen dopravy byl přitom rovněž jedním z okruhů charakteristických výrazným rozpětím napříč zeměmi. Nejvýrazněji rostly tyto ceny na Slovensku.

V období po finanční krizi se téměř všechny složky inflace nacházejí na nižší úrovni než před ní (Graf 5). Výjimku tvořilo pouze zboží a položka služeb komunikace, jejichž ceny rostly (resp. klesaly) víceméně jako v předkrizovém období. Růst cen energií začal být ve srovnání s předkrizovým obdobím výraznější až ve druhé polovině roku 2018. Vlivem cen energií se také celková inflace více přiblížila průměrné hodnotě dosahované před krizí. K výrazným změnám v mírách inflace ale došlo u jednotlivých zemí. Zejména inflace na Slovensku, které je členem eurozóny od roku 2009, byla ve srovnání s předkrizovým obdobím ztlačena nižší. Naopak v pobaltských zemích rostly

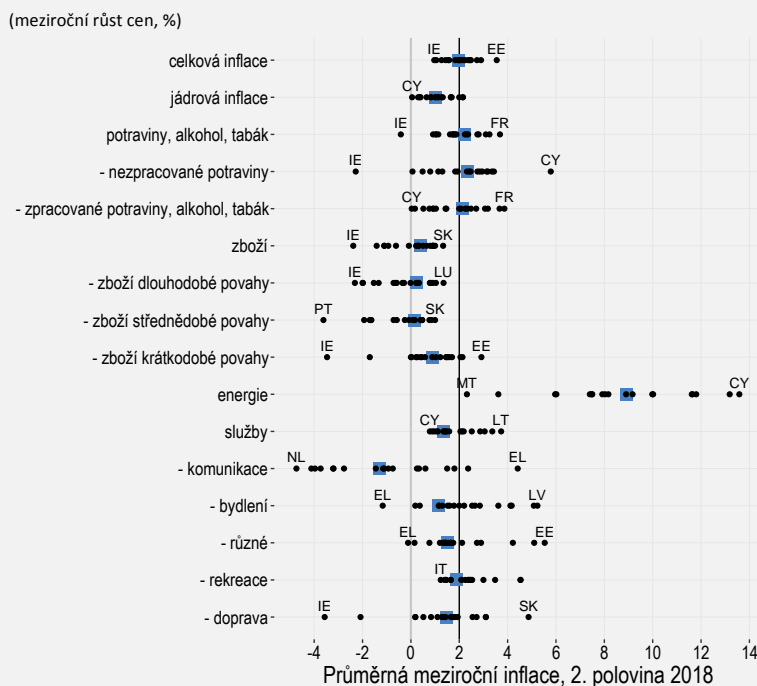
Graf 3 – váhy a meziroční změny hlavních složek a podsložek inflace

(barva dlaždice označuje průměrnou míru inflace dané složky v roce 2018; velikost dlaždice a bílé číslo označuje váhu složek a jejich hlavních kategorií ve spotřebním koši)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 4 – průměrná inflace hlavních složek spotřebního koše ve 2. polovině roku 2018

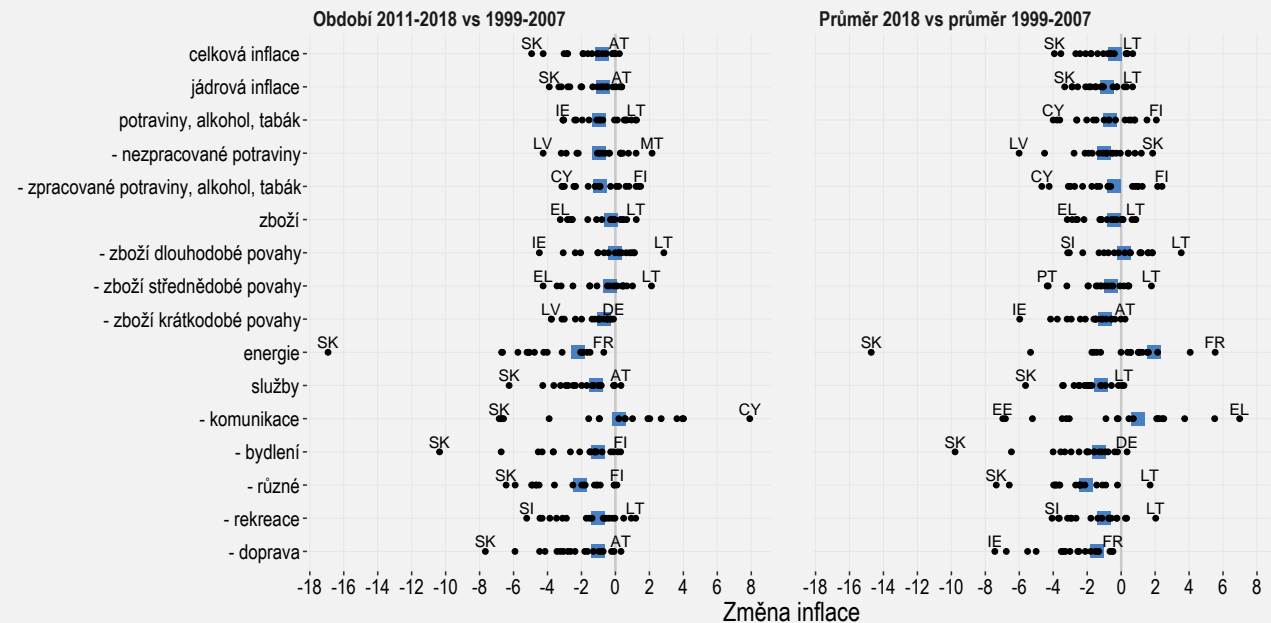


Zdroj: Eurostat

Pozn.: Modrý čtverec označuje pozorování pro eurozónu jako celek

Graf 5 – změny inflace hlavních složek spotřebního koše

(změna meziroční inflace, p. b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Pozn.: Modrý čtverec označuje pozorování pro eurozónu jako celek

ceny po krizi relativně rychleji. Zajímavý je případ Německa, kde byl v posledním půlroce zaznamenán jako v jediné zemi mírný nárůst v inflaci cen služeb spojených s bydlením oproti předkrizovému období.

Fundamentální faktory stojící za poklesem inflace

Pokles pozorovaných inflačních tlaků v pokrizovém období je spojen zejména s nízkým růstem mezd. V souvislosti s utlumenou celkovou inflací v eurozóně v posledních letech byla často zpochybnována platnost pozitivního vztahu mezi jádrovou inflací a růstem mezd. Graf 6 ale zjednodušeně ilustruje, že napříč zeměmi eurozóny zůstal tento vztah v průměru zachován. Průměrný růst mezd totiž sice poklesl, stejně jako průměrná jádrová inflace (a u většiny zemí tak lze pozorovat v Grafu 6 posun jihozápadním směrem), nicméně vztah mezi těmito dvěma veličinami (sklon regresních přímk) zůstal přibližně stejný.

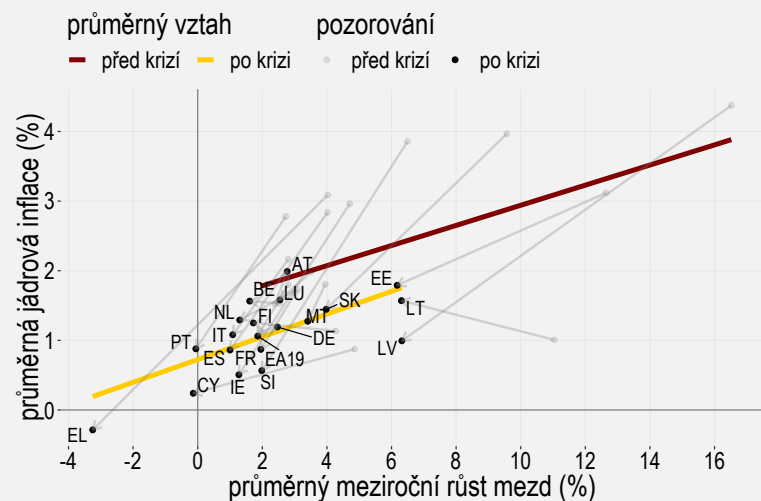
Výraznější nárůst fundamentálních inflačních tlaků tak lze očekávat až poté, co růst mezd zrychlí. Faktorem, který dokáže dlouhodobě zajišťovat stabilní růst cen, totiž nejsou ani ceny potravin, ani ceny energií, ale poptávkové tlaky v ekonomice, které byly v eurozóně vzhledem k nízkému růstu reálných mezd dlouhou dobu výrazně utlumené.

Ke zrychlení růstu mezd by postupně mělo dojít díky déletrvajícím hospodářskému růstu, který se v několika zemích eurozóny projevuje rostoucím napětím na trhu práce (viz Adam a Novotný, 2018).

Postupný návrat fundamentálních inflačních tlaků k vyšším hodnotám podporuje také uvolněná měnová politika Evropské centrální banky. ECB je nicméně v nevhodě např. ve srovnání s Fedem, neboť inflace je v eurozóně řádově perzistentnější než ve Spojených státech. Dle výpočtu autorů dosahuje koeficient perzistence jádrové inflace v eurozóně 0,89, zatímco v USA jen 0,28 (tyto výsledky jsou v souladu např. s Abdiem a kol.

Graf 6 – vztah mezi růstem mezd a jádrovou inflací

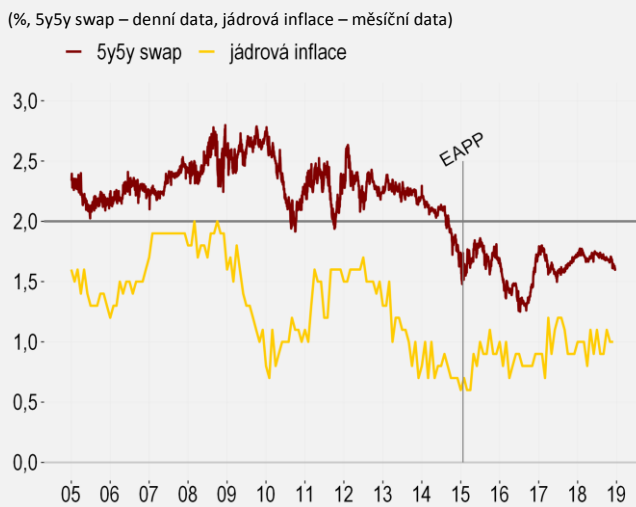
(osa x: průměrný meziroční růst mezd, %, osa y: průměrná jádrová inflace, %)



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Období před krizí označuje období od roku 2002 do roku 2007; období po krizi označuje období od roku 2011 do 1. poloviny roku 2018; barevné tlusté čáry označují regresní přímkou odhadnutou napříč zeměmi pro dané období.

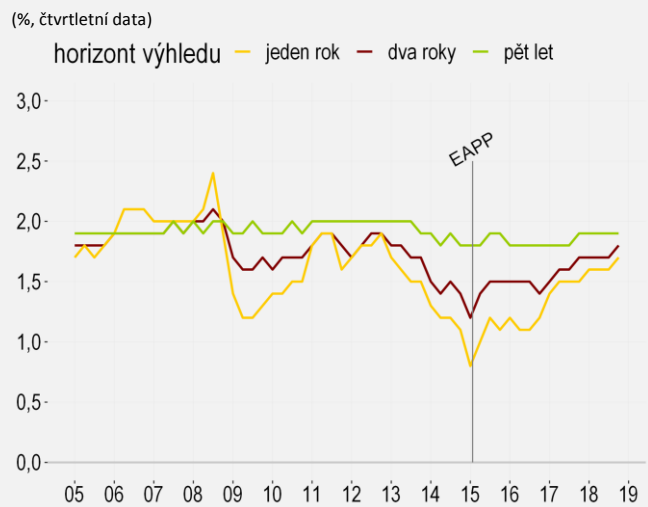
Graf 7 – inflační očekávání dle pětiletého inflačního swapu



Zdroj: Bloomberg, Eurostat

Pozn.: Řada 5y5y swap zobrazuje očekávání průměrné pětileté inflace za pět let implikované cenou inflačního swapu. Bod EAPP zobrazuje datum oznámení rozšířeného nákupu aktiv ECB.

Graf 8 – výhledy inflace dle SPF



Zdroj: ECB

Pozn.: Výhledy inflace SPF (Survey of Professional Forecasters), průzkumy na čtvrtletní bázi. Bod EAPP zobrazuje datum oznámení rozšířeného nákupu aktiv ECB.

(2018)). Z tohoto důvodu je v eurozóně pro návrat inflace k cíli třeba delší období uvolněné měnové politiky. Tímto pohledem je třeba nahlížet na poslední kroky ECB, která sice na konci loňského roku ukončila čisté nákupy aktiv v rámci programu EAPP, nicméně nastavení její měnové politiky bude i nadále výrazně uvolněné (sazby budou ponechány na stávající úrovni minimálně do léta 2019 a výnosy ze splatných cenných papírů budou po delší časové období reinvestovány). Zároveň není pravděpodobné, že by k výraznějšímu nárůstu inflačních tlaků došlo náhle.

S pozvolným nárůstem fundamentálních inflačních tlaků je konzistentní vývoj inflačních očekávání a výhledů inflace, které se k inflačnímu cíli ECB přibližují pouze mírně. Přibližně od roku 2013 docházelo v eurozóně k postupnému, nicméně výraznému poklesu výhledu inflace (Graf 8) a inflačních očekávání na základě pětiletého inflačního swapu (Graf 7). Na tento pokles reagovala ECB nejprve konvenčními nástroji a poté spuštěním programu APP, resp. EAPP. V době spuštění programu EAPP došlo k obratu ve vývoji inflačních očekávání a výhledů inflace směrem nahoru. V loňském roce se očekávání na základě pětiletého inflačního swapu pohybovala okolo 1,7 %, přičemž jejich hodnota nevzrostla ani po výrazném nárůstu ceny ropy (naopak s následným poklesem její ceny na konci roku očekávání výrazně poklesla). Vedle toho výhledy SPF (Survey of Professional Forecasters) na jeden či dva roky dopředu sice ve čtvrtém čtvrtletí mírně vzrostly, dlouhodobý výhled inflace ale zůstává stabilní na 1,9 %. Prognostici panelu SPF ani finanční trhy tak výraznější nárůst inflace v brzké době neočekávají.

Závěr

Článek shrnul poslední trendy vývoje inflace v eurozóně. Celková míra inflace v loňském roce vlivem vyššího příspěvku cen energií vzrostla k inflačnímu cíli ECB. U jádrové inflace ale známky trendového růstu pozorovat nelze, její hodnoty se dlouhodobě pohybují okolo 1 %. Míry inflace většiny hlavních cenových okruhů se pohybují pod úrovněmi zaznamenanými před krizí a vykazují napříč zeměmi eurozóny poměrně významné rozdíly. Nárůst fundamentálních inflačních tlaků je podmíněn rychlejším růstem mezd, ke kterému by postupně mohlo dojít vzhledem k napětí na trhu práce v některých zemích. Inflační vývoj v eurozóně je zároveň velmi perzistentní, a tak není pravděpodobné, že by k výraznému nárůstu jádrových složek inflace došlo skokově. Nárůst inflace nad inflační cíl ECB neočekávají ani sledované výhledy či výhledy finančních trhů.

Zdroje

Abdih, Y. a Lin, L. a Paret, A.-C. (2018). „Euro Area Inflation: Why Low For So Long?“. IMF Blog, 28. 8. 2018, <https://blogs.imf.org/2018/08/28/euro-area-inflation-why-low-for-so-long/>

Adam, T. a Novotný, F. (2018). „Rostou, ale ne jako po dešti: vývoj mezd v eurozóně ve srovnání s ČR“. čnBlog, 28.6.2018, https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/adam_novotny_20180629.html

ECB (2018). „Measures of underlying inflation for the euro area“. ECB Economic Bulletin, 4/2018.

Novotný, F. (2011). „Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru“. Globální ekonomický výhled. ČNB. 2/2011

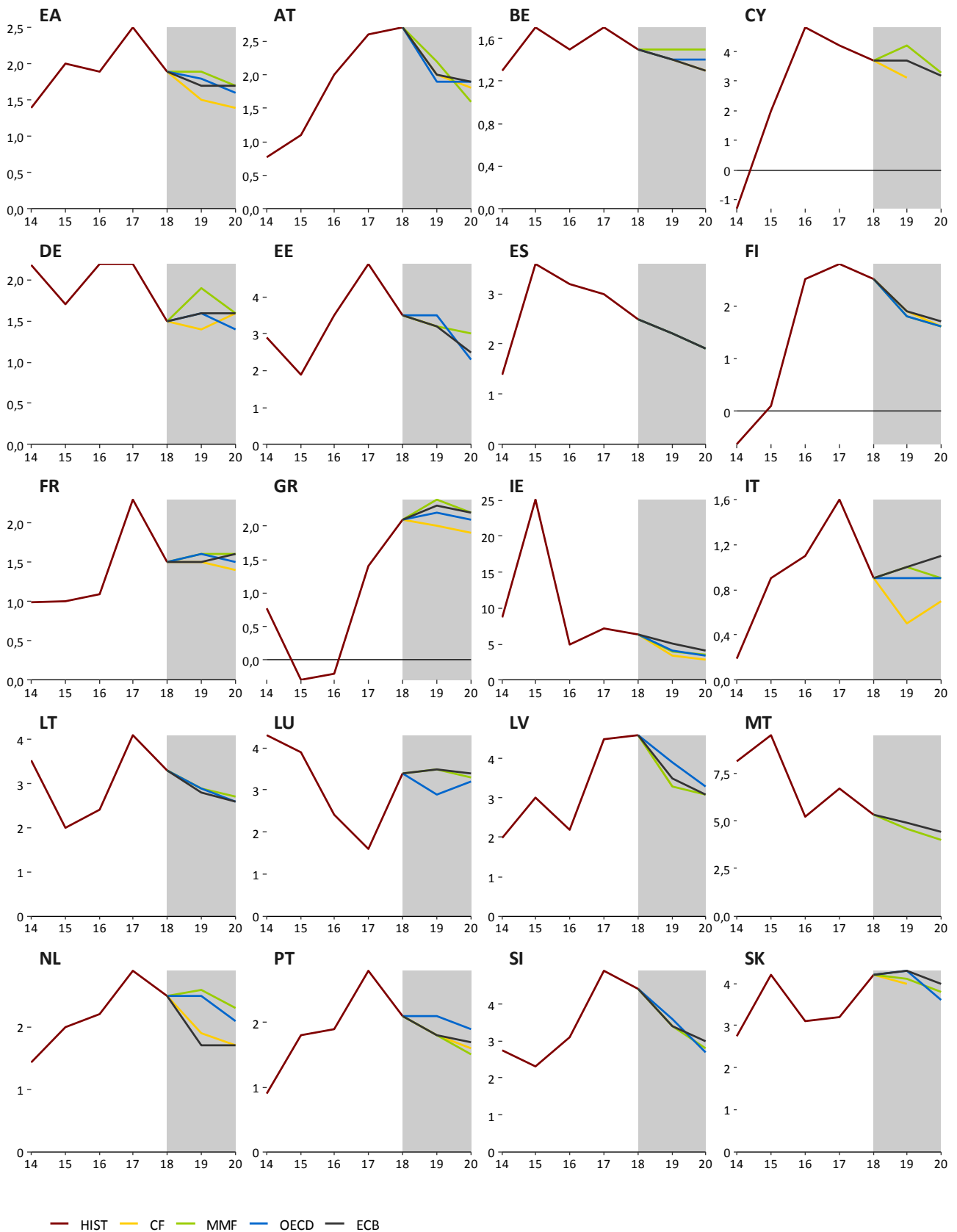
A1. Změna predikcí pro rok 2019

	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1	0	-0,1	-0,1	-0,1	+0,1	+0,1	-0,1
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/12 2018/9	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/12 2018/9
DE	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	+0,1	+0,2	-0,3
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/12 2018/6	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/12 2018/6
US	-0,1	-0,2	0	-0,2	-0,2	-0,3	0	-0,1
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/12 2018/9	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/12 2018/9
UK	0	0	+0,2	-0,1	-0,1	0	+0,1	-0,1
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/11 2018/8	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/11 2018/8
JP	-0,1	0	-0,2	0	0	+0,2	-0,1	-0,1
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/10 2018/7	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/10 2018/7
CN	-0,1	-0,2	-0,1	+0,1	-0,1	-0,2	+1,0	0
	2019/1 2018/12	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/12 2018/11	2019/1 2018/12	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/12 2018/11
RU	-0,1	+0,3	0	-0,2	+0,1	+1,3	+1,0	0
	2018/12 2018/11	2018/10 2018/7	2018/11 2018/9	2018/12 2018/10	2018/12 2018/11	2018/10 2018/4	2018/11 2018/5	2018/12 2018/10

A2. Změna predikcí pro rok 2020

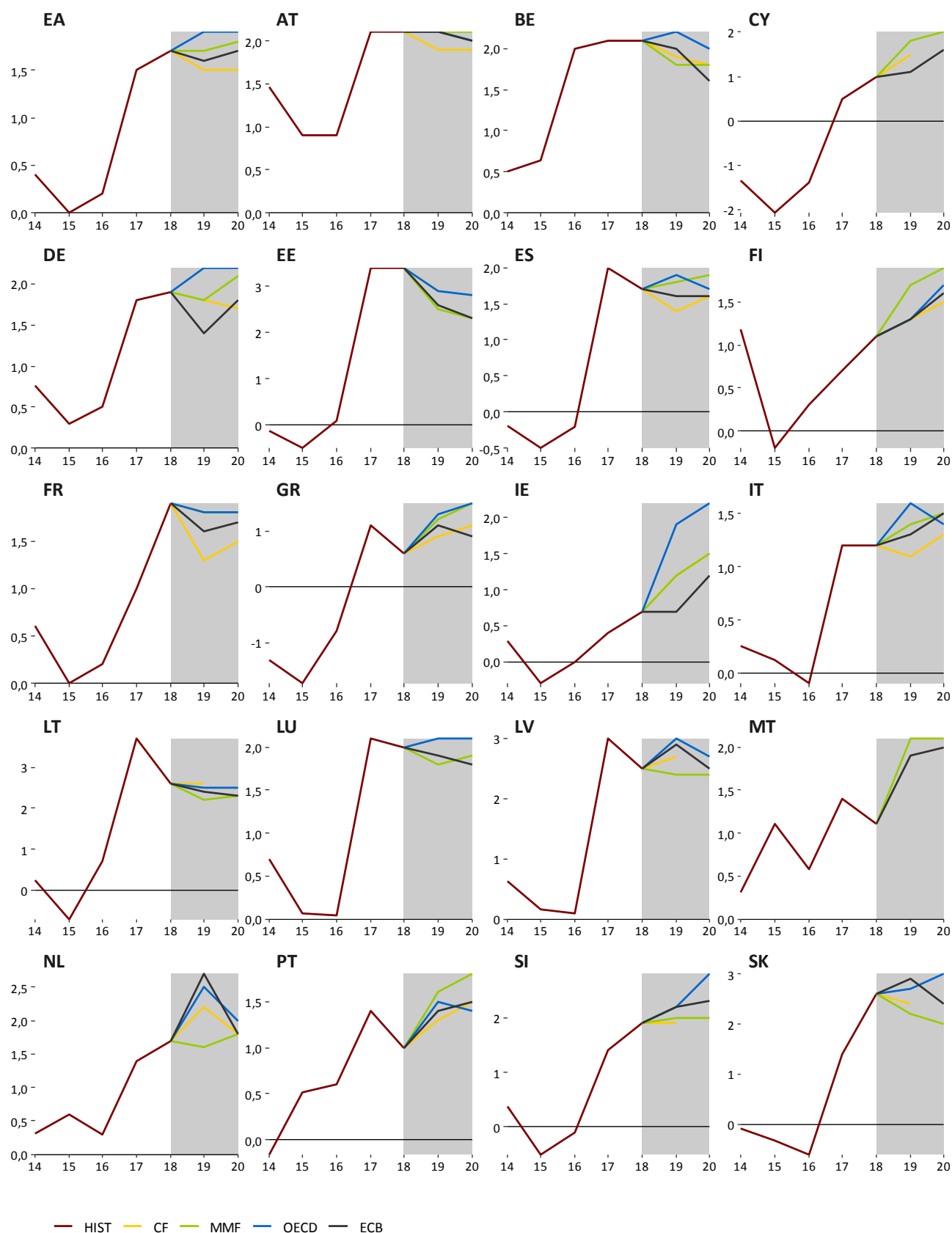
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	---	0	---	0	---	0	---	0
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/9	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/9
DE	---	+0,1	---	0	---	0	---	0
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/6	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/6
US	---	-0,1	---	0	---	+0,2	---	0
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/9	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/9
UK	---	0	---	0	---	0	---	+0,1
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/11 2018/8	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/11 2018/8
JP	---	0	---	0	---	0	---	-0,1
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/10 2018/7	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/10 2018/7
CN	---	-0,1	---	0	---	0	---	0
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/11	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/11
RU	---	+0,3	---	0	---	+0,8	---	0
	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/10	2019/1 ---	2018/10 2018/4	2018/11 ---	2018/12 2018/10

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

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

