

Globální ekonomický výhled

leden 2023



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — leden 2023

Předmluva

Milí čtenáři,

již téměř rok je evropský kontinent zasažen válkou na Ukrajině, která přinesla mnoho lidského utrpení a hospodářských problémů, zejména těch spojených s extrémním růstem cen energií. Světová ekonomika se také již třetím rokem sžívá s nákazou covid-19. Ta, jak vidíme na aktuálním vývoji v Číně, zdaleka neřekla své poslední slovo. Štědrá politika vlád ve snaze tlumit dopady nejen výše uvedených událostí je rovněž u drtivé většiny zemí realitou dnešních dní. Má předchozí profesní dráha byla zasvěcena udržitelnosti veřejných financí a připomínání, že každý dluh je nutné dříve či později splatit.

Výslednicí výše uvedených vlivů, tedy nabídkových a poptávkových šoků je i současná nezvykle vysoká míra inflace.

Pozitivní zprávou v této nelehké době ale je, že my všichni jsme tváří v tvář těmto šokům našli velkou míru schopnosti se nové situaci přizpůsobit. Právě v této době považuji sledování zahraničního ekonomického vývoje za nutnost, zejména pokud jde o malou, velmi otevřenou ekonomiku typu České republiky.

Naše vnímání vývoje v zahraničí zachycuje nejen naše pravidelná Zpráva o měnové politice, ale také měsíční publikace sekce měnové – Globální ekonomický výhled. Letošní první vydání GEVU je mi blízké i zaměřením analytické části. Ta poukazuje na možné efekty příliš prudkého celosvětového zpříšňování měnové politiky.

Ráda bych rovněž připomenula, že vstupujeme do jubilejního 30. roku existence nejen samostatné České republiky, ale také České národní banky. Pevně věřím, že čtvrté desetiletí přinese nám všem více pozitivních zpráv, a to jak z domácího, tak mezinárodního prostředí.

Přeji Vám podnětné čtení a ať se Vám toto lednové číslo líbí.

Eva Zamrazilová, viceguvernérka ČNB



I. Úvod	3
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	4
II.1 Eurozóna	4
II.2 Německo	5
II.3 Spojené státy	6
II.4 Čína	7
II.5 Spojené království	8
II.6 Japonsko	8
II.7 Rusko	9
II.8 Polsko	9
II.9 Maďarsko	10
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
IV. Vývoj na komoditních trzích	12
IV.1 Ropa	12
IV.2 Ostatní komodity	13
V. Zaostřeno na...	14
Ovlivňuje plošnost a razance zpřísnění měnových podmínek jejich dopad na globální ekonomiku?	14
A. Přílohy	20
A1. Změna predikcí pro rok 2023	20
A2. Změna predikcí pro rok 2024	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. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	28
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	29

Datum uzávěrky dat

13. ledna 2023

Sběr dat CF

9. ledna 2023

Datum publikace GEVu

20. ledna 2023

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.3 Spojené státy, V. Zaostřeno na...
Pavla Růžičková	II.1 Eurozóna, II.8 Polsko, II.9 Maďarsko
Michaela Ryšavá	II.2 Německo, II.5 Spojené království
Alexis Derviz	II.4 Čína
Martin Kábrt	II.6 Japonsko, V. Zaostřeno na...
Oxana Babecká	II.7 Rusko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity
Soňa Benecká	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Válka na Ukrajině je s námi bohužel i v roce 2023, stejně tak jako vysoká inflace a napnuté fiskální rozpočty v drtivé většině zemí. V novém roce lze však předpokládat i pozitivní tendence, tedy další narovnávání vztahů v rámci globálních výrobních řetězců, další posun evropských ekonomik k nezávislosti na ruských energetických a surovinových zdrojích, stejně snad jako vnímání nemoci covid-19 jako běžného virového onemocnění nezpůsobujícího výrazná omezení ve fungování ekonomik, pokud Čína současně vzlínání nemoci ustojí. Rok 2023 přinese také překonání několika milníků. Titul nejlidnatější země světa případně letos Indii, která předstihne v počtu obyvatel Čínu. Eurozóna již přijala do svých řad dvacátou zemi, kterou se stalo již i tak spontánně euroizované Chorvatsko. Čeká nás rovněž korunovace britského krále Karla III. nebo pro vývoj v daném regionu důležité parlamentní volby v Turecku či Thajsku.

Do nového roku vstupuje řada zemí s diagnózou vysoké inflace a ekonomické stagnace či mírné recese. Pozitivní zprávou je, že pomyslného inflačního vrcholu již bylo ve vyspělých zemích dosaženo. Provedená a ještě z části v tomto roce očekávaná zpřísnění měnové politiky, ať již standardním zvyšováním úrokových sazeb, tak i politikou snižující rozsah bilance (avizovaná politika ECB v tomto roce) hlavních centrálních bank tak nesou své ovoce. Přesto reálné úrokové sazby zůstávají záporné. Zdá se, že fáze snižování sazeb nás v roce 2023 nečeká, což již zaznělo z úst představitelů amerického Fedu. Až pro rok 2024 se předpokládá, že inflace bude velmi blízko pomyslné ideální 2% hranice a ekonomiky budou přecházet do růstové fáze hospodářského cyklu. Právě především těmito tématům se věnuje letošní [Světové ekonomické fórum](#) v Davosu.

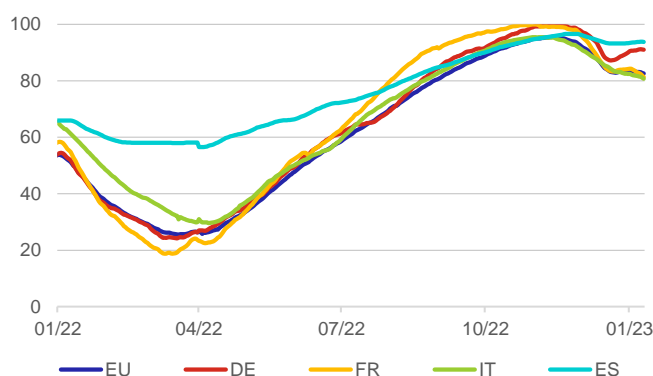
Vývoj cen energetických surovin zůstává zejména vlivem války na Ukrajině viditelně vyšší, nicméně alespoň vývoj ceny ropy na hodnotách kolem 85 USD/b. výrazně nepřispívá ke globálnímu růstu cen. Přes zvýšenou volatilitu a odlišnost v rámci jednotlivých potravinářských komodit a průmyslových kovů se nepředpokládá tak dramatický nárůst cen, jaký jsme sledovali v létě minulého roku.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak se dosavadní mírná zima a vysoká naplněnost zásobníků před zimou

projevuje na množství zemního plynu, které mají země EU stále k dispozici. Např. Německu se podařilo v prosinci zásobníky ještě znovu doplňovat. Právě počasí v Evropě přispělo k tomu, že evropské země udržují vysokou naplněnost zásobníků a tržní cena zemního plynu může klesat. Pokles ceny této energetické suroviny je pro Evropu pozitivním signálem a důvodem k optimismu nejen ohledně této, ale i příští zimy.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Ovlivňuje plošnost a razance zpřísnění měnových podmínek jejich dopad na globální ekonomiku?](#) Článek se věnuje možným dopadům jedné z historicky nejpošnějších a neprudších epizod globálního utahování měnových podmínek, ke kterému došlo v minulém a předminulém roce. V textu se autoři zaměřují na kurzový kanál s nulovým globálním součtem a také na omezenou rychlost transmise a diskutují tyto výzvy pro centrální banky.

Stav naplněnosti zásobníků zemního plynu ve vybraných zemích EU, %



Zdroj: Bloomberg

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,0 ↗	-0,5 ↘	0,3 ↗	-1,0 ↘	1,2 ↘	4,6 ↗	-2,9 ↘
	2024	1,2 ★	1,4 ★	1,1 ★	0,6 ★	1,1 ★	5,3 ★	1,3 ★
Inflace (%)	2023	5,9 ↘	6,4 ↘	3,8 ↘	7,2 ↘	1,9 ↗	2,3 ↘	6,3 ↘
	2024	2,4 ★	2,9 ★	2,5 ★	3,1 ★	1,2 ★	2,3 ★	4,9 ★
Nezaměstnanost (%)	2023	7,1 ↘	5,6 ↗	4,3 ↘	4,4 ↗	2,5 ↗	3,5 ↗	4,2 ↗
	2024	7,1 ★	5,4 ★	4,7 ★	4,4 ★	2,4 ★	3,4 ★	4,1 ★
Kurz (vůči USD)	2023	1,08 ↘	1,08 ↘		1,22 ↘	128,5 ↗	6,84 ↘	75,1 ↘
	2024	1,11 ★	1,11 ★		1,26 ★	122,5 ★	6,65 ★	80,8 ★

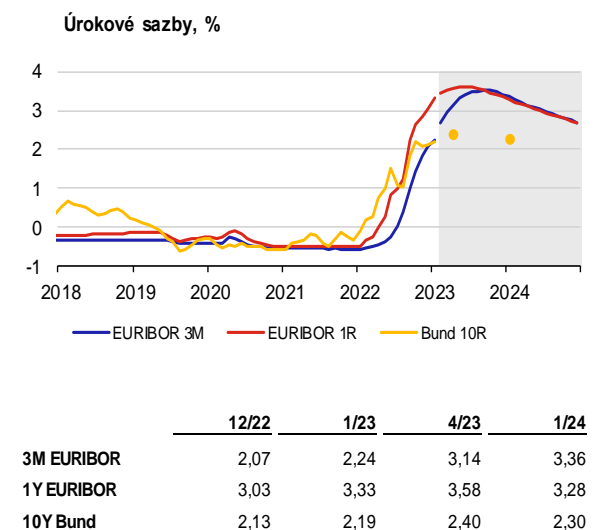
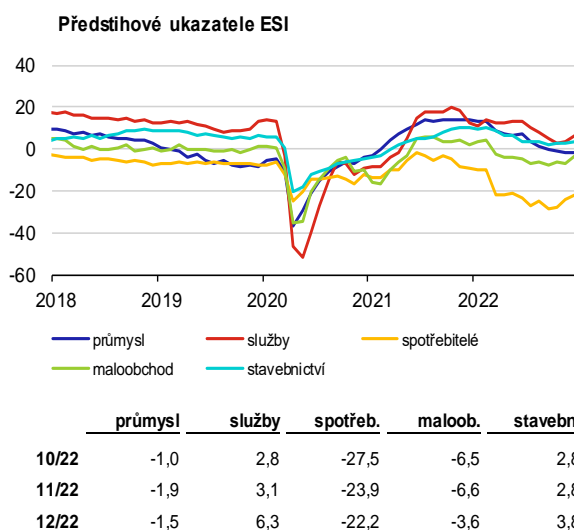
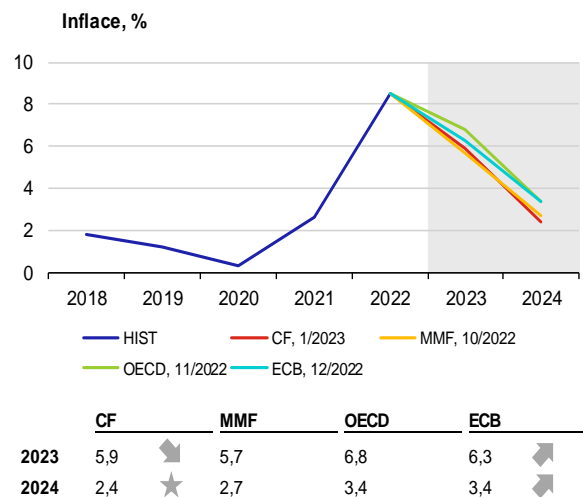
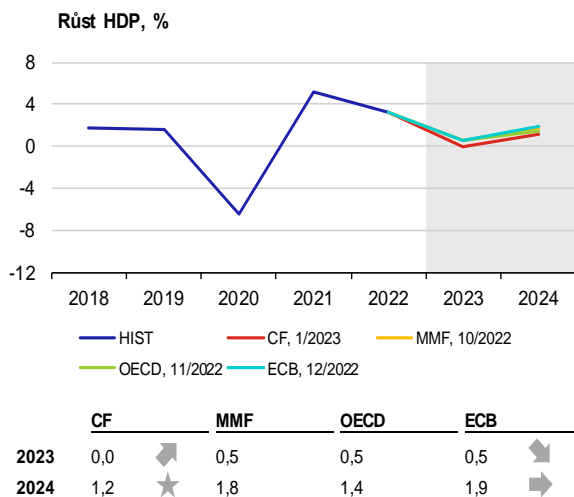
Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

II.1 Eurozóna

Krátkodobý výhled ekonomické aktivity v eurozóně se zlepšil. Ekonomiku eurozóny brzdí vysoká inflace a přísnější podmínky financování, které tlumí spotřebu i výrobu. Tržby v maloobchodě i průmyslová produkce se nicméně v listopadu vrátily k meziměsíčnímu růstu. Nezaměstnanost se od října drží na nejnižší úrovni v celé historii bloku (6,5 %) a ukazatele sentimentu signalizovaly v závěru roku viditelné zlepšení nálady jak spotřebitelů, tak producentů v průmyslu i službách (byť i nadále zůstávají pod dlouhodobými průměry). Např. kompozitní ukazatel PMI se v prosinci přiblížil k hranici 50 bodů a výrazně se zvýšil i ZEW index. Svůj podíl na tom má pozitivní vývoj kolem zásob plynu (úsporná spotřeba, mírné počasí, úspěšná diverzifikace dodávek) a zaváděná vládní opatření mírnící negativní dopady vysokých cen energií. ECB ve své nové prognóze očekává pro letošek jako celek jen nepatrný hospodářský růst (0,5 %, stejně jako MMF a OECD), analytici CF pak setrvání HDP na úrovni roku 2022. V příštím roce lze čekat návrat k nevýraznému růstu (o 1–2 %).

Inflace se dále snižuje, měnová politika nicméně zůstává jestřábí, i s ohledem na vývoj jadrových cen. Pokračující zpomalování růstu cen energií snižuje celkovou inflaci (v prosinci 9,2 %, meziměsíčně -0,3 %). Růst cen potravin, služeb i průmyslového zboží však zůstává zvýšený. Jádrová inflace v prosinci povyroستla na 5,2 % a ECB pokračuje v utahování měnové politiky. Na posledním jednání zvýšila hlavní úrokovou sazbu o 50 b. b. (na 2,5 %) a oznámila, že od března již nebude plně reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu APP. Namísto toho se bude do konce června hodnota portfolia snižovat tempem cca 15 mld. EUR měsíčně (další postup bude upřesněn). Sazby přitom porostou dle Ch. Lagardeové i na únorovém a březnovém zasedání Rady guvernérů. Inflace bude zpomalovat jen pozvolna. Podle nové prognózy ECB bude i za letošní rok činit více než 6 %, respondenti CF ovšem své odhady v lednu mírně snížili. V příštím roce zpomalí růst HICP na přijatelnější tempo (kolem 3 %), na cíl centrální banky se ale, dle odhadů ECB, dostane až ve druhé polovině roku 2025.

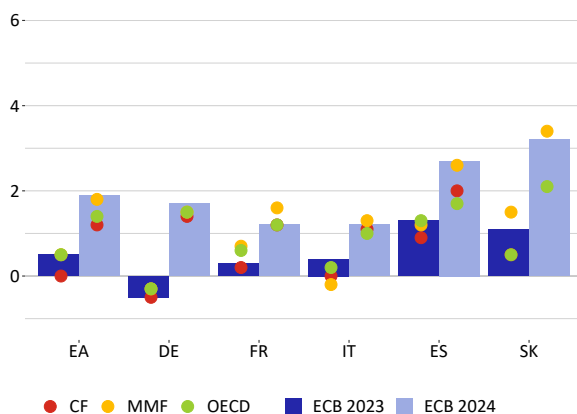


II.2 Německo

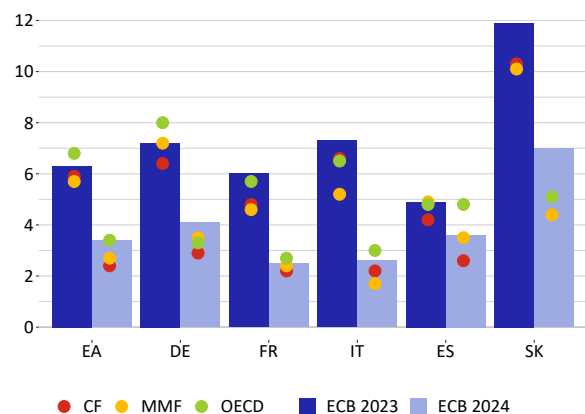
Nová data z německé ekonomiky posílila naději, že k recesi nedojde. Navzdory energetické krizi a vysoké míře nejistoty se ekonomika drží a v posledním čtvrtletí loňského roku zřejmě stagnovala. Zpomalení německé ekonomické aktivity obecně odráží nízkou spotřebu domácností, utlumené investice podniků a slabou zahraniční poptávku zatěžující vývoz. Dle nové prognózy Bundesbanky by se ale měla ekonomika začít ve druhé polovině letošního roku pomalu zotavovat. Po růstu ekonomiky o 1,9 % v roce 2022 se letos očekává pokles HDP o 0,5 %, přičemž v roce 2024 by se měl navrátit k růstu o 1,7 %. Téměř shodně situaci predikuje i CF. Z ukazatelů pozitivně překvapila průmyslová výroba, kde růst předstihl očekávání především díky lepšímu a plynulejšímu fungování dodavatelských řetězců. Zlepšila se též situace ohledně nedostatku materiálu koncem loňského roku. Kompozitní ukazatel PMI dosáhl v prosinci šestiměsíčního maxima (49,0), avšak již po šesté v řadě poukazuje na pokles aktivity. Hodnota odráží především pomalejší pokles ve službách (49,2 oproti listopadovým 46,1), ale též ve zpracovatelském sektoru (47,1 oproti 46,2). Zvýšila se očekávání podnikatelů a prosincová data také poukázala na další zlepšení spotřebitelské důvěry, která pokračuje v opatrném oživení.

Inflace na konci loňského roku zvolnila nad očekávání, především díky jednorázové podpůrné platbě za energie. Dle předběžných údajů došlo v prosinci loňského roku k výraznějšímu zpomalení meziroční inflace měřené HICP, a to konkrétně pod dvojcifernou hranici na 9,6 % (oproti listopadovým 11,3 %). Růst spotřebitelských cen tak byl nejslabší od srpna 2022. Meziměsíčně došlo k poklesu spotřebitelských cen o 1,2 % a v průměru za rok 2022 činila inflace 8,7 %. Německá inflace v prosinci zvolnila (již druhý měsíc v řadě) díky zpomalujícímu růstu cen energií a jednorázové vládní prosincové pomoci domácnostem s platbami za energie. Inflace však prozatím nadále zůstává na vysoké úrovni. Ceny v roce 2023 pak mimo jiné ovlivní vládní podpora v podobě zavedení cenových stropů na plyn a elektřinu. Bundesbanka nově předpovídá, že inflace letos klesne na 7,2 % a v roce 2024 má dále výrazně ustoupit na 4,1 %, přičemž v roce 2025 pravděpodobně klesne až na 2,8 %. Nový výhled CF je pak o něco optimističtější.

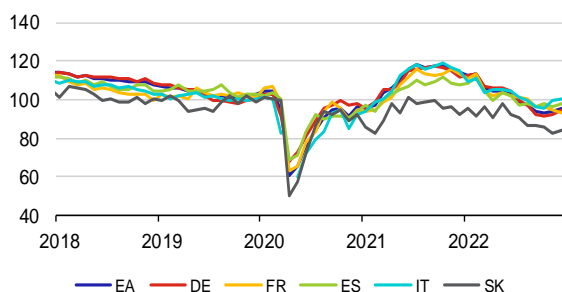
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %

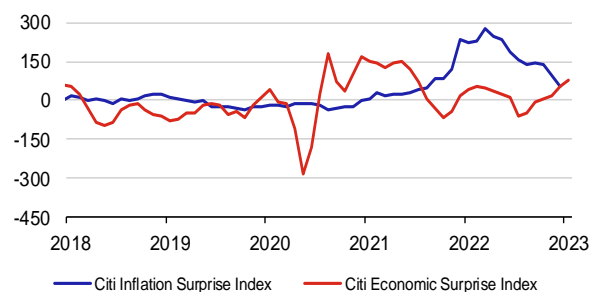


Předstíhové ukazatele ESI



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
10/22	93,0	91,4	96,2	98,2	95,3	85,7
11/22	94,0	92,6	94,6	96,5	99,4	82,9
12/22	95,8	94,6	93,3	98,4	100,3	84,3

Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



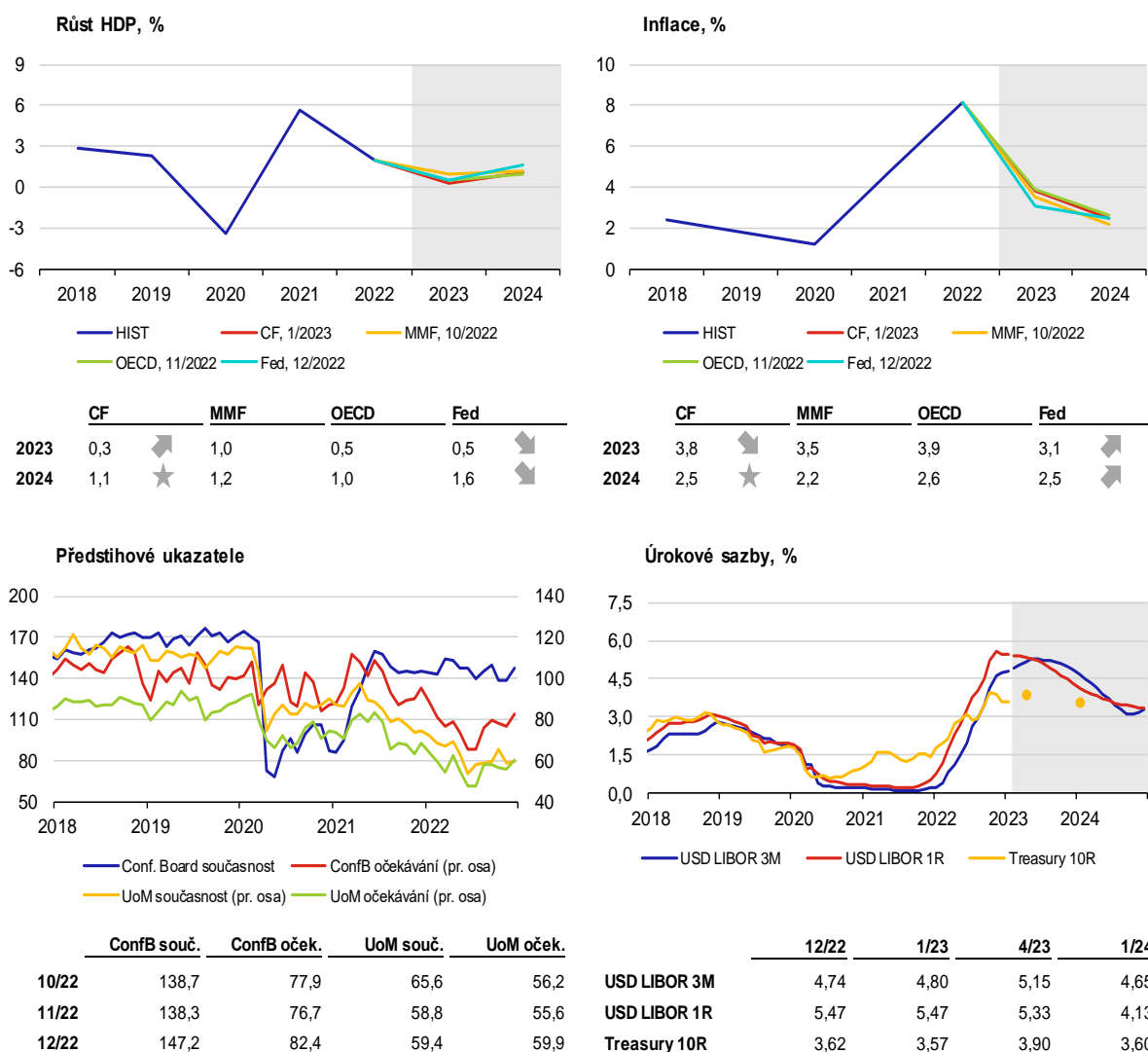
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	5yšy	SPF
11/22	2,33	2,18
12/22	2,36	2,18
1/23	2,35	

II.3 Spojené státy

Do letošního roku vstupuje americká ekonomika se stále napjatým trhem práce, vyšší inflací a zatím neklesající spotřebou domácností. Nový výhled CF očekává růst HDP v roce 2023 o 0,3 % a pro rok 2024 o 1,1 %. Prosincový výhled amerického Fedu je v obou letech optimističtější. Ještě před koncem roku čekali někteří analytici recesi v letošním roce, nové výhledy ale ukazují na slabý růst. Ukazatel spotřebitelské důvěry v lednu dosáhl nejvyšších hodnot od dubna, a to jak ohledně současné situace tak budoucích očekávání. Opačný trend ukazují vpředhledící indikátory PMI – jak ve službách tak v produkčním sektoru jsou již několik měsíců v pásmu kontrakce a v prosinci se dále propadly.

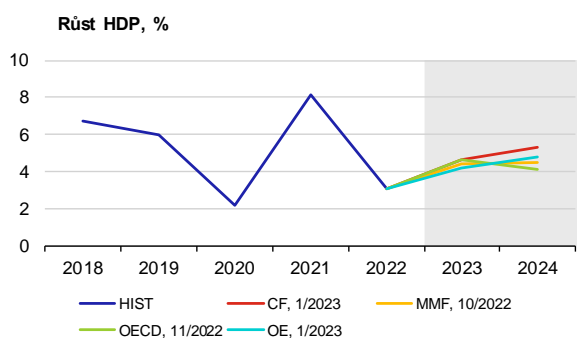
Americký Fed bude mít letos velmi těžké rozhodování. Údaje o inflaci jsou trhy vždy netrpělivě očekávány a prosincová inflace dosáhla meziročního růstu o hodnotě 6,5 %. Centrální banka na svém prosincovém zasedání zvýšila sazby o 0,5 p. b., a nyní se tak pohybují v pásmu 4,25 až 4,5 %. Sazby by dle očekávání trhů měly dále růst a dosáhnout v letošním roce 5 %. Dle prohlášení představitelů Fedu se budou sazby držet vysoko po nějakou dobu a v letošním roce by nemělo dojít k jejich snižování. Trhy jsou nicméně v očekávání o výši sazeb opatrnější a očekávají jejich menší růst, než lze vyčíst z výhledu sazeb Fedu. Centrální banka se snaží tlumit inflační tlaky a současně by ráda dosáhla „soft landing“, tj. aby nedošlo ke zbytečně velkému propadu ekonomiky, a právě na toto trhy sázejí, tedy že Fed bude v růstu sazeb opatrnější. Inflace postupně klesá (a to včetně jádrové), ale na trhu práce přetrvává vysoké napětí a reálná spotřeba domácností neklesá, obecně nedochází k velkému ochlazení ekonomické aktivity. V prosinci bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno 223 000 nových pracovních míst a nezaměstnanost klesla na předpandemických 3,5 %. Dobrou zprávou je, že nedochází k růstu mzdové dynamiky a tím k možnému vzniku mzdově-inflační spirály. V listopadu rostly mzdy tempem 6,2 % meziročně.



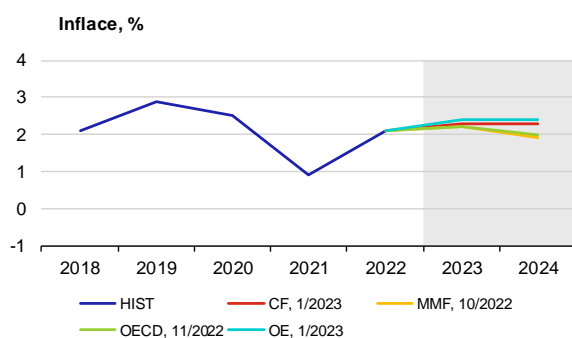
II.4 Čína

Hospodářský růst pro rok 2022 je očekáván na nižší hladině než o rok dříve. Prognóza Světové banky mluví o 2,7 %, část předpovědí nevládních analytiků je ještě nižší. Samotné čínské vedení (ústý prezidenta Si Ťin-pchinga při novoročním televizním projevu) uvádí růst ve výši 4,4 %, avšak oficiální údaje budou známy až ve druhé polovině ledna. Pro rok 2023 se počítá s určitým zrychlením (dle SB na 4,3 %, což je výrazná revize oproti dříve uváděným 8,1 %). Spolehlivost prognóz snižuje stále velká nejistota ohledně uplatnění odlišně přísných proticovidových opatření na různých regionálních a sektorových úrovních, stejně jako nejistý konečný efekt přechodně velké nemocnosti. Z nemedicínských faktorů se jako hlavní rizika pro růst směrem dolů obvykle uvádí recese světového hospodářství a problémy v sektoru nemovitostí na pozadí úsilí čínských autorit brzdit rizikové financování stavebních projektů. Je pozorován jistý posun v těžišti investic od rezidenční výstavby a infrastruktury směrem k digitální a zelené ekonomice. A v případě přetrvání tohoto trendu mohou investice v tomto roce, na rozdíl od loňského, lépe podporovat udržitelný růst. Zaměstnanost v uplynulém roce silně trpěla kvůli častým lockdownům. V listopadu oproti říjnu nezaměstnanost dle oficiálních údajů vzrostla z 5,5 % na 5,7 % praceschopného obyvatelstva. Postižen byl i maloobchod, který ještě v listopadu vykazoval meziroční propad. Nicméně nedávné uvolnění mnoha protipandemických restrikcí má potenciál tento trend v horizontu několika málo měsíců obrátit.

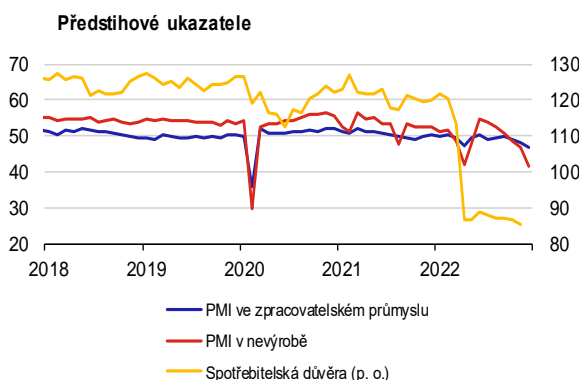
Nejčerstvější kvantitativní indikátory firemního a spotřebitelského sentimentu zatím odrážejí škody způsobené nedávno opuštěnou politikou nulového covidu. Kontrakci vykazují statistiky PMI jak v průmyslu (47 v prosinci oproti 48 v listopadu), tak, a ještě výrazněji, ve službách (ze 46,7 v listopadu na 41,6 v prosinci – nejnižší hladina za téměř tři roky). Na podzim pokračoval také pokles či stagnace spotřebitelské důvěry (dle čínského Národního statistického úřadu na 86,8 bodů v říjnu z 87,2 bodů v září; pozdější údaje zatím nejsou k dispozici).



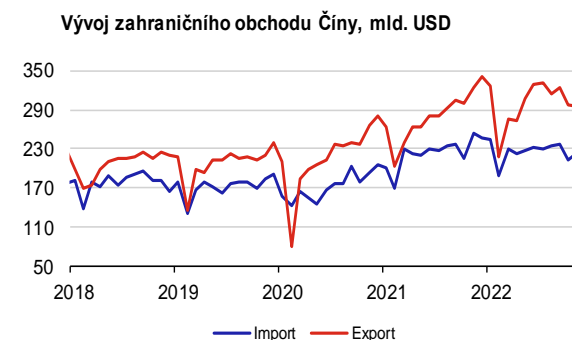
	CF	MMF	OECD	OE
2023	4,6	4,4	4,6	4,2
2024	5,3	4,5	4,1	4,8



	CF	MMF	OECD	OE
2023	2,3	2,2	2,2	2,4
2024	2,3	1,9	2,0	2,4



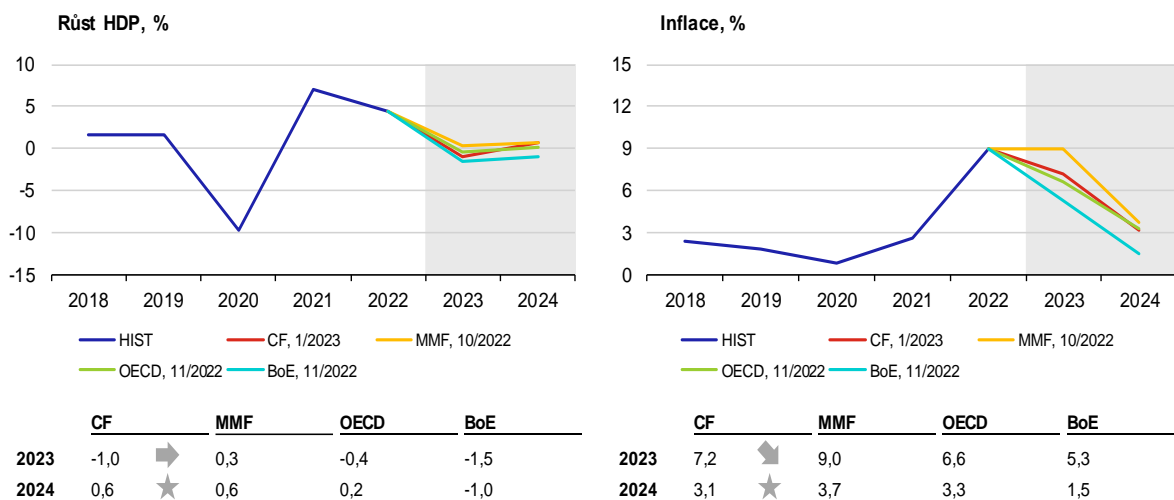
	PMI zprac. prům.	PMI v nevýrobě	Spo. dův. (p.o.)
10/22	49,2	48,7	86,8
11/22	48,0	46,7	85,5
12/22	47,0	41,6	



Zdroj: Bloomberg

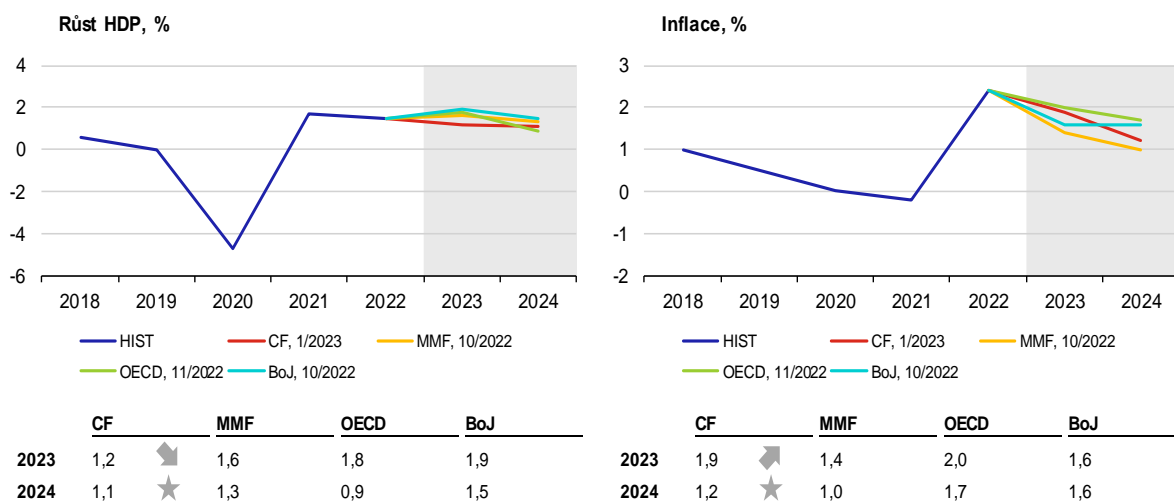
II.5 Spojené království

Britská ekonomika ve třetím čtvrtletí klesla více (o 0,3 %), než se očekávalo, a dále tak zaostává oproti ostatním vyspělým ekonomikám. Částečně za to mohou důsledky brexitu, ale také spořivost spotřebitelů navzdory vysoké inflaci, což by mohlo prohloubit recesi. Dle nového výhledu CF by po poklesu HDP v letošním roce (-1,0 %) mělo následovat velmi slabé oživení (0,6 %) v příštím roce. Inflace zůstává na historicky vysokých úrovních, ačkoliv meziročně v listopadu zpomalila na 10,7 % (z říjnového maxima 11,1 %). Ke zmírnění přispěl především nižší růst cen benzínu. Mírně zvolnila i jádrová inflace (6,3 %). Pro letošek CF lehce snížil odhad inflace na 7,2 %. BoE na prosincovém zasedání znovu rázně zakročila proti inflaci, když opět zvýšila úrokovou sazbu, a to na nejvyšší úroveň za posledních 14 let (3,5 %). Kompozitní ukazatel PMI v prosinci mírně vzrostl (49,0) a poukázal tak na zmírnění poklesu soukromého sektoru. Relativní stabilizace v sektoru služeb kompenzovala další pokles ve zpracovatelském sektoru. Podnikatelská důvěra zůstala utlumená.



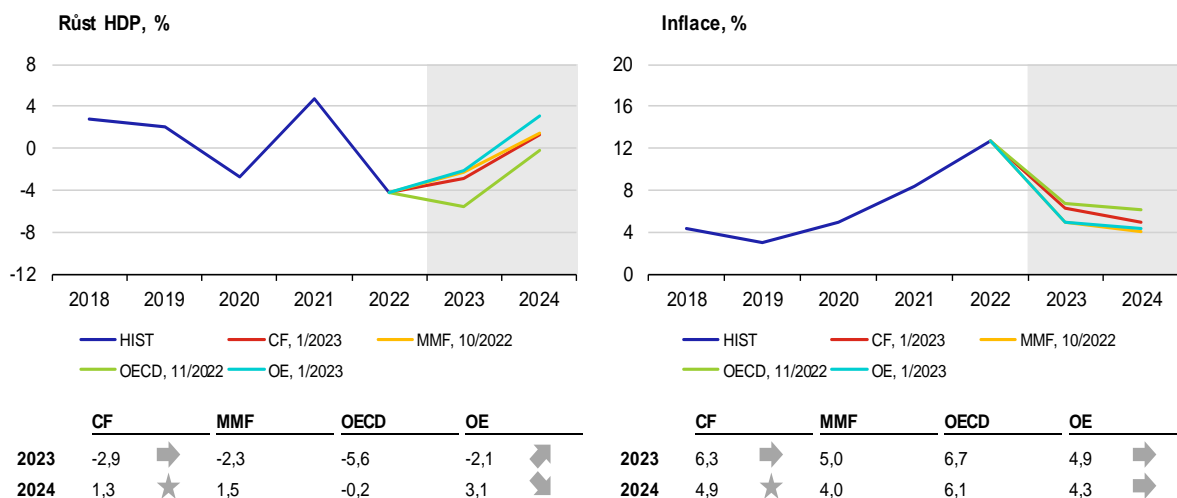
II.6 Japonsko

Nečekané zpřísnění japonské měnové politiky v prosinci smazalo poslední zbývající dluh se záporným výnosem na světě. Ačkoliv guvernér BoJ Kuroda tvrdí, že rozšíření pásma pro cílování výnosové křivky vládních dluhopisů nepředstavovalo změnu měnové politiky, v praxi to vedlo k růstu úrokových sazeb a prudkému posílení jenu. Trhy vnímaný jestřábí pivot BoJ odstartoval výprodej 10letých japonských dluhopisů a přinutil BoJ k dalším nákupům aktiva, jehož už nyní drží ve své rozvaze více než polovinu. Vysychající likvidita a vysoká citlivost trhů na kroky BoJ ilustruje náročnost případného ukončení japonského experimentu s ultra-uvolněnou měnovou politikou. Podle indexu Bloombergu prosincový krok BoJ vynuloval i zbývající tržní hodnotu dluhopisů se záporným výnosem. Ty přitom na svém vrcholu v roce 2020 – když záporné sazby panovaly i v eurozóně, Švýcarsku, Dánsku či Švédsku – představovaly více než 18 bilionů USD.



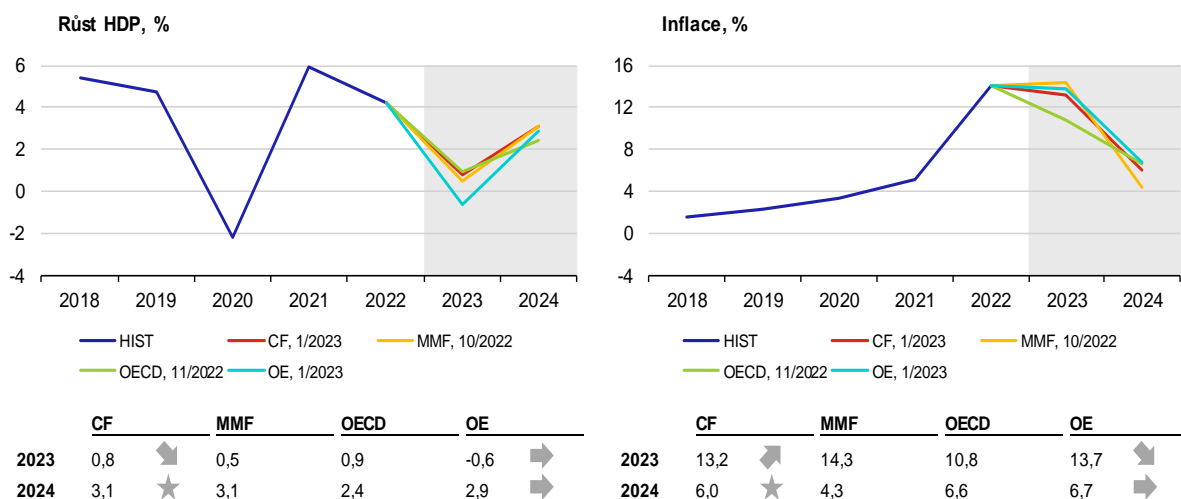
II.7 Rusko

Federální rozpočet RF za rok 2022 dosáhl významného schodku. Podle předběžného odhadu ministerstva financí činil celkový schodek 2,3 % HDP, a to i přes vyšší než plánovaný růst příjmů díky vysokým cenám ropy a zemního plynu. Ještě v září se přitom očekávalo „pouhých“ -0,9 %. V posledních 5 letech výdaje federálního rozpočtu převýšily příjmy dvakrát: během pandemie covid-19 (schodek kolem 4 % v roce 2020) a loni. Jedním z největších v poměru k HDP byl ovšem deficit v roce 2009, kdy dosáhl zhruba 6 %. Spotřebitelské ceny v Rusku v roce 2022 meziročně vzrostly o 13,8 %, přičemž ceny zboží rostly poněkud rychleji než ceny služeb (15,0 % vs. 10,1 %). Nejvíce zdražily některé skupiny potravin: růst cen obilovin, těstovin, másla nebo cukru dosáhl od 23 % do 40 %. Ceny elektrických domácích spotřebičů stouply o 20 %. U služeb rekordně zdražily především služby spojené se zahraničním cestovním ruchem (o 54 %) a také pojištění (21 %). Měnověpolitická sazba zůstává na zářijové úrovni 7,5 %.



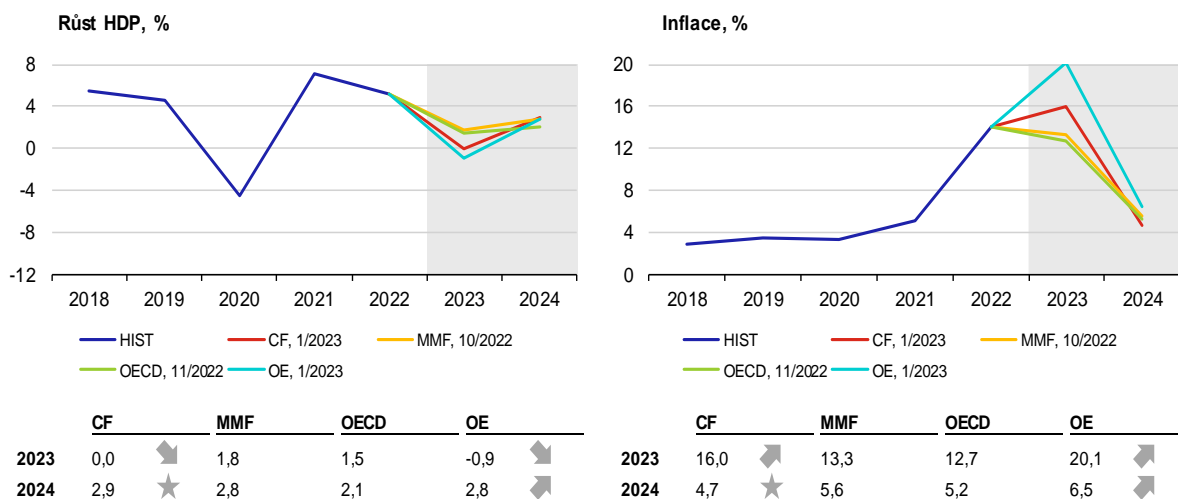
II.8 Polsko

Výhledy polské ekonomiky pro letošní rok se zhoršily. Částečně je to dáno faktem, že analytici nově zapracovali pozitivní překvapení o růstu HDP ve třetím čtvrtletí minulého roku. V důsledku toho zvýšili své odhady pro výsledky roku 2022 a s vyšší srovnávací základnou zároveň ponížili své předpovědi pro rok 2023. CF tak letos předpokládá růst HDP jen o 0,8 %. OE dokonce větší pokles o 0,6%. V příštím roce je pak očekáván návrat ke zhruba 3% růstu. Postupně zveřejňovaná makroekonomická data za čtvrté čtvrtletí 2022 nepřinesla výraznější změny narativu. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu pozvolna stoupá k 50bodové hranici (v prosinci 45,6) a dává tušit, že Polsko se recesi možná vyhne. Míra nezaměstnanosti zůstává na 32letém minimu (5,1 %) a nominální růst mezd je nadále vysoký (v reálném vyjádření jen lehce záporný). Inflace zpomaluje (v prosinci 16,6 %). Jedinou vadou na kráse je prozatím zrychlující jadrová inflace (v listopadu 11,4 %). Polská centrální banka přesto ponechala počátkem ledna úrokové sazby opět beze změny.



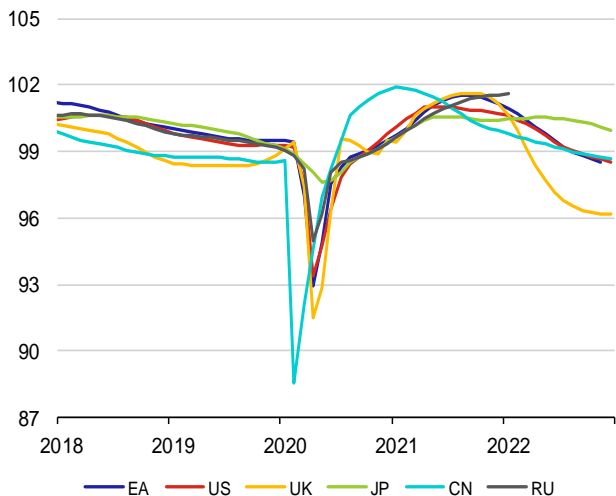
II.9 Maďarsko

Velmi vysoká inflace v Maďarsku přetrvá mnohem déle. V prosinci vyskočila až na 24,5 % (meziměsíčně 1,9 %). Eskalace byla přizhvena náhlým zrušením cenových stropů na pohonné hmoty v prosinci, opačným směrem působilo posílení forintu po zmírnění sporů s EU. Problém je však mnohem plošnějšího rázu – jádrová inflace v prosinci dosáhla těžko představitelných 24,8 %. Růst cen přitom bude zpomalovat jen pozvolna. Analytici CF i OE předpovídají, že bude za celý letošní rok dokonce ještě vyšší (16 %, resp. 20,1 %) než za ten minulý. Centrální banka však svou základní úrokovou sazbu (13 %) již dále nezvyšuje, což potvrdila i na lednovém zasedání. Signály z reálné ekonomiky jsou prozatím smíšené. Průmyslová produkce meziměsíčně klesá, index PMI ovšem vystřelil v prosinci až na 63,1 bodu. Nezaměstnanost zůstává nízká a růst mezd velmi vysoký. Tržby v maloobchodě – po očištění o vliv paliv – nicméně klesají.

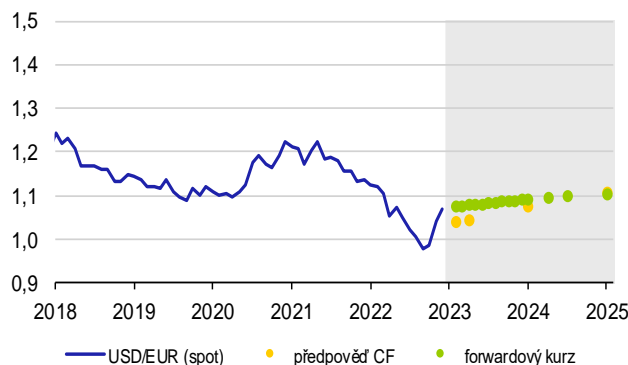


III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

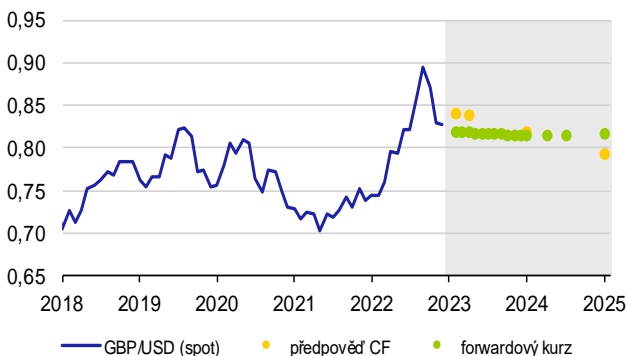


Americký dolar (USD/EUR)



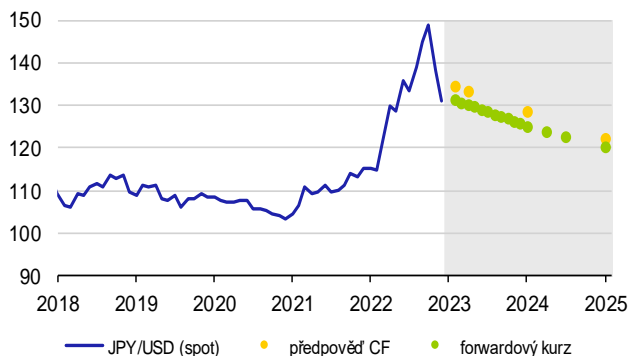
	9/1/23	2/23	4/23	1/24	1/25
spotový kurz	1,074				
předpověď CF		1,041	1,046	1,079	1,108
forwardový kurz		1,075	1,079	1,094	1,104

Britská libra (GBP/USD)



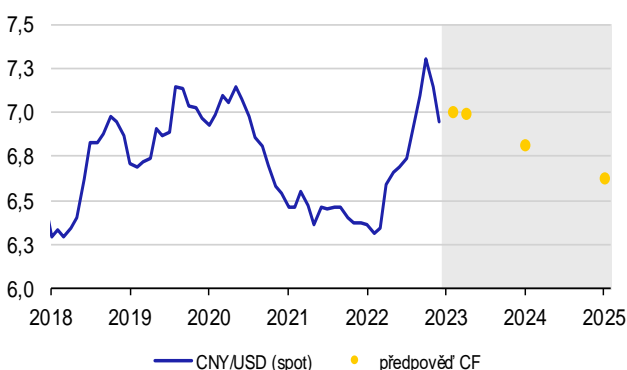
	9/1/23	2/23	4/23	1/24	1/25
spotový kurz	0,820				
předpověď CF		0,841	0,840	0,820	0,793
forwardový kurz		0,820	0,819	0,815	0,818

Japonský jen (JPY/USD)



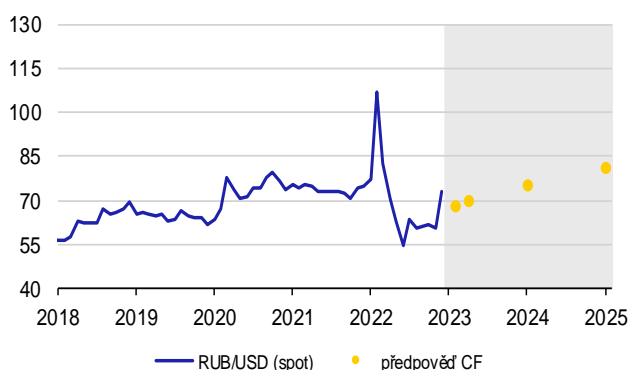
	9/1/23	2/23	4/23	1/24	1/25
spotový kurz	131,9				
předpověď CF		134,5	133,4	128,5	122,5
forwardový kurz		131,3	130,3	125,3	120,5

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/1/23	2/23	4/23	1/24	1/25
spotový kurz	6,772				
předpověď CF		7,008	6,997	6,819	6,629

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/1/23	2/23	4/23	1/24	1/25
spotový kurz	69,75				
předpověď CF		68,22	69,99	75,71	81,25

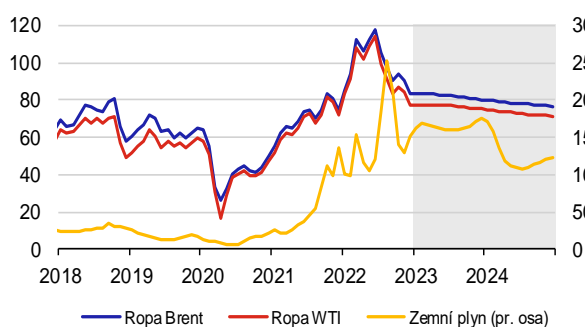
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa

Na konci první prosincové dekády zaznamenala cena ropy Brent nejnižší hodnotu za rok 2022, od té doby vykazuje mírně rostoucí trend. Výhled je však značně nejistý. Během listopadu a na začátku prosince cena ropy Brent klesala kvůli obavám ze zhoršujícího se výhledu globální ekonomiky a na konci první prosincové dekády se přiblížila až k 76 USD/barel. Poté však došlo ke zlepšení sentimentu na trhu, když čínská vláda začala zmírňovat přísná protiepidemická opatření, a cena ropy Brent tak do konce prosince vzrostla o 10 USD/barel. Na začátku letošního roku se však opět silně propadla, když MMF varoval, že až třetina světové ekonomiky se letos může dostat do recese. Následně se ale cena ropy Brent opět dostala nad hranici 80 USD/barel poté, co Čína silně zvýšila kvóty na dovoz ropy i objem licencí na vývoz rafinérských produktů. Očekávané rychlé oživení čínské ekonomiky se sice odkládá kvůli silnému růstu počtu nakažených virem covid-19 po zmírnění tamních restrikcí a křivka termínovaných kontraktů nadále signalizuje přebytek ropy na trhu, nicméně část obchodníků očekává, že napětí na trhu s ropou se začne postupně zvyšovat s tím, jak se bude epidemická situace v Číně normalizovat a na ruský vývoz ropy a rafinérských produktů budou stále silněji dopadat mezinárodní sankce. Výjimkou nejsou předpovědi cen ropy pro letošní rok (i výrazně) přesahující hranici 100 USD/barel.

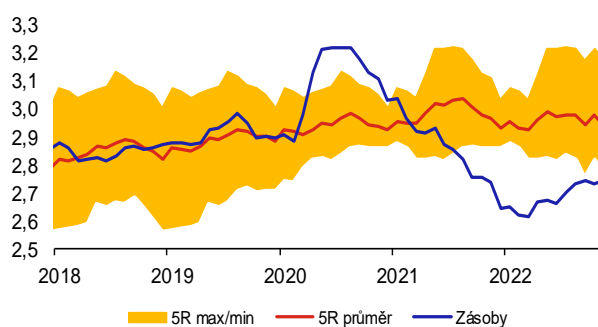
Nicméně tržní křivka ze začátku ledna je mírně klesající a signalizuje ceny ropy Brent 78,5 USD/barel na konci letošního roku a 74,5 USD/barel na konci roku 2024. Obdobnou trajektorii vývoje cen ropy očekává ve své aktuální předpovědi i EIA. Lednový CF pak předpokládá spíše stagnaci ceny ropy Brent jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu poblíž 85 USD/barel. Zatímco na straně nabídky má situaci relativně pod kontrolou aliance zemí OPEC+, značné nejistoty panují na poptávkové straně. Důležitý z tohoto pohledu bude mj. vývoj měnové politiky v USA.

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

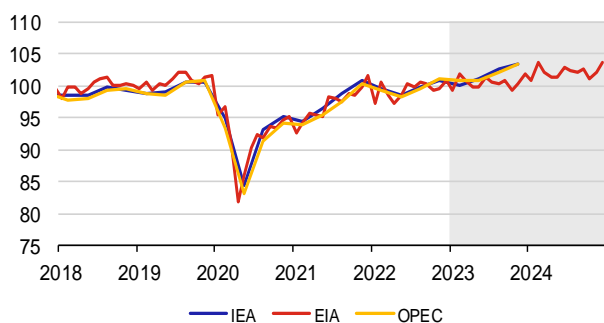


	Brent	WTI	Plyn
2023	82,14 →	76,71 →	1650,30 →
2024	78,18 ★	72,94 ★	1246,85 ★

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

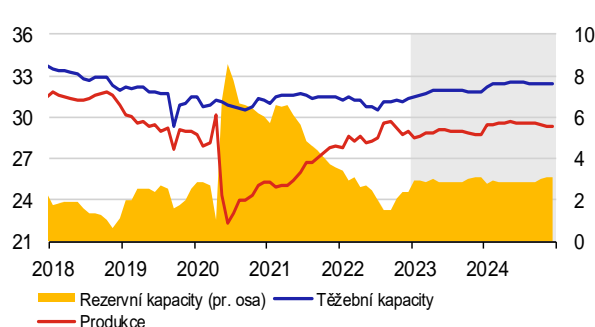


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2023	101,80 →	100,49 →	101,77 →
2024		102,21 ★	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	28,86 →	31,81 →	2,95 →
2024	29,51 ★	32,42 ★	2,91 ★

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

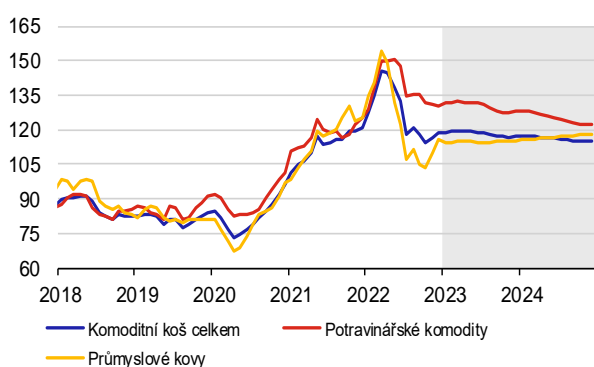
IV.2 Ostatní komodity

Nezvykle teplé počasí na začátku topné sezóny vedlo ve druhé polovině prosince k poklesu cen zemního plynu v Evropě o více než 50 %. Výrazně směrem dolů byl přehodnocen i výhled cen pro letošní a příští rok. Podzemní zásobníky zůstávají i v polovině ledna nadstandardně naplněné, což snižuje obavy z nedostatku plynu během letošní zimy a zároveň vzbuzuje optimismus, že vyšší úroveň zásob na konci aktuální topné sezóny sníží napětí na trhu při jejich doplňování během letního období. Cena zemního plynu na virtuálním obchodním uzlu TTF klesla z prosincového maxima 150 EUR/MWh na cca 65 EUR/MWh v první polovině ledna. Zároveň se významně dolů posunul i výhled cen na letošní a příští rok, přičemž se pro oba roky očekává setrvání cen zhruba poblíž současné úrovně. Naopak **cena uhlí** klesala v prosinci jen mírně. Na vysoké úrovni ji udržuje obnovení dovozu uhlí do Číny z Austrálie.

Index cen potravinářských komodit zaznamenal výraznější pokles naposledy loni v říjnu a od té doby se udržuje zhruba na stejné úrovni. Další poklesy se očekávají až s následujícími sklizněmi. Cenové pohyby v rámci indexu byly nevýrazné a navzájem se kompenzovaly. Cena pšenice v průběhu prosince mírně rostla z důvodu vyšší očekávané poptávky, nicméně předpoklad vysoké sklizně v Rusku ji stlačil opět níže.

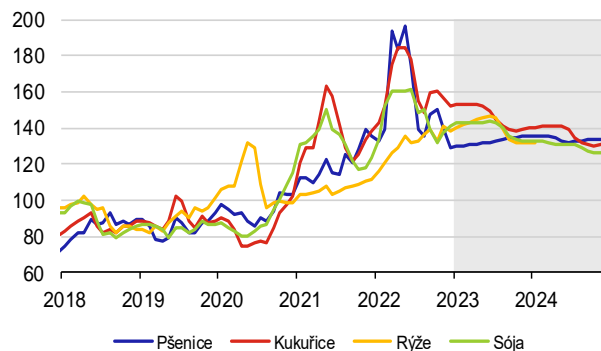
Index cen průmyslových kovů v prosinci vzrostl na nejvyšší hodnotu od června, poté se ale jeho růst zastavil. K prosincovému růstu přispěly zejména ceny olova, niklu a cínu. Cena mědi silně vzrostla až v první polovině ledna díky zvýšené poptávce, obavám z výpadků produkce a nízkým globálním zásobám. Od listopadu zaznamenávají silný růst ceny železné rudy a železa v souvislosti se zvýšenou vládní podporou reálního trhu v Číně.

Indexy cen neenergetických komodit



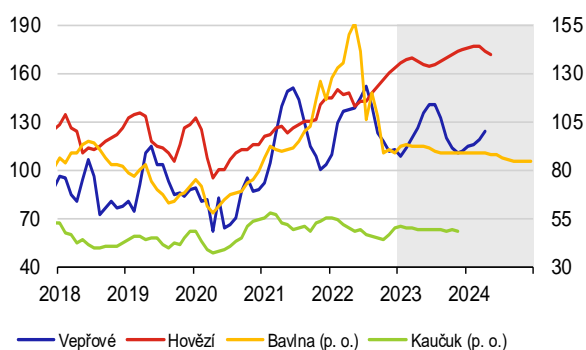
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	118,2	130,3	114,8
2024	116,2	125,1	116,9

Potravinářské komodity



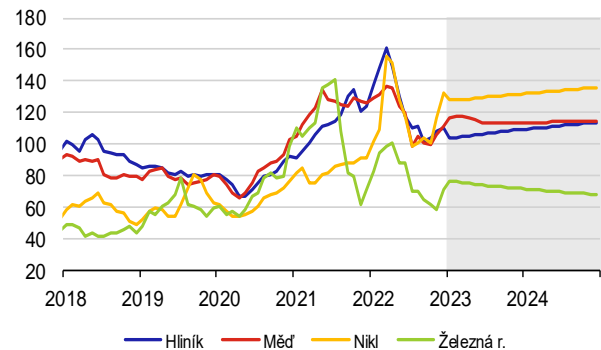
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	132,5	146,3	139,6	139,7
2024	133,9	136,0	131,8	129,6

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	122,7	168,5	90,7	49,2
2024	117,9	174,9	86,6	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	106,9	115,1	129,9	74,4
2024	111,9	114,4	134,1	70,1

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.

Ovlivňuje plošnost a razance zpřísnění měnových podmínek jejich dopad na globální ekonomiku?¹

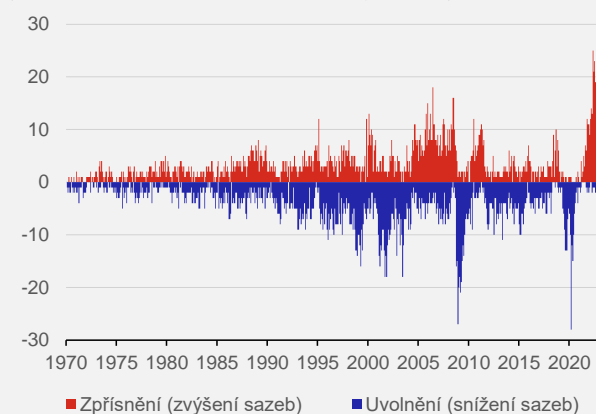
V letech 2021 a 2022 došlo k jedné z historicky nejplošnějších a nejprudších epizod globálního utahování měnových podmínek. Tento článek se věnuje důsledkům takové synchronicity a razance. Zprv, synchronicita komplikuje snižování inflace přes kurzový kanál měnové politiky, který na rozdíl od jiných kanálů má nulový globální součet. Nekoordinovaná „soutěž“ o podíl na tomto součtu může teoreticky centrální bankéře dovést k přílišnému globálnímu utažení. V praxi si ovšem jednotlivé centrální banky snahou o silnější kurz vlastní měny vzájemně nepřelévají inflaci, nýbrž spíše pouze tlumí přeliv americké měnové politiky, která má na globální finanční podmínky obrovský vliv. Z druh, článek dokládá, že neobvyklá rychlost zpřísnování se nemusí propsat úměrně rychle do reálné ekonomiky. Pomalejší transmise může vést k pokušení opět zasáhnout a nakonec utáhnout měnové podmínky přes příliš.

„The Great Tightening“

Prudké vzednutí inflační vlny od druhé poloviny roku 2021 vedlo k razantnímu zpřísnování měnových podmínek napříč globální ekonomikou. Zpřísnovací cyklus zahájila začátkem roku 2021 Brazílie, brzy následovaná dalšími zeměmi Latinské Ameriky, zeměmi střední, jižní a východní Evropy a nedlouho poté i dalšími ekonomikami v Asii i Africe. Po diskuzích o „přechodnosti“ inflačních tlaků se nakonec přidaly i nejvýznamnější centrální banky rozvinutých ekonomik (s výjimkou Japonska). Většina centrálních bank se navíc nespokojila se standardními „hiky“ (o 25 bazických bodů) a utahovala v krocích v některých případech přesahujících i 100 b. b. Dřívější programy nákupu aktiv navíc umožnily centrálním bankám zpřísnit měnové podmínky i přes prodeje aktiv („kvantitativní utahování“).² Centrální banky menších otevřených ekonomik, kde je významným parametrem měnových podmínek kurz, využívaly v podobném duchu prodeje devizových rezerv. Došlo tak v souhrnu k jedné z nejprudších a nejplošnějších epizod globálního utahování měnových podmínek v moderních dějinách centrálního bankovníctví (Graf 1).³

Graf 1 – Vzednutí inflační vlny vyvolalo razantní a synchronizované globální měnové zpřísnování

(Počet zpřísnění a uvolnění měnověpolitických sazeb)

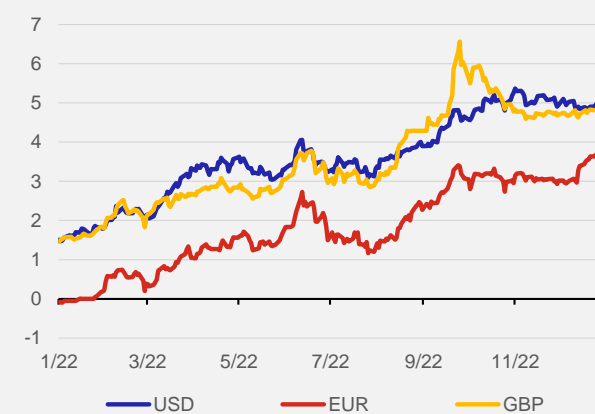


Zdroj: BIS Policy Rates

Pozn.: Data od ledna 1970 do října 2022, v závislosti na dostupnosti dat v dané zemi vzorek roste z 8 na 38 centrálních bank

Graf 2 – Očekávaný vrchol měnověpolitických sazeb se po překotném vývoji zhruba ustálil

(Tržně implikované měnověpolitické sazby na podzim 2023)



Zdroj: Refinitiv Datastream

Pozn: Tržní očekávání odvozena z Forward Rate Agreement (FRA) sazeb

Utahování měnové politiky zatím neskončilo, ale postup centrálních bank se postupně stává opatrnějším.⁴ Měnověpolitická rozhodnutí jednotlivých centrálních bank totiž skrze mnoho mezinárodních přelivů („spilloverů“) ovlivňují i ostatní ekonomiky. Pokud jednotlivé centrální banky podcení ve svých modelech a rozhodování kumulativní globální

¹ Autory jsou Soňa Benecká, Martin Kábrt, Luboš Komárek a Petr Polák. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Centrální banky také mohou přistoupit k prodejem jen části aktiv ve vybraných segmentech finančních trhů a tím tlumit rizika, která prudké zpřísnování měnových podmínek může vytvářet pro finanční stabilitu.

³ Je třeba ovšem dodat, že na počátku roku 2020, kdy propukla covidové pandemie, došlo k historicky největší vlně globálního uvolňování měnových podmínek. Tedy na počátku roku 2022 panovaly v mnoha zemích rekordně uvolněné měnové podmínky a např. ECB ukončila kvantitativní uvolňování až ve druhé polovině roku 2021.

⁴ K opatrnějšímu postupu přispívají mnohé faktory, včetně již pozorovaného zvolnění spotřebitelské poptávky, ochlazení pracovního trhu a prudkého zpomalení na trhu hypoték a realit ve většině významných ekonomik. Oslabily také nákladové vlivy na globální inflaci. Přetížení dodavatelských řetězců ustupuje, klesají ceny námořní přepravy, zvlivňuje inflace výrobců (PPI) a snižují se ceny komodit včetně energetických i agrárních. Nepřibývá navíc důkazů, že hrozí významnější odkotvení inflačních očekávání nebo vznik mzdově-inflační spirály. K opatrnosti tlačí některé centrální banky také starost o finanční zranitelnost, ať už se jedná o riziko nekontrovaného poklesu cen aktiv, realitního kolapsu či riziko panických prodejů státních dluhopisů (například kvůli kreditnímu riziku v předlužených státech eurozóny či nečekaným likviditním slablinám například na trhu UK gilts nebo US Treasuries).

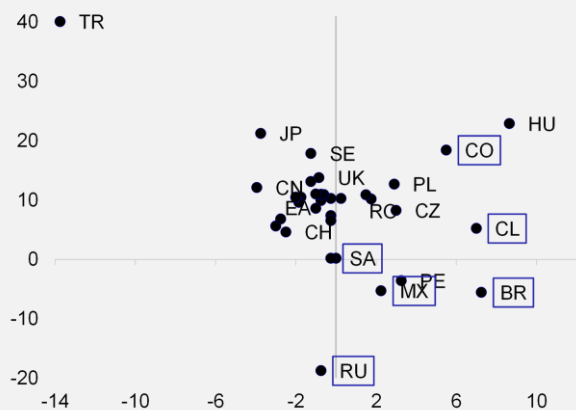
dopad synchronního zpřísnění měnových podmínek, může dojít k přílišnému utážení (Obstfeld, 2022). Dieppe a Brignone (2022) odhadují, že toto riziko může vést k nadměrnému podvázání světového růstu až o 1 % HDP. Před rizikem přílišného zpřísnění z titulu globálních spilloverů varují i mezinárodní instituce včetně Světové banky (2022) a UNCTAD (2022). Naopak OECD (2022), BIS (2022) i MMF (2022a) doporučují centrálním bankám pokračovat ve zpříšňování i za cenu vysokých nákladů v reálné ekonomice. Považují totiž riziko odpoutání inflačních očekávání za dlouhodobě ještě nákladnější. Vyvažování mezi rizikem přílišného a nedostatečného utážení ilustruje americký Fed, který podle listopadových slov svého předsedy hodlá zvolnit tempo zvyšování úrokových sazeb, ale zato držet sazby na vyšší úrovni po delší dobu (Fed, 2022). Svému hlavnímu mandátu cenové stability hodlá dostát i ECB, a to i za cenu ekonomické recese (ECB, 2022a).

Měnová válka naruby?

Při analýze mezinárodních spilloverů měnových politik je důležité rozlišit jednotlivé transmisní kanály. Zatímco úrokový kanál i kanál cen aktiv se při synchronním zpříšňování napříč ekonomikami vzájemně posiluje – tedy zpřísnění v jedné ekonomice zpříšňuje finanční podmínky i v ostatních ekonomikách – spillovery z kurzového kanálu působí v opačném směru. Posílení jedné měny (a s ním spojené zvolnění inflačních tlaků) nutně znamená oslabení měny jiné ekonomiky (a tedy posílení inflačních tlaků v té ekonomice). Gopinath a kol. (2020) například odhadují, že 10% apreciacie dolaru navyšuje inflaci v rozvíjejících se ekonomikách o 1 procentní bod.

Graf 3 – Proti dolaru oslabily nejvíce měny, které za Fedem zaostaly ve zpříšňování nebo jsou vystaveny vyššímu geopolitickému riziku.

(osa y: oslabení vůči dolaru od ledna do listopadu 2022 v %; osa x: změna diferenciálu vůči USD sazbám od začátku zpříšňovacího cyklu do října 2022)

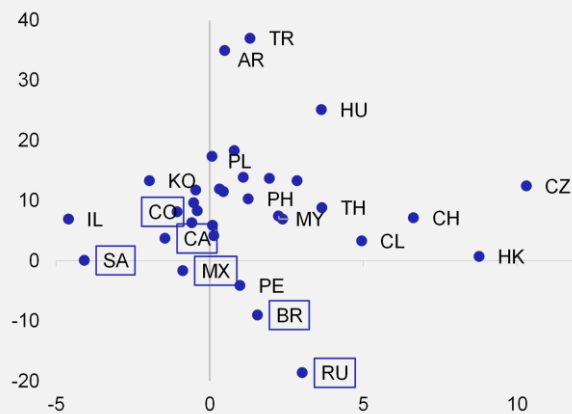


Zdroj: Refinitiv, BIS

Pozn. Významní čistí vývozcí ropy jsou označeni rámečkem.

Graf 4 – U některých měn bylo oslabení tlumeno rozsáhlými devizovými intervencemi. Odolné zůstaly také měny vývozců ropy

(osa y: oslabení vůči dolaru od ledna do srpna 2022 v %; osa x: devizové intervence na posílení měny od ledna do srpna 2022 v % HDP)



Zdroj: MMF, Refinitiv, vlastní výpočty.

Pozn. Intervence jsou odhadnuty podle metodiky Adler a kol. (2021)

Nejvýznamněji v roce 2022 ovlivnil měnové kurzy americký dolar, který dramaticky posílil vůči takřka všem ostatním měnám. Euro v létě 2022 oslabilo poprvé po dvaceti letech pod paritu vůči dolaru. K nejslabším hodnotám za více než dvě dekády klesl v říjnu i japonský jen a britská libra se v září dokonce dotkla svého historického minima vůči dolaru. Oslabení vůči dolaru bylo obzvláště výrazné u zemí, které ve své ráznosti měnověpolitického zpříšňování za Fedem zaostaly (Graf 3).⁵ Oslabující měna skrze růst dovozních cen v těchto ekonomikách posílila inflační tlaky. Slabou měnu jako proinflační faktor zmiňují například zprávy o měnové politice centrálních bank Spojeného království (listopad 2022), Japonska (říjen 2022), Švédska (listopad 2022) či eurozóny (září 2022). Jiné centrální banky se komentářům ke kurzu standardně vyhýbají, ale obavy dokazují jejich činy. Devizové intervence na posílení měny využilo podle oficiálních a mediálních zpráv mnoho zemí, zemi kterými jsou Česká republika, Švýcarsko, Japonsko, Jižní Korea, Polsko, Maďarsko, Chile, Indie, Thajsko, Indonésie, Filipíny či Hong Kong. Podle odhadů MMF (2022b) devizové rezervy rozvíjejících se ekonomik poklesly od ledna do července 2022 v důsledku intervencí o 6 %.

Zvyšováním sazeb a devizovými intervencemi si teoreticky mohou jednotlivé země skrze tuto kurzovou hru s nulovým součtem vzájemně „posílat“ část inflace (Obstfeld, 2022). Pro tuto hypotézu se v médiích uchytil název „reverse currency war“. Připomíná totiž situaci opačnou té, která nastala ve 30. letech 20. století, kdy naopak ekonomiky soutěžily v oslabení svých měn ve snaze zlepšit konkurenceschopnost svého vývozu. Podobně jako tehdy i při měnové válce „naruby“ může teoreticky dojít k situaci, kdy všechny ekonomiky zvyšují sazby či prodávají devizy, aby posílily svou měnu. Ale protože to dělají všechny, měnové kurzy se nezmění a inflaci tedy nemírní nikde. Zůstanou pouze příliš utážené

⁵ Tento kanál vyrovnávání portfolia na finančních trzích, který vede k posílení dolaru při růstu sazeb Fedu, může být dale posílen i nejistotou nebo šokem, který zvyšuje poptávku po bezpečných aktivech. Takovým šokem byl v roce 2022 zejména počátek války na Ukrajině a s ním spojená krize cen energií.

globální měnové podmínky, které sníží celosvětovou ekonomickou aktivitu více, než je potřeba pro zkrocení inflace. Kolektivní dopad nekoordinované politiky může být ve výsledku suboptimální pro všechny.

Tato hypotéza má však několik slabin. Paralely s tradiční, depreciační měnovou válkou jsou nepřesné, protože prostor pro oslabování vlastní měny intervencemi je neomezený, zatímco prostor pro posílení je ohraničen velikostí rezerv. Relativní síla jednotlivých centrálních bank je navíc extrémně nerovná a vítěz takové „války“ může být nakonec jen jeden, a to americký Fed ovládající dominantní globální rezervní měnu, kterou investoři při stejném zhodnocení budou vždy držet raději než jakoukoliv jinou.

Americká měnová politika totiž z velké části určuje globální finanční podmínky. Dominance dolaru v globální obchodní, finanční i platební infrastruktuře je nadále nesporná.⁶ V roce 2022 se tedy nejednalo ani tak o měnovou válku, v níž by se státy vzájemně předháněly ve zvyšování sazeb a devizových intervencích, aby část inflačních tlaků přesunuly ostatním. Spíše se jednalo o spillover měnové politiky USA, daný specifickou rolí dolaru, která nutila ostatní země tlumit dopad na jejich měnu. „Spillback“ zpět do USA je přítom jen omezený (Ca' Zorzi a kol., 2021).

Z titulu kurzových spilloverů tedy spíše než k přílišnému globálnímu zpřísnění může docházet k přílišnému zpřísnění pouze v některých ekonomikách. Konkrétně v těch, pro které by byly vhodnější uvolněnější finanční podmínky než ty vytvořené Fedem. Gopinath a Gourinchas (2022) uvádí, že na kurz dolaru jsou tradičně citlivé zejména rozvíjející se trhy. Mají vyšší průsak kurzu do spotřebitelských cen, protože jsou více závislé na dovozech, zejména těch fakturovaných v dolarech (). Až 80 % veřejného i soukromého vnějšího zadlužení rozvíjejících se ekonomik je navíc denominováno v cizí měně, především v dolarech (Obstfeld a Zhou, 2022). Dolarové posílení tedy rychle navyšuje dluhovou službu v domácí měně. V neposlední řadě vyšší dolarové sazby zvyšují atraktivitu bezpečných dolarových aktiv a motivují odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů, který depreciační domácí měny dále prohloubí. Lokální centrální banky tedy musí na posilování dolaru reagovat vlastním zpřísněním měnové politiky, které ale nemusí být žádoucí z pohledu domácí ekonomiky.

„Naše měna, váš problém“

Spillovery americké měnové politiky mají dlouhou historii. Dolarové zpřísnění globálních finančních podmínek přispělo na rozvíjejících se trzích k mnoha platebně-bilančním, finančním, bankovním i dluhovým krizím.⁷ Obstfeld a Zhou (2022) identifikují vliv dolarové apreciacie na pokles HDP, spotřeby, investic i vládních výdajů v méně rozvinutých ekonomikách. Arteta a kol. (2022) ukazují, že dopad na ostatní ekonomiky závisí na povaze šoku, který zpřísnění dolarových měnových podmínek vyvolá. Varují, že povaha aktuálního šoku, kdy Fed zpřísnuje navzdory očekávané recesi, zpravidla vede k obzvláště negativním přelivům do rozvíjejících se trhů, utažení finančních podmínek a propadu ekonomické aktivity.

Ve druhé polovině 20. století se globální přelivy americké měnové politiky částečně dařilo řešit mezinárodně koordinovanými intervencemi. Po pádu Bretton-woodského měnového systému a pevné směnitelnosti dolaru za zlato na počátku 70. let nastaly ve světové ekonomice situace, kdy slabý dolar (1976-1980) a později silný dolar (1980-1985) vyvolával problémy nejen samotným Spojeným státům, ale i jejich hlavním obchodním partnerům. Koordinované intervence centrálních bank, což není vůbec běžná situace, se staly realitou v září 1985, kdy se v hotelu Plaza v New Yorku sešli zástupci tehdejší skupiny nejvyspělejších zemí G5 (US, UK, FR, DE a JP) a dohodli se, že budou společně intervenovat na devizových trzích proti silnému dolaru. V současné době jsou podobné úmluvy téměř vyloučeny.

„Oběti“ americké měnové politiky ovšem tentokrát mohou být odlišné než v 80. letech. Část rozvíjejících se ekonomik, zejména v Latinské Americe, těží z vysokých cen komodit. Mexické peso, brazilský real i peruánský sol v roce 2022 vůči dolaru dokonce posílily. K mírnějším dopadům oproti dřívějším epizodám mohou vést i vysoké devizové rezervy, naakumulované v uplynulé dekádě, či nižší podíl cizoměnového vnějšího dluhu napříč rozvíjejícími se ekonomikami. Ve složitější situaci se naopak mohou nacházet některé relativně rozvinutější ekonomiky v Evropě, které jsou významnými dovozci energií a geograficky exponované válce na Ukrajině.

Všechno chce svůj čas

Zvyšování sazeb ve vyspělých ekonomikách nevynikalo jen svou synchronicitou, ale také razancí. Měnová politika eurozóny poskytuje dobrý příklad. V historickém pohledu bylo tradičním přístupem (nejen) ECB zvyšovat základní sazby o 25 b. b., intenzivně komunikovat budoucí trajektorii sazeb a formovat hladce očekávání o budoucím vývoji měnové politiky. Situace v roce 2022 si však vyžádala razantnější kroky směrem ke zpřísnění měnové politiky, kdy se depozitní sazba dostala během půl roku ze záporných hodnot na 2 %.

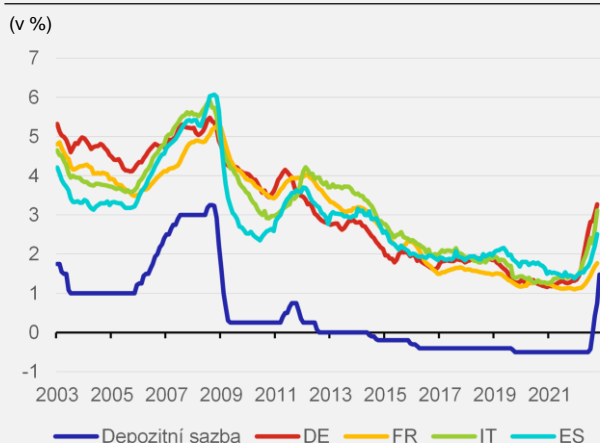
⁶ Podíl devizových rezerv v USD na celkových světových devizových rezervách dosahuje téměř 60 %, tedy trojnásobně vyšší hodnoty v porovnání s EUR (ECB, 2022b). Podíl světového obchodu fakturovaného v USD je zhruba 40 % (Gopinath a Gourinchas, 2022), přičemž v dolarech se kótují ceny ropy a dalších klíčových komodit. Dolar tvoří 45 % obrátu na devizovém trhu, 65 % mezinárodních dluhových závazků a přes 40 % mezinárodních plateb; ve všech ukazatelích s odstupem před druhým eurem (ECB, 2022b). Dluhopisy americké vlády jsou dlouhodobě považovány za nejobemnější a nejlikvidnější globální bezpečné aktivum.

⁷ Například po razantním zvýšení sazeb Fedem v 80. letech, pod vedením P. Volckera, došlo k vlně státních bankrotů zemí v Latinské Americe. Podobné dopady na rozvojové trhy mělo i prudké měnové zpřísnění Fedu v roce 1994 (včetně krizí v Mexiku a Argentině) či ohlášené utlumení kvantitativního uvolňování v roce 2013 (tzv. „taper tantrum“ přinesl prudký úprk kapitálu z rozvojových trhů).

ECB se stejně jako další centrální banky při svém rozhodování opírá o standardní fungování měnové transmise, tj. vazbu mezi nástroji měnové politiky (měnověpolitické úrokové sazby, politiky z pohledu rozvahy centrální banky či její komunikace) a finančními podmínkami v ekonomice. Přísnější finanční podmínky se pak s časovým odstupem propíší do ochlazení ekonomiky, což s dalším časovým odstupem sníží inflaci. Proto také centrální banky mají svůj horizont měnové politiky vzdálený zpravidla několik čtvrtletí až pár let v budoucnosti.

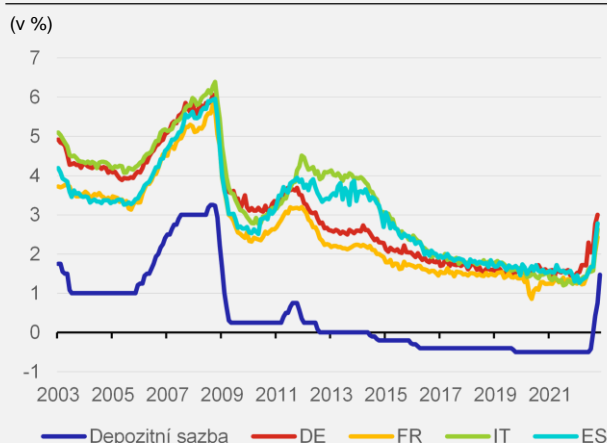
Standardní transmisní vazby mohou ovšem fungovat odlišně v prostředí prudkého růstu úrokových sazeb. Přenos ze základních sazeb do klientských úrokových sazby u úvěrů podnikům a domácnostem lze ilustrovat pomocí Kompozitního indikátoru úrokových nákladů (KIUN). Ten počítá ECB jako srovnatelné měřítko úrokových nákladů napříč zeměmi a splatnostmi. Jeho dlouhodobý vývoj pro firmy a domácnosti ukazují Grafy 5 a 6, přičemž se potvrzuje hladký propis základních sazeb do úrokových nákladů. Výjimkou bylo období po finanční a dluhové krizi, kdy došlo ke značné finanční fragmentaci. Úrokové náklady v některých zemích (Itálie, Španělsko) nereagovaly na uvolnění měnových podmínek a zůstávaly vysoké.

Graf 5 – Kompozitní indikátor úrokových nákladů u úvěrů pro domácnosti



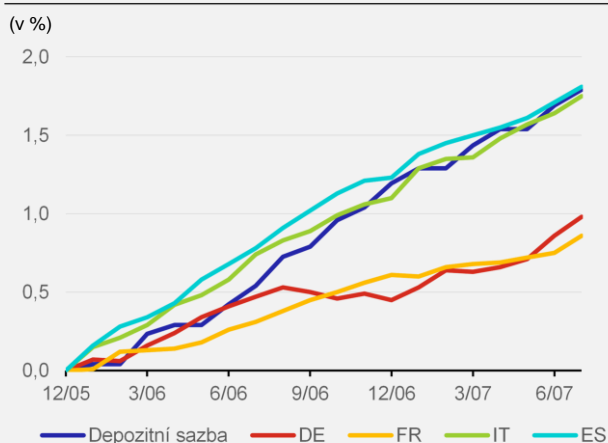
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 6 – Kompozitní indikátor úrokových nákladů u firemních úvěrů



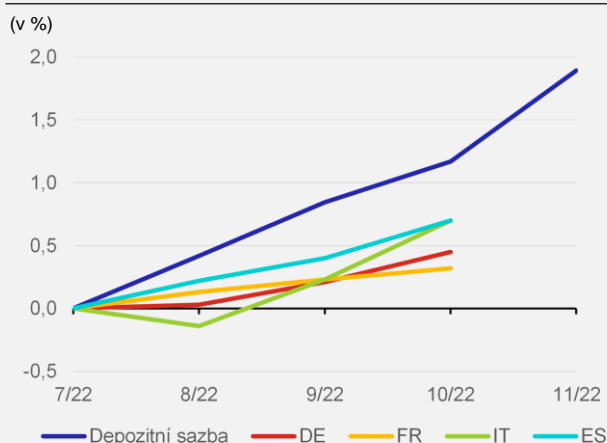
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 7a – Kumulativní změny v depozitní sazbě a KIUN: domácnosti v letech 2005–2007



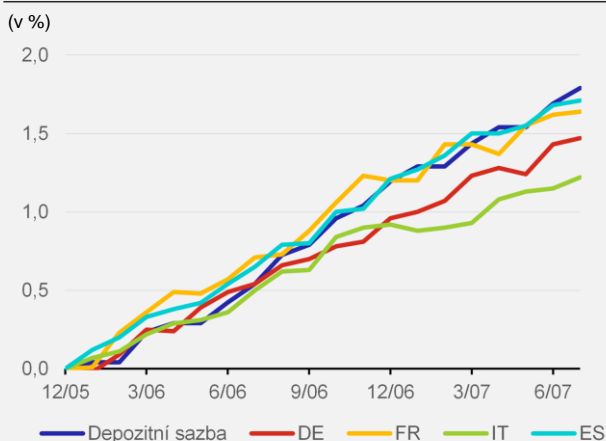
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 7b – Kumulativní změny v depozitní sazbě a KIUN: domácnosti v roce 2022

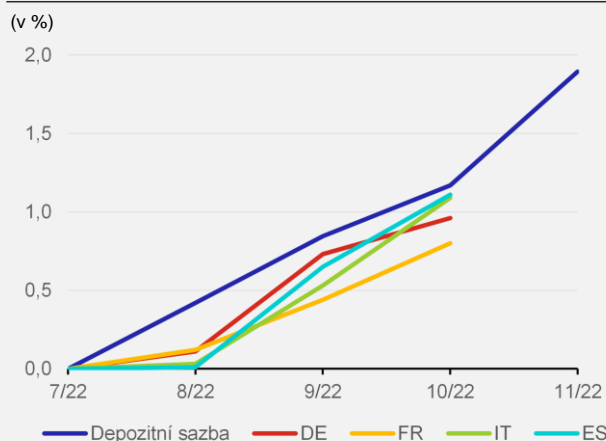


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

V současném zpříšňovacím cyklu úrokové náklady zřetelněji zaostávají za měnověpolitickými sazbami. Na Grafech 7 a 8 jsou srovnány kumulativní změny v depozitní sazbě ECB s kumulativními změnami v KIUN pro domácnosti a firmy v různých zemích. Pro jednoduchost srovnáváme období 2005 až 2007 před globální finanční krizí, které se neslo ve znamení pravidelných malých změn v základních sazbách. Graf vlevo potvrzuje, že změny v klientských úrokových sazbách minimálně do poloviny roku 2006 velmi dobře kopírovaly změny v depozitní sazbě ECB. V případě firem pak kopírování platilo do značné míry až do konce cyklu zvyšování sazeb. Graf vpravo pak ilustruje aktuální cyklus razantního zvyšování sazeb odstartovaný loni v létě. V případě klientských úrokových sazeb u úvěrů domácnostem i firmám je patrné zaostávání nárůstu nákladů, třebaže je výrazně menší v případě podnikových úvěrů.

Graf 8a – Kumulativní změny v depozitní sazbě a KIUN: firmy v letech 2005–2007

Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Graf 8b – Kumulativní změny v depozitní sazbě a KIUN: firmy v roce 2022

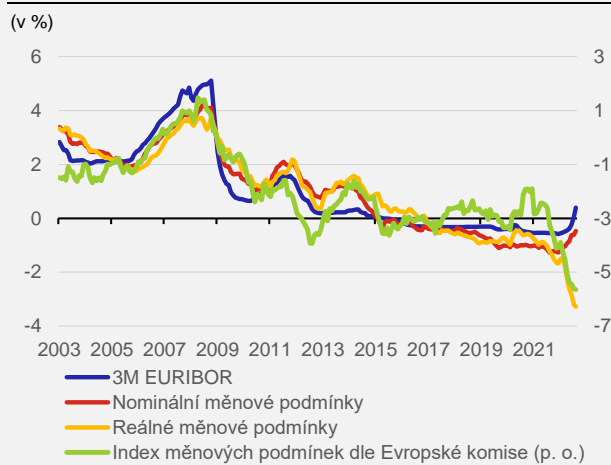
Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Také komplexnější pohledy na transmisní mechanismy potvrzují pomalejší reakci finančních podmínek na politiku ECB. Úrokové náklady domácností a firem zachycují jen část finančních podmínek v eurozóně. Detailnější obrázek nám může poskytnout tzv. Index měnových podmínek (MCI), který zohledňuje například i dluhopisové výnosy či efektivní kurz eura. Na Grafu 9 je znázorněn index v nominálním a reálném vyjádření ve srovnání s tržní úrokovou sazbou 3M EURIBOR. Zatímco tržní úroková sazba se vlivem zvýšení sazeb v červenci 2022 dostala do kladných hodnot, MCI v reálném vyjádření se ještě více propadl. I nominální měnové podmínky se jen pozvolna vracejí na úroveň z let 2015 až 2016. Měnové podmínky v eurozóně se během podzimu roku 2022 dále zpřísnily, ale stále jsou velmi vzdáleny restriktivnímu postoji z období před nástupem globální finanční krize. Zhruba podobný příběh indikuje také odlišně konstruovaný index reálných měnových podmínek v eurozóně z dílny Evropské komise (Graf 9).⁸

Shrnutí

Mimořádná plošnost a razance současného zpřísnovacího cyklu měnové politiky vytváří pro centrální banky nové výzvy. Globální synchronicitu komplikuje snižování inflace přes kurzový kanál, který na rozdíl od jiných kanálů má nulový globální součet. Klíčovou roli v roce 2022 hrálo zejména zpřísnění politiky amerického Fedu, které skrze silnější dolar posilovalo inflační tlaky v ostatních ekonomikách. Pro ekonomiky, pro které je kurz klíčovou součástí měnových podmínek, může „držení kroku“ s americkými sazbami představovat přílišné zbrzdění domácí ekonomiky. Částečným řešením pro menší ekonomiky s dostatečnými rezervami může být opatrné použití devizových intervencí k tlumení dopadů silného dolaru.

Zpřísnění finančních podmínek nemusí proběhnout v odpovídající míře a stejně rychle jako zvýšení sazeb. Finanční trhy na zásahy centrální banky reagují s jistým časovým odstupem, které může být citelnější v době prudkého zvyšování sazeb. Pomalejší než obvyklá transmise může vést k pokušení opět zasáhnout, aby centrální banky rychleji dosáhly svého cíle či signalizovaly svůj postoj. To ovšem může vést k přílišnému utužení.

Graf 9 – Indexy nominálních a reálných měnových podmínek v eurozóně

Zdroj: ECB, EK, výpočet ČNB

Pozn.: Indexy jsou konstruovány jako hlavní komponenta úrokových sazeb pro domácnosti, firmy, 3M EURIBOR a výnosy dluhopisů či efektivní kurz eura. Data v reálném vyjádření jsou deflována inflačními očekáváními ze Survey of Professional Forecasters (SPF). MCI Evropské komise se vypočítá jako vážený průměr reálné krátkodobé úrokové sazby a reálného efektivního směnného kurzu ve vztahu k jejich hodnotě v základním období. Tyto váhy odrážejí relativní dopad každé proměnné na HDP po dvou letech a jsou odvozeny ze simulací v modelu Interlink OECD.

⁸ https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/monetary-conditions-index_en

Zdroje

- Arteta, C., Kamin, S., Ruch, F. U. (2022), "How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends", Policy Research Working Paper 10258, World Bank, <http://documents.worldbank.org/curated/en/099036212082239238/IDU032d1feef0db0d0480e0b3190f92d87c50de8>.
- BIS (2022), "Annual Economic Report", June 2022, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm>.
- Dieppe, A., Brignone, D. (2022), „Synchronised interest rate hikes, spillovers and risks to global growth“, VoxEU Column, CEPR, <https://cepr.org/voxeu/columns/synchronised-interest-rate-hikes-spillovers-and-risks-global-growth>.
- Ca' Zorzi, M., L Dedola, G Georgiadis, M Jarociński, L Stracca and G Strasser (2021), „Making waves—Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's“, ECB Working Paper Series No 2407, ECB (2022a), Press conference, December 15, 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is221215~197ac630ae.en.html>
- ECB (2022b), "The international role of the euro", June 2022, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202206~6f3ddeab26.en.pdf>.
- Fed (2022), Press Conference, November 1-2, 2022 FOMC Meeting, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20221102.htm>
- IMF (2022a), "Countering the Cost-of-Living Crisis", IMF World Economic Outlook, October 2022, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>.
- IMF (2022b), staff calculations published in Gopinath, G. and Gourinchas, P. E. (2022), "How Countries Should Respond to the Strong Dollar", IMF Blog, 14 October 2022, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar>.
- Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Diez, F. J., Gourinchas, P. E., Plagborg-Moller, M. (2020), "Dominant Currency Paradigm", *American Economic Review*, 110(3): 677-719.
- Gopinath, G. a Gourinchas, P. E. (2022), "How Countries Should Respond to the Strong Dollar", IMF Blog, 14 October 2022, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/14/how-countries-should-respond-to-the-strong-dollar>.
- Obstfeld, M. (2022), "Uncoordinated monetary policies risk a historic global slowdown", PIIE Blog, 12 September 2022, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/uncoordinated-monetary-policies-risk-historic-global-slowdown>.
- Obstfeld, M. a Zhou, H. (2022), "The Global Dollar Cycle", Brookings Papers on Economic Activity, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2022/09/Obstfeld-Zhou-Conference-Draft-BPEA-FA22.pdf>.
- OECD (2022), "Confronting the Crisis", OECD Economic Outlook, November 2022, <https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2022/>.
- UNCTAD (2022), "Development prospects in a fractured world: Global disorder and regional responses", Trade and Development Report 2022, https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2022_en.pdf.
- World Bank (2022), "Risk of Global Recession in 2023 Rises Amid Simultaneous Rate Hikes", EFI Policy Note 4, September 2022, <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/09/15/risk-of-global-recession-in-2023-rises-amid-simultaneous-rate-hikes>.

Klíčová slova

Centrální banky, měnová politika, měnové podmínky

JEL Klasifikace

E52, E43, F45

A1. Změna predikcí pro rok 2023

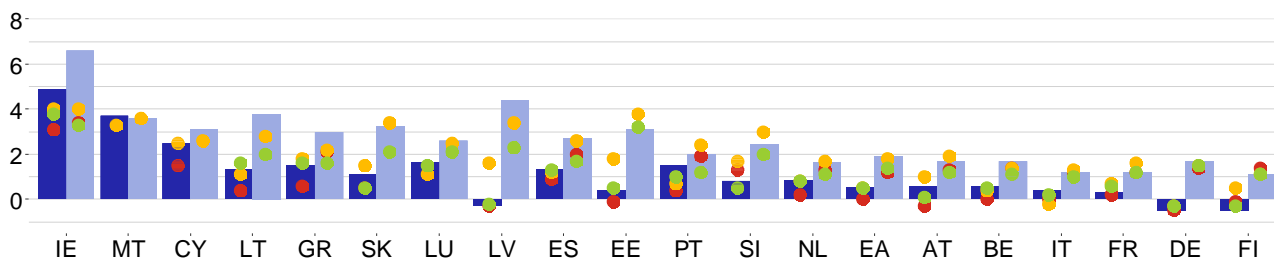
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	+0,1	-0,7	+0,2	-0,4	-0,4	+3,4	+0,6	+0,8
US	+0,1	0	0	-0,7	-0,3	+0,6	+0,5	+0,3
UK	0	-0,2	-0,4	0	-0,1	+3,7	+0,7	-0,2
JP	-0,1	-0,1	+0,4	-0,1	+0,1	+0,6	0	+0,2
CN	+0,1	-0,2	-0,1	0	-0,1	+0,4	-0,9	0
RU	0	+1,2	-1,1	+0,1	0	-9,3	-0,1	0

A2. Změna predikcí pro rok 2024

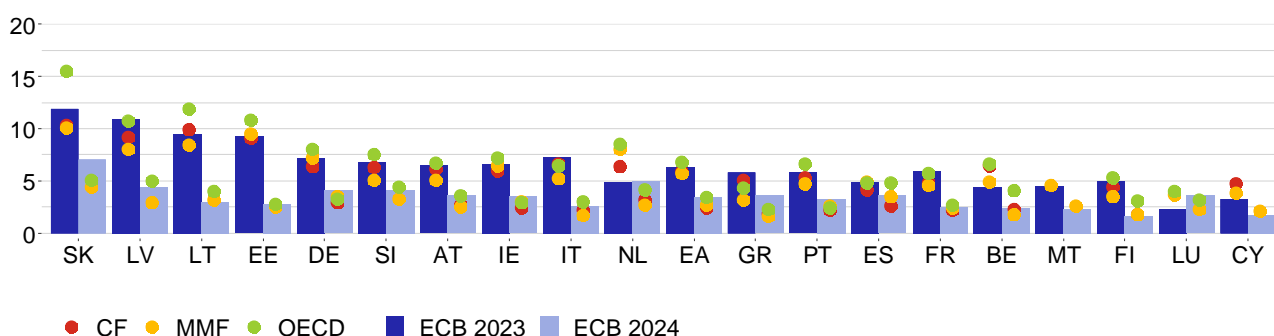
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	---	0	---	0	---	+0,9	---	+1,1
US	---	-0,2	---	-0,1	---	-0,1	---	+0,2
UK	---	-0,9	---	-0,7	---	+1,1	---	0
JP	---	+0,5	---	+0,2	---	+0,1	---	+0,3
CN	---	-0,6	---	+0,2	---	-0,1	---	+0,3
RU	---	0	---	-0,6	---	-5,0	---	0

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



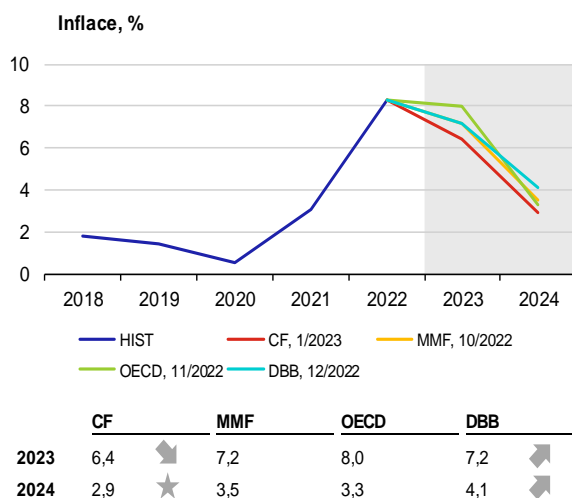
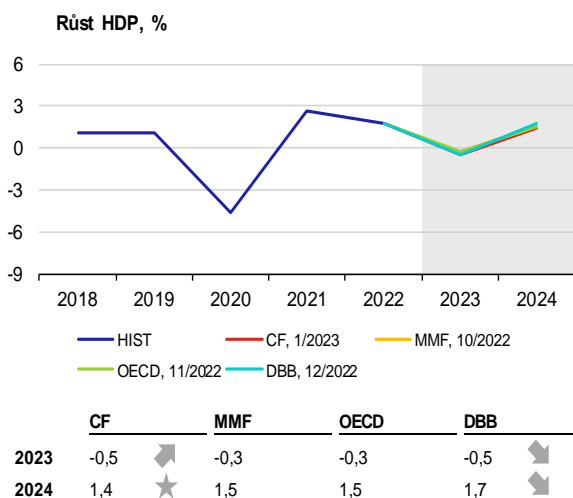
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



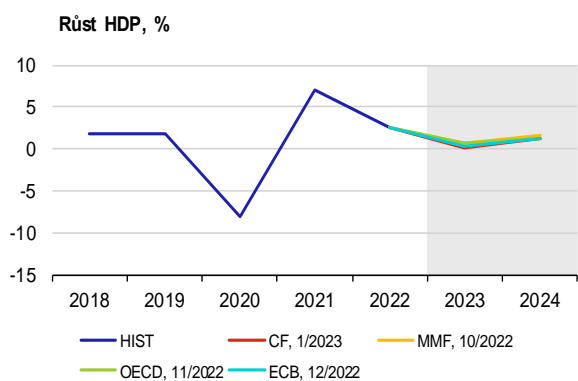
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

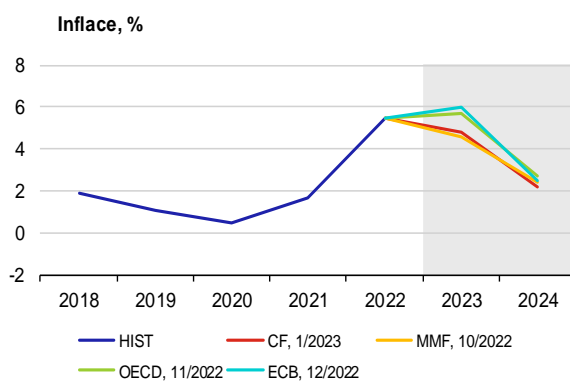
Německo



Francie

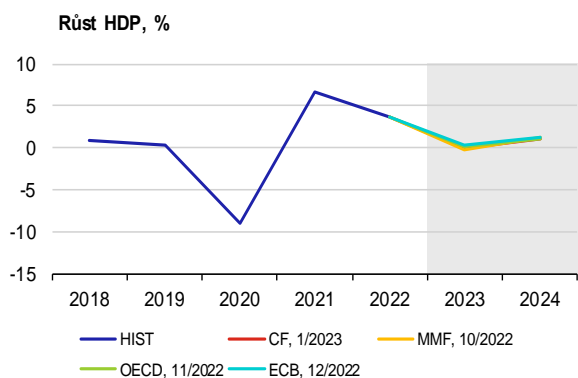


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,2	0,7	0,6	0,3
2024	1,2	1,6	1,2	1,2

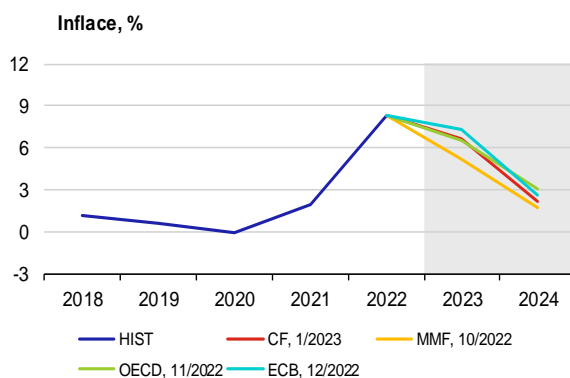


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,8	4,6	5,7	6,0
2024	2,2	2,4	2,7	2,5

Itálie

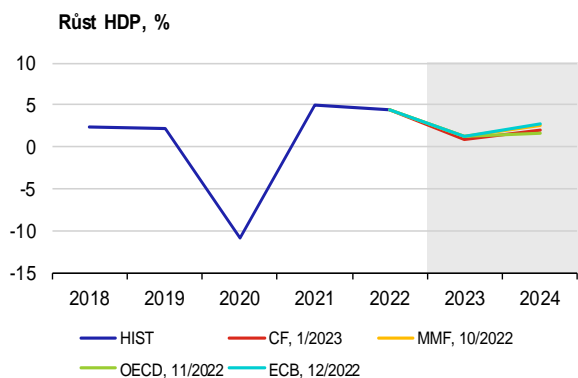


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,0	-0,2	0,2	0,4
2024	1,1	1,3	1,0	1,2

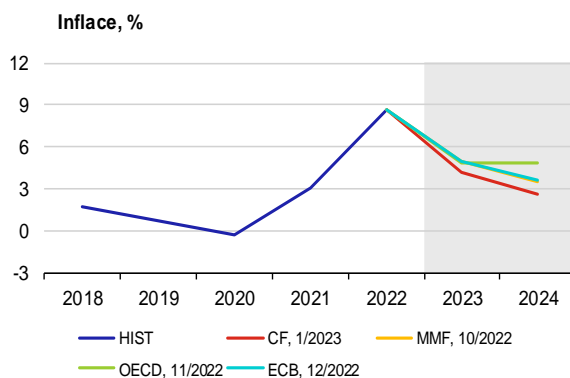


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,6	5,2	6,5	7,3
2024	2,2	1,7	3,0	2,6

Španělsko

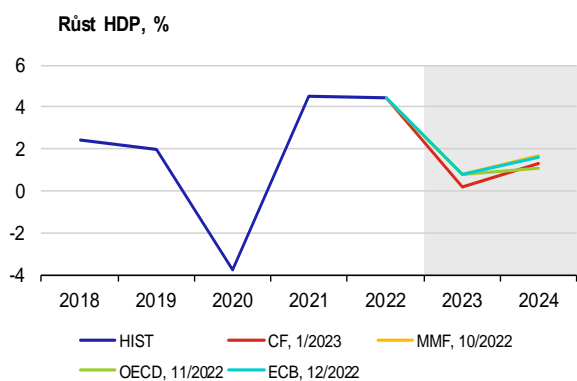


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	1,2	1,3	1,3
2024	2,0	2,6	1,7	2,7

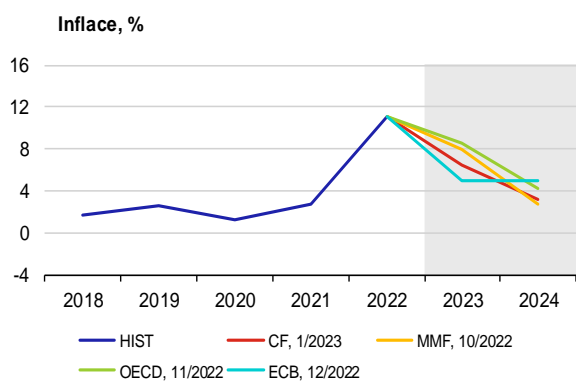


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,2	4,9	4,8	4,9
2024	2,6	3,5	4,8	3,6

Nizozemsko

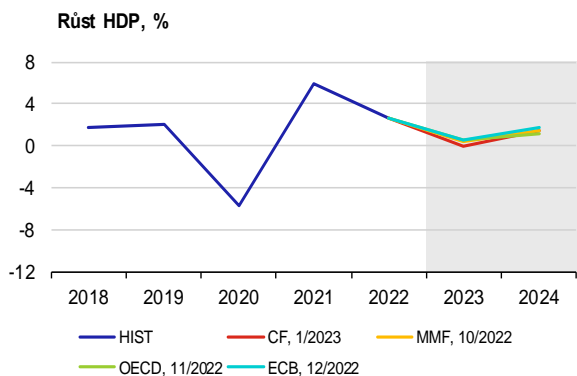


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,2	0,8	0,8	0,8
2024	1,3	1,7	1,1	1,6

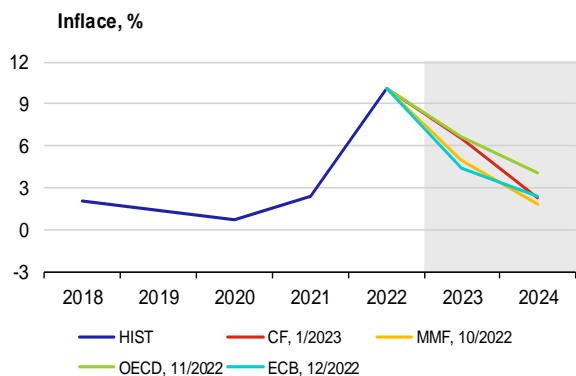


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,4	8,0	8,5	4,9
2024	3,2	2,7	4,2	5,0

Belgie

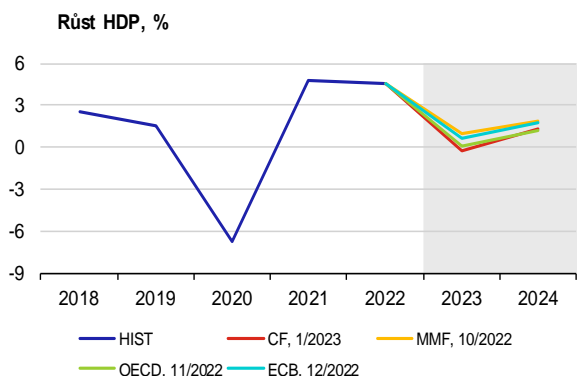


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,0	0,4	0,5	0,6
2024	1,4	1,4	1,1	1,7

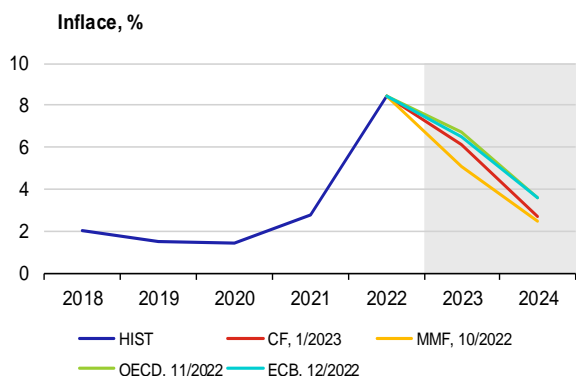


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,5	4,9	6,6	4,4
2024	2,3	1,8	4,1	2,4

Rakousko

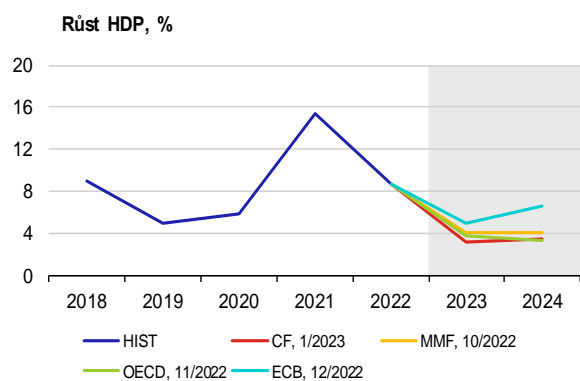


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,3	1,0	0,1	0,6
2024	1,3	1,9	1,2	1,7

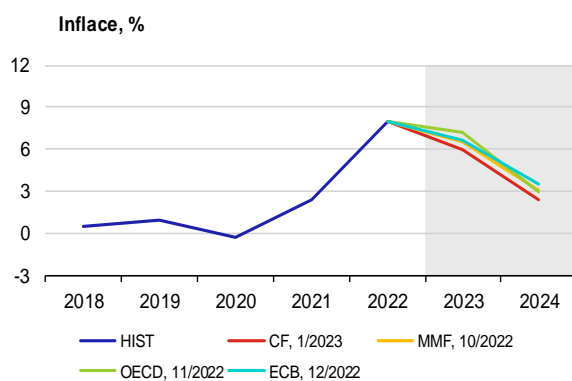


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,1	5,1	6,7	6,5
2024	2,7	2,5	3,6	3,6

Irsko

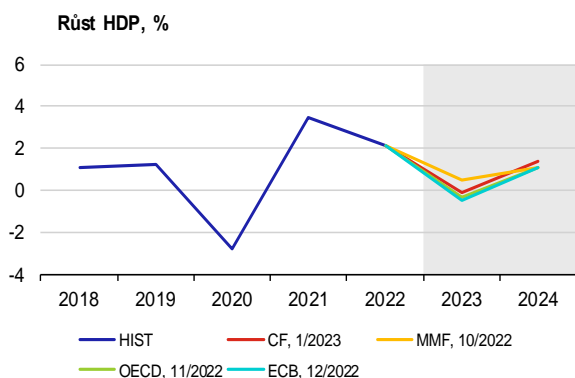


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,1	4,0	3,8	4,9
2024	3,4	4,0	3,3	6,6

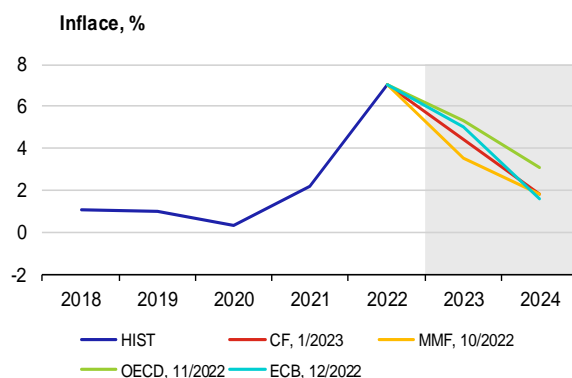


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,0	6,5	7,2	6,6
2024	2,4	3,0	2,9	3,5

Finsko

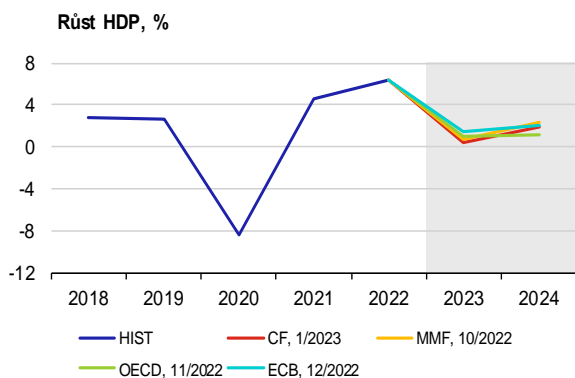


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	0,5	-0,3	-0,5
2024	1,4	1,1	1,1	1,1

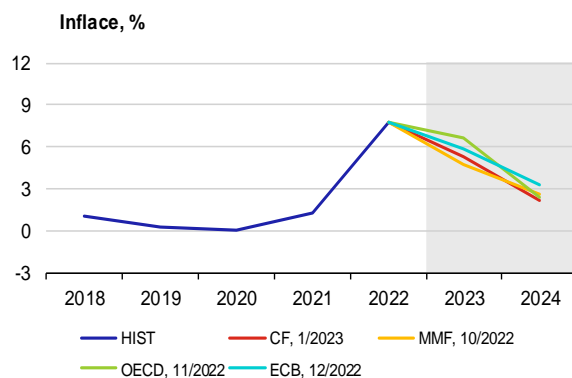


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,4	3,5	5,3	5,0
2024	1,8	1,8	3,1	1,6

Portugalsko

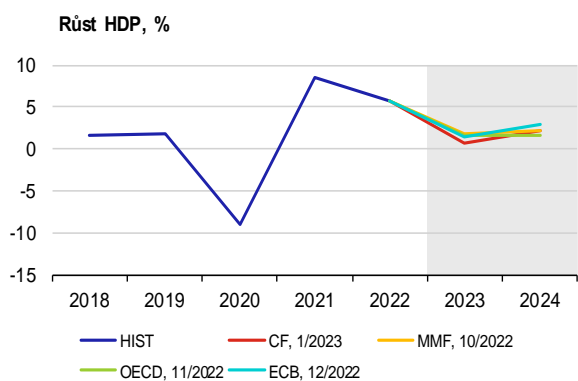


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	0,7	1,0	1,5
2024	1,9	2,4	1,2	2,0

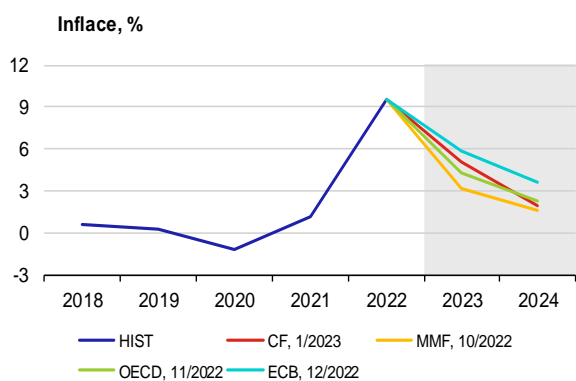


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,3	4,7	6,6	5,8
2024	2,2	2,6	2,4	3,3

Řecko

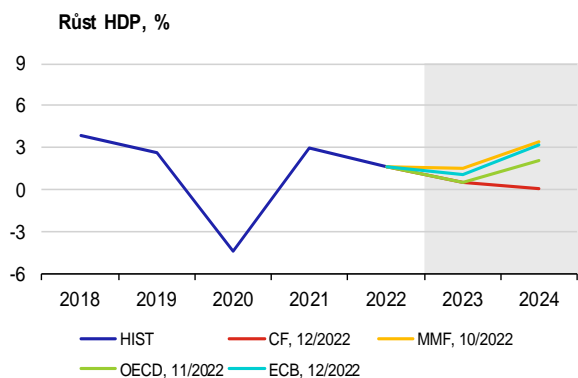


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	1,8	1,6	1,5
2024	2,1	2,2	1,6	3,0

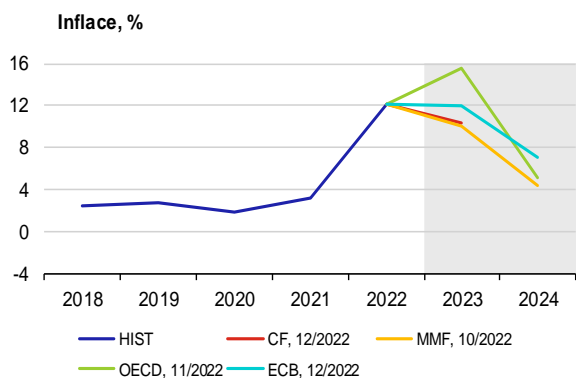


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,1	3,2	4,3	5,8
2024	1,9	1,6	2,3	3,6

Slovensko

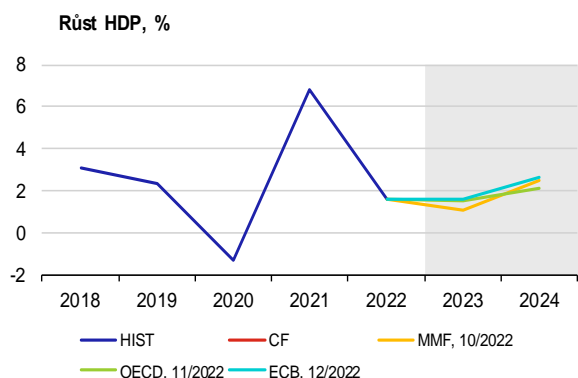


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	1,5	0,5	1,1
2024	0,0	3,4	2,1	3,2

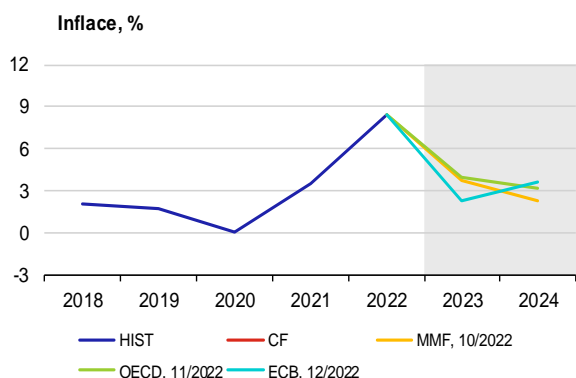


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,3	10,1	15,5	11,9
2024		4,4	5,1	7,0

Lucembursko

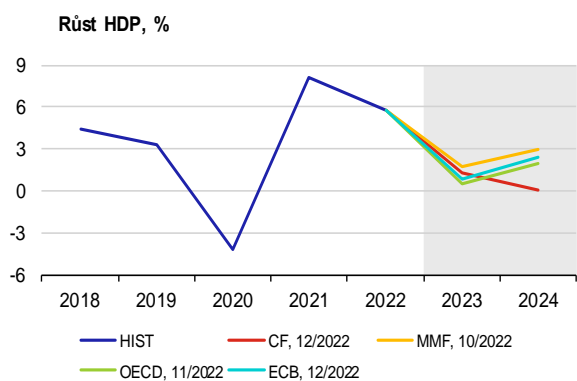


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	1,1	1,5	1,6
2024	n. a.	2,5	2,1	2,6

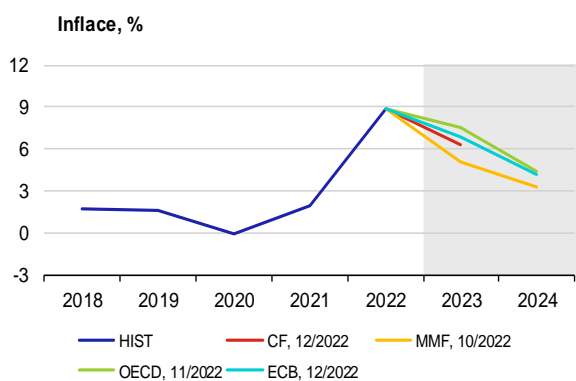


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,7	4,0	2,3
2024	n. a.	2,3	3,2	3,6

Slovensko

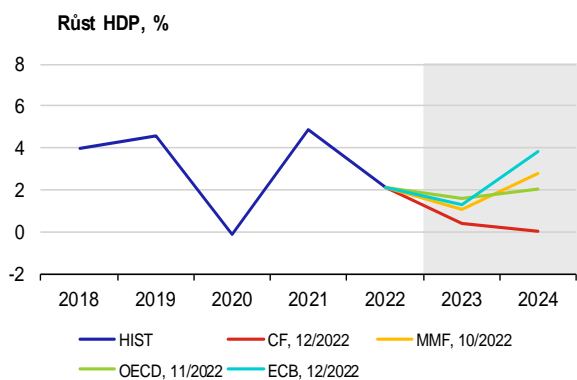


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,3	1,7	0,5	0,8
2024	0,0	3,0	2,0	2,4

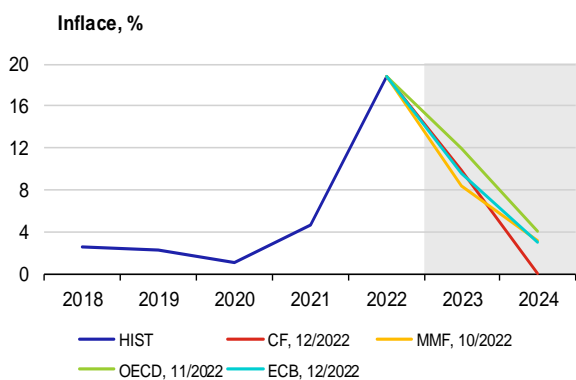


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,3	5,1	7,5	6,8
2024		3,3	4,4	4,2

Litva

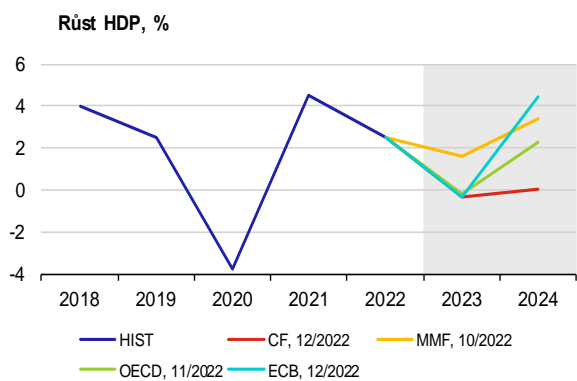


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	1,1	1,6	1,3
2024		2,8	2,0	3,8

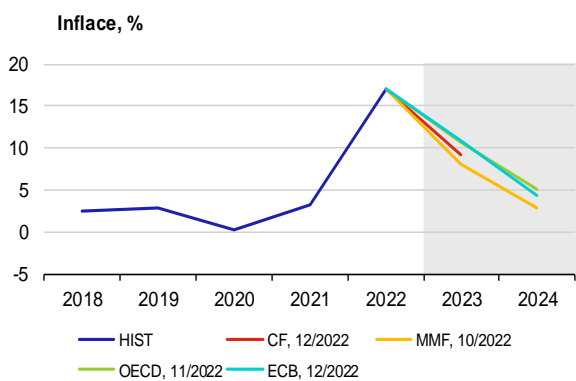


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,9	8,4	11,9	9,5
2024		3,2	4,0	3,0

Lotyšsko

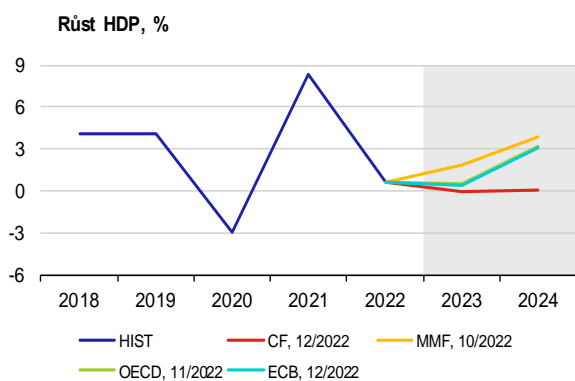


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,3	1,6	-0,2	-0,3
2024		3,4	2,3	4,4

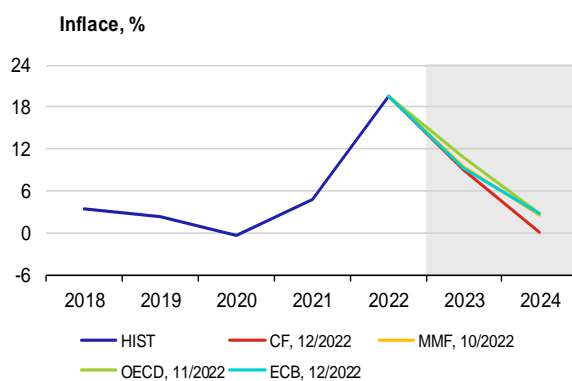


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,2	8,0	10,7	10,9
2024		2,9	5,0	4,4

Estonsko

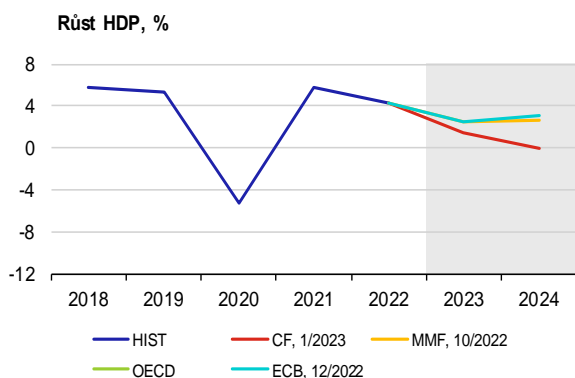


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	1,8	0,5	0,4
2024		3,8	3,2	3,1

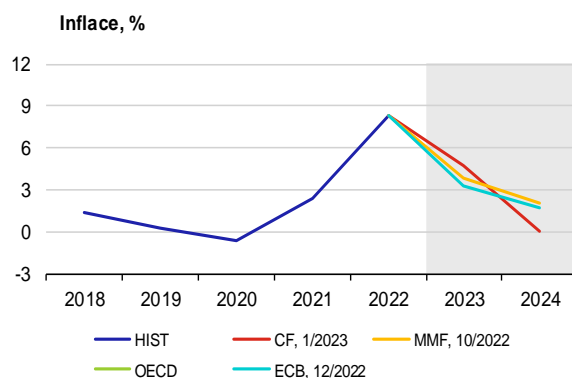


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,1	9,5	10,8	9,3
2024		2,5	2,8	2,8

Kypr

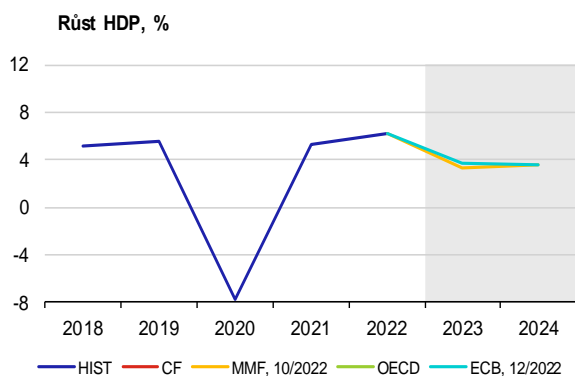


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,5	2,5	n. a.	2,5
2024		2,6	n. a.	3,1

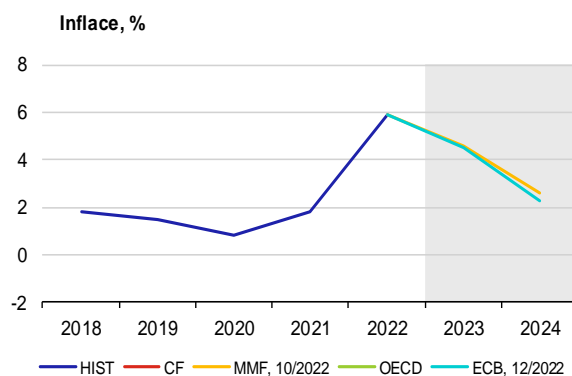


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,7	3,8	n. a.	3,3
2024		2,1	n. a.	1,7

Malta

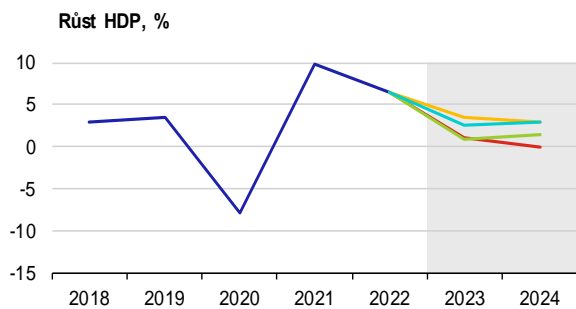


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,3	n. a.	3,7
2024	n. a.	3,6	n. a.	3,6

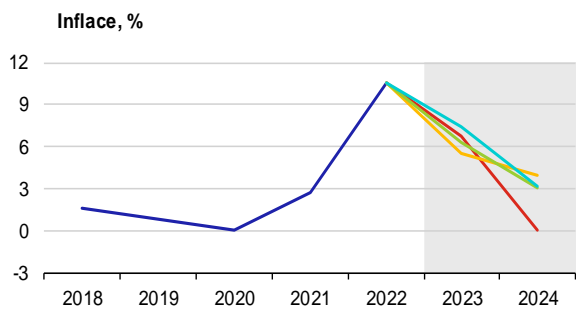


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	4,6	n. a.	4,5
2024	n. a.	2,6	n. a.	2,3

Chorvatsko



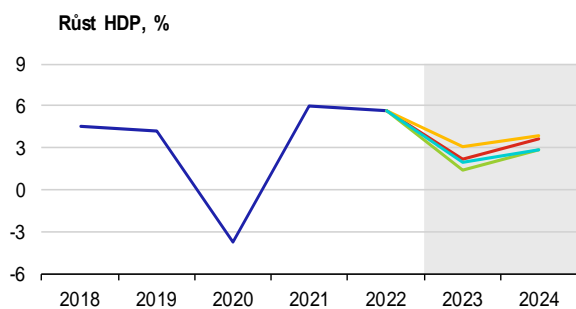
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,1	3,5	0,8	2,5
2024	0,0	3,0	1,5	3,0



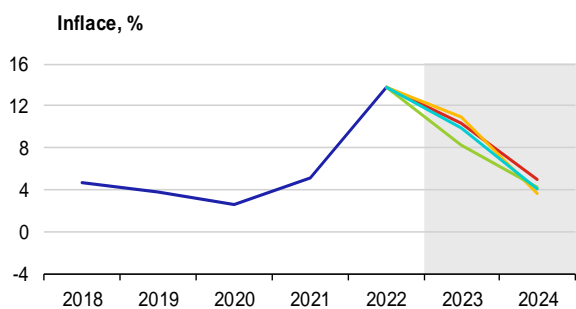
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,7	5,5	6,3	7,4
2024	0,0	3,9	3,1	3,2

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

Rumunsko



	CF	MMF	OECD	OE
2023	2,2	3,1	1,4	2,0
2024	3,6	3,8	2,8	2,9



	CF	MMF	OECD	OE
2023	10,4	11,0	8,3	9,9
2024	4,9	3,6	4,2	4,0

A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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

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

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