

Globální ekonomický výhled

— květen 2022



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Čína	6
II.5 Spojené království	7
II.6 Japonsko	7
II.7 Rusko	8
II.8 Polsko	8
II.9 Maďarsko	9
II.10 Výběr ze zemí – Jihoafrická republika	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
Ekonomické dopady případného zastavení dodávek energetických surovin z Ruské federace do Evropy	14
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2022	21
A2. Změna predikcí pro rok 2023	21
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	22
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	22
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	29
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	30

Datum uzávěrky dat

13. května 2022

Sběr dat CF

9. května 2022

Datum publikace GEVu

20. května 2022

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod, V. Zaostřeno na...
Petr Polák	Editor, II.3 Spojené státy
Soňa Benecká	II.1 Eurozóna, II.2 Německo, V. Zaostřeno na...
Michaela Ryšavá	II.5 Spojené království
Martin Kábrt	II.6 Japonsko
Alexis Derviz	II.4 Čína
Oxana Babecká	II.7 Rusko
Jaromír Tonner	II.8 Polsko, II.9 Maďarsko
Jan Hošek	II.10 JAR, IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity, V. Zaostřeno na...
Martin Motl	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Evropa je vystavena válce již čtvrt roku!!! Ukrajina se ruské agresi za materiální pomoci západu statečně brání, Ruská federace je stále více izolována a za agresi téměř bezvýhradně odsuzována. V obavách o svoji bezpečnost uvažují doposud neutrální Finsko a Švédsko o členství v NATO.

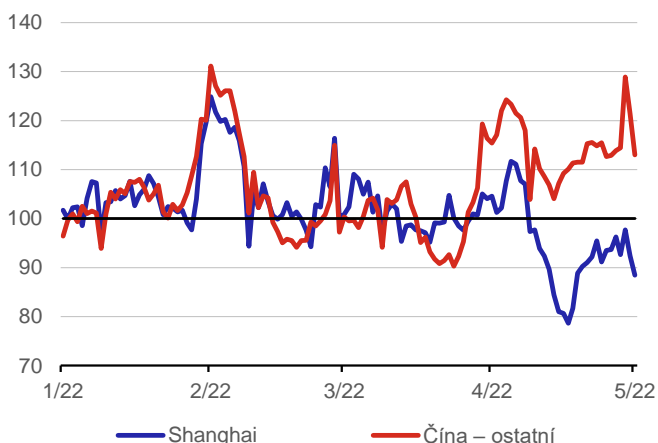
Důsledky války na Ukrajině mají výrazné ekonomické dopady. Evropská unie propočítává, jak se vyrovnat s případným zastavením dodávek plynu z Ruska, sama již navrhla odklon od odebírání ruské ropy, což bude pro mnohé státy velmi bolestné. Globální potravinová bezpečnost je rovněž ohrožena, bude chybět zejména ukrajinská pšenice, ale i třeba kukuřice či slunečnicový olej, a to jak samotnou sníženou produkcí, tak nemožností vývozu skrze válkou zmítané černomořské přístavy a jejich blokování Ruskem.

Výrazná omezení na straně nabídky ještě dále zesílí proinflační působení ve světě, na které již i ty váhavé centrální banky budou muset reagovat. Jestřábí rétorika i činy Fedu vyznívají jasně. Hlasy znějící z FOMC potvrzují potřebu dalšího zvýšení úrokových sazeb o 50 b. b. na červnovém a zřejmě i na červencovém zasedání. Dále připravují trhy na to, že zvyšování sazeb se neobjede bez negativních dopadů na ekonomický růst a nezaměstnanost. Někteří členové Rady guvernérů ECB se za poslední měsíc viditelně názorově posunuli a připouštějí první zvýšení depozitní sazby ECB již na červencovém zasedání, tedy při první možné příležitosti po ukončení čistých nákupů aktiv v rámci programu APP. V jestřábím rozletu však bude ECB omezována růstem výnosů dluhopisů předlužených zemí eurozóny, zejména pak Itálie a Řecka.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak čínská politika nulové tolerance k nákaze covid-19 dopadá na námořní dopravu. Ta je pro chod světového hospodářství nepostradatelná. Příkladem je provoz klíčového čínského přístavu v Shanghai, který je od začátku dubna velmi omezen, což se projevilo i v nárůstu čekací doby na odbavení lodí. Zatím není jasné, kdy bude provoz nejen přístavu, ale také podniků v této oblasti znovu plně obnoven. Tato situace prodlužuje déletrvající potíže v odběratelsko-dodavatelských řetězcích a společně s válečnou situací na Ukrajině přispívá skrze omezení na straně nabídky k rychlejšímu růstu inflace.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „[Ekonomické dopady případného zastavení dodávek energetických surovin z Ruské federace do Evropy](#)“. Článek si klade za cíl načrtnout rámcový popis makroekonomických vazeb, které jsou relevantní pro pochopení dopadů způsobených zastavením toku energetických komodit z Ruské federace, a současně pak představit vlastní modelovou simulaci dopadů do ekonomiky eurozóny.

Odbavení kontejnerového nákladu z čínských přístavů, index 100 = leden 2022



Zdroj: Kiel Trade Indicator
Pozn.: 10denní klouzavý průměr

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP	2022	2,7	2,0	2,8	3,8	2,0	4,7	-10,0
	2023	2,2	2,4	2,1	1,0	1,9	5,1	-0,7
Inflace	2022	6,8	6,6	7,2	7,8	1,7	2,2	21,8
	2023	2,6	3,0	3,3	4,3	1,1	2,3	7,8
Nezaměstnanost	2022	7,0	5,0	3,6	4,0	2,7	3,4	7,6
	2023	6,8	4,9	3,6	4,0	2,6	3,3	7,8
Kurz	2022	1,11	1,11		1,31	123,3	6,63	85,9
	2023	1,14	1,14		1,34	119,9	6,46	88,8

Zdroj: Consensus Forecasts (CF), Oxford Economics

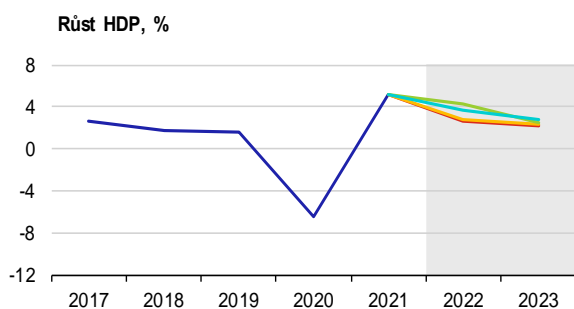
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II.1 Eurozóna

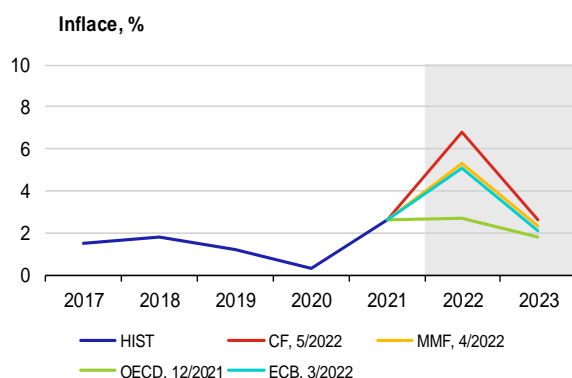
Podle předběžných údajů vzrostla ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí 2022 jen mírně, na čemž měla kromě další krátké vlny pandemie svůj podíl také invaze Ruska na Ukrajinu. Růst HDP dosáhl 0,2 % mezičtvrtletně, když pokles v Itálii (-0,2 %) byl více než vyvážen kladným růstem ve Španělsku (+0,3 %) a Německu (+0,2 %). Francouzská ekonomika mezičtvrtletně stagnovala. Jak naznačují podrobnější údaje z Francie a Španělska, pandemická omezení tlumila dynamiku spotřeby domácností, zatímco kladný příspěvek k růstu měla hrubá tvorba kapitálu. Lze očekávat, že za vývojem stojí vyšší tvorba zásob z titulu přetrvávajících komplikací v dodavatelských řetězcích. Na firmy v eurozóně také dopadají potíže v souvislosti s vládními uzavírkami v Číně a narušením globální logistiky. První údaje za duben pak naznačují, že úleva zatím není na obzoru. Indikátor PMI pro zpracovatelský průmysl se sice stále pohybuje v pásmu expanze, ale dubnová hodnota je nejnižší od ledna 2021 při jen velmi malém nárůstu subindexu pro aktuální výstup. Zvolnilo tempo růstu nových objednávek, zatímco cenová očekávání se opět vyšplhala na pětiměsíční maximum. Naopak PMI v sektoru služeb se v dubnu přiblížilo úrovním z léta loňského roku. Kromě značného růstu nové obchodní aktivity se zvyšuje i poptávka po zaměstnancích.

Inflační tlaky v eurozóně jsou stále značné. Prudký nárůst cen energetických komodit po vypuknutí války sice později zkorigoval a řada zemí přistoupila k rychlé implementaci opatření proti energetické chudobě, ale vliv energií je stále značný. Do vysokých jádrových cen se promítají potíže v dodavatelských řetězcích, sekundární efekty energetického šoku či slábnoucí euro. Inflace dělá vrásky na čele řadě představitelů ECB, kteří už mluví o prvním zvyšování sazeb začátkem léta.

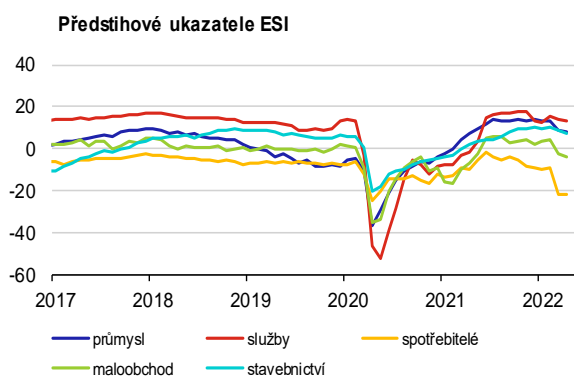
Květnová publikace CF se opět nesla ve znamení vyšší očekávané inflace v eurozóně a nižších růstových vyhlídek. Znatelně výše se pak posouvá výhled sazeb EURIBOR, přičemž výnosy vládních dluhopisů (zjm. italských a řeckých) již nyní citelně poskočily výše. ECB dokonce zvažuje nové nástroje, které by mohla rychle implementovat při další fragmentaci na dluhopisových trzích.



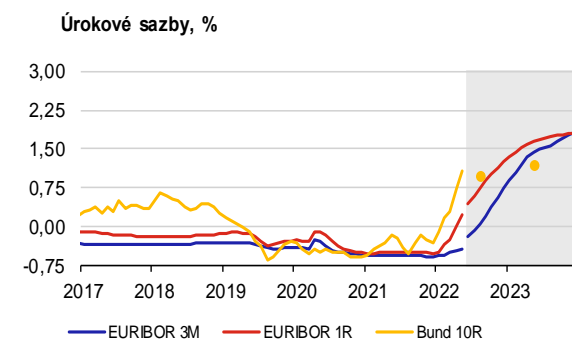
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2.7	2.8	4.3	3.7
2023	2.2	2.3	2.5	2.8



	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6.8	5.3	2.7	5.1
2023	2.6	2.3	1.8	2.1



	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
2/22	13,4	15,2	-9,5	4,2	10,0
3/22	9,0	13,6	-21,6	-2,4	8,9
4/22	7,9	13,5	-22,0	-4,3	7,1



	4/22	5/22	8/22	5/23
3M EURIBOR	-0,45	-0,42	0,05	1,45
1Y EURIBOR	0,01	0,24	0,76	1,65
10Y Bund	0,76	1,07	1,00	1,20

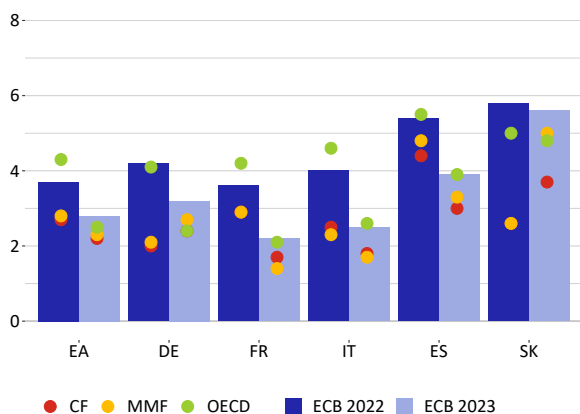
II.2 Německo

V prvním čtvrtletí 2022 zaznamenala německá ekonomika jen mírný růst a vyhlídky pro druhé čtvrtletí se zhoršily.

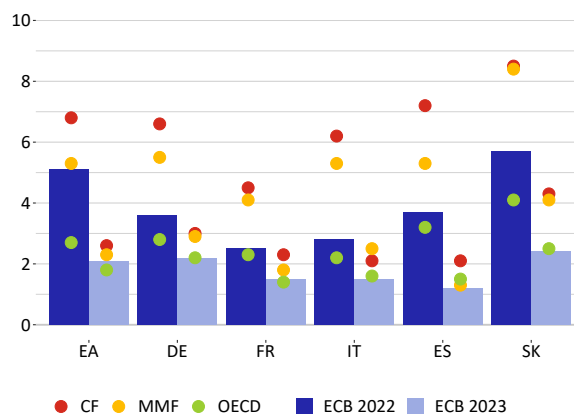
Růst HDP dosáhl mezičtvrtletně 0,2 %, zatímco v meziročním srovnání byl HDP výše o 3,7 %. Přesto zůstává pod úrovní před nástupem pandemie covidu. Ještě není znám vývoj složek HDP, ale podle měsíčních údajů utrpěl zejména německý průmysl, zatímco služby se začaly pozvolna vymaňovat z covidového útlumu. Propad německého průmyslu v březnu byl značný (-3,9 % meziměsíčně), když kromě sankcí proti Rusku brzdily aktivitu podniků i uzavírky v Číně, logistické potíže a okamžitý dopad vysokých cen energií. V podobném rozsahu poklesly také německé vývozy, když nárůst vývozu do USA nestačil vyvážit propad vývozu do Spojeného království a Číny. Objednávky u německých podniků, na konci minulého roku velmi bohaté, se také výrazně snížily, zejména vlivem poklesu objednávek z oblastí mimo eurozónu. Krátkodobý výhled pro německou ekonomiku tedy není příliš povzbudivý. Ani dubnový PMI pro zpracovatelský průmysl nevyznívá pozitivně. Sice zůstal v pásmu expanze, ale subindex pro produkci poprvé od června 2020 poklesl. Očekávání růstu výroby se zhoršila, zatímco ceny vstupů dál rostly. Na německé spotřebitele doléhá vysoký růst cen. Řada indikátorů potvrzuje propad sentimentu spotřebitelů, když inflace v Německu vyšplhala v dubnu na 7,4 %. Třebaže podpora státu v energetické krizi je nebývale štědrá, vysoké účty za paliva, energie a potraviny mohou spotřebitele zbrzdít v postcovidovém utrácení zejména za služby, které po uzavírkách ožívají. PMI pro služby ale zatím vyznívá příznivě, což by mohlo ve druhém čtvrtletí podržet německou ekonomiku poblíž stagnace.

Analytici CF opět snížili výhled pro růst německého hospodářství a zároveň přehodnotili očekávanou inflaci směrem nahoru. Růst HDP tak v letošním roce dosáhne 2 % a v příštím roce mírně zrychlí na 2,4 %, zatímco průměrná inflace letos dosáhne 6,6 % a v roce 2023 zpomalí na 3 %. Nový výhled CF je tak blízko výhledu německého ministerstva hospodářství. Rizikem je však zastavení dodávek plynu z Ruska, jehož případný dopad na HDP odhadla Bundesbanka asi v rozsahu 5 % ještě v tomto roce.

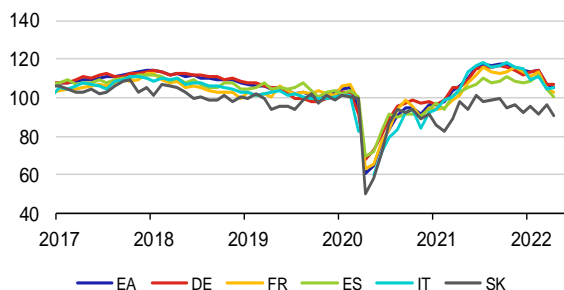
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



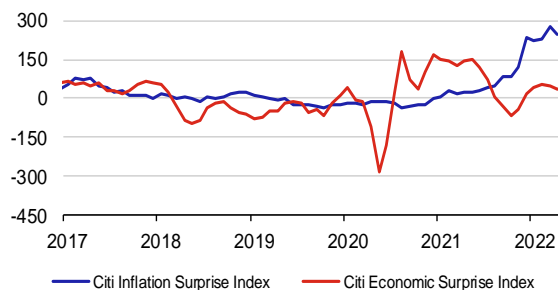
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



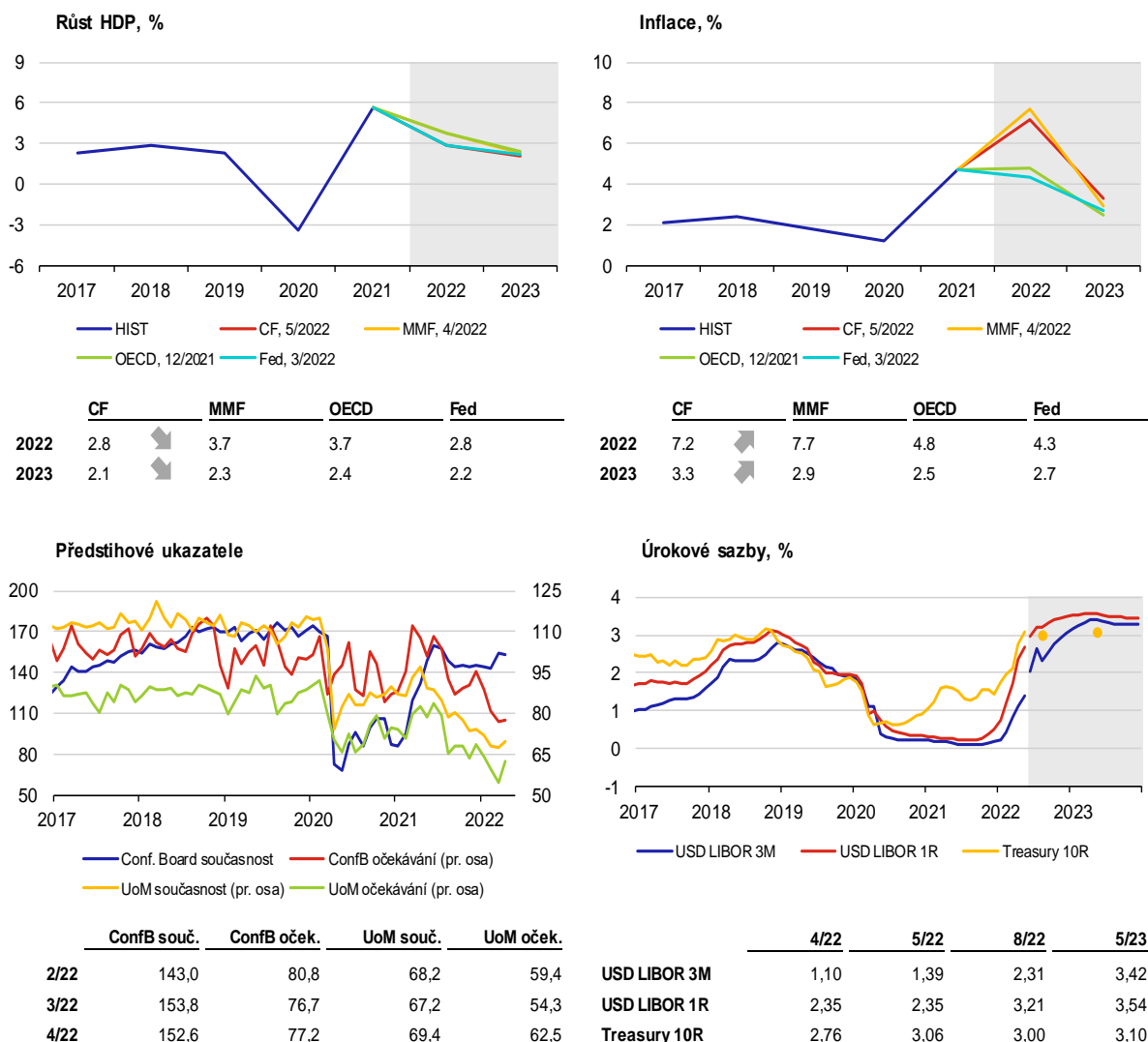
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	EA	DE	FR	ES	IT	SK	5y5y	SPF
2/22	114,5	114,1	113,0	111,7	111,2	91,3	3/22	2,17
3/22	106,7	107,2	104,2	104,7	104,1	96,2	4/22	2,37
4/22	105,0	107,1	102,8	100,2	105,4	91,1	5/22	2,35

II.3 Spojené státy

Americká ekonomika zažila v prvním čtvrtletí letošního roku nečekaný propad (mezičtvrtletně o 1,4 %). Dle výhledů a komentářů analytiků se však není důvod obávat přicházející recese, neboť jde o propad způsobený poklesem vývozu a domácí fundamenty zůstávají robustní. Spotřeba domácností v prvním čtvrtletí rostla mezičtvrtletně o 2,7 % a investice firem dokonce o 9,2 %. Trh práce zůstává napjatý, v dubnu bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno 428 tisíc nových pracovních míst. Míra participace zatím nedosáhla předpandemických hodnot a její růst se zastavil. Současně se zvyšuje počet lidí, kteří podávají výpověď, a roste také mzda. Předstihové indikátory zatím naznačují pozitivní sentiment – PMI ve službách byl v dubnu na hodnotě 55,6 a PMI ve výrobě v dubnu dosáhl hodnoty 59,2. Propad HDP v prvním čtvrtletí se propsal do poklesu výhledu HDP v letošním roce. Nový výhled analytiků CF předpokládá letošní růst HDP o 2,8 %, v příštím roce pak o 2,1 %.

Druhým problémem americké ekonomiky zůstává vysoká inflace, na kterou reaguje Fed zpřísněním své měnové politiky. V dubnu dosáhl růst spotřebitelských cen 8,3 % meziročně, což bylo způsobeno zejména růstem cen energií (30,3 %), potravin (9,4 %) a služeb (5,4 %). Celková inflace byla v dubnu nižší, než v březnu, rychleji ale rostou ceny potravin. Výhled inflace z dílny analytiků CF byl opět, podobně jako pro další země, posunut směrem nahoru, a to jak pro letošní, tak příští rok. Americká centrální banka na svém květnovém zasedání zvýšila úrokovou sazbu o 50 b. b. a současně ohlásila, že od června začne odprodávat nakoupená aktiva tempem 47,5 mld. USD měsíčně v následujících 3 měsících. Předseda J. Powell zatím vyloučil větší kroky ve zvyšování sazeb s tím, že prudké zvýšení by představovalo riziko pro americkou ekonomiku. Nicméně uvedl, že kročení inflace bude i tak bolet. Na současnou inflaci a kroky centrální banky reagují americké finanční trhy, které se postupně propadají. Velký šok postihl na začátku května také trh kryptoaktiv, který odepisuje desítky procent. I přes klesající trhy a posilující americký dolar však do USA proudí velké množství kapitálu.



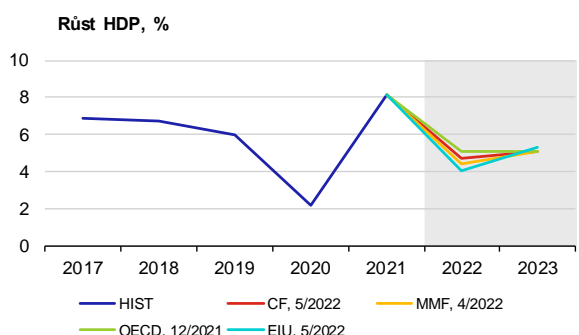
II.4 Čína

Čínský hospodářský růst (4,8 % v prvním čtvrtletí) se zlepšil oproti 4 % na konci roku 2021. Za tímto aktuálním číslem se skrývá nerovnoměrný sektorový vývoj: zatímco meziroční růst průmyslové produkce dosáhl v březnu o 5 %, nezaměstnanost (dle oficiálních šetření) vzrostla na 5,8 % a maloobchodní prodeje dokonce meziročně klesly o 3,5 %. Cílem čínské vlády pro letošní rok je růst „kolem 5,5 %“. Rizika nenaplnění tohoto cíle mezitím přibývají. Na spotřebu a služby má trvale nepříznivý vliv uplatňovaná politika covidové nuly spojená s rozsáhlými (a mnohdy nepředvídatelnými) lockdowny, zatímco průmysl bude pravděpodobně i nadále čelit problémům s dodávkami surovin a možnými náhlými skoky jejich cen. Zdroje růstu budou pravděpodobně posilovat na straně investic do infrastruktury na úkor výstavby rezidenčního bydlení, kde přetrvává útlum spojený s konsolidací zadlužení.

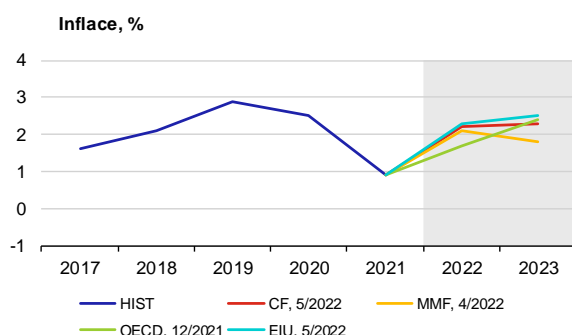
Ukazatele ekonomické důvěry v dubnu výrazně klesly pod hranici 50 bodů. Například Caixin General Manufacturing PMI v průmyslu činil 46 – nejnižší za posledních 26 měsíců. Ještě hůř vypadá PMI ve službách (42 oproti březnovým 50,2). Alternativní ukazatele ekonomické aktivity dostupné v obdobích mezi čtvrtletními statistikami HDP, například CAT (Cyclical Activity Tracker) za duben, ukazují na trvalý hospodářský zpomalení.

Růst spotřebitelských cen v březnu zůstal na prosincové hladině (1,5 %), větší růst byl tlumen poklesem cen potravin. Výhled analytiků komerčních bank počítá s růstem CPI během letošního roku na hodnoty kolem 2,2 %. V souladu s většinovými očekáváními se zastavil loňský růst PPI (8,8 % v únoru a 8,3 % v březnu oproti dvouciferným hodnotám na konci loňského roku), ale opakované turbulence na trzích komodit by mohly toto zklidnění narušit.

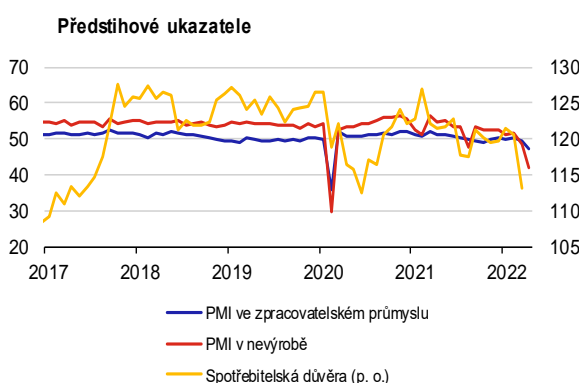
Čínský zahraniční obchod se v dubnu nedokázal udržet na březnových hladinách. Objemy vývozu zůstaly pod březnovou úrovní o necelé 2%, ale oproti stejnému období před rokem jde naopak o mírný nárůst. Dovozy oproti březnovým hodnotám také poněkud klesly (přibližně o 2,7%), a počínaje podzimem r. 2021 je patrný klesající trend, ačkoli se již neopakoval propad z února t.r. Logistické překážky na straně dovozů mají podle všeho hlubší a déletrvající dopad.



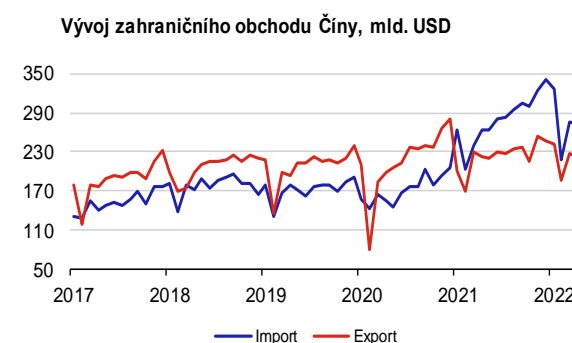
	CF	MMF	OECD	OE
2022	4.7	4.4	5.1	4.0
2023	5.1	5.1	5.1	5.3



	CF	MMF	OECD	OE
2022	2.2	2.1	1.7	2.3
2023	2.3	1.8	2.4	2.5



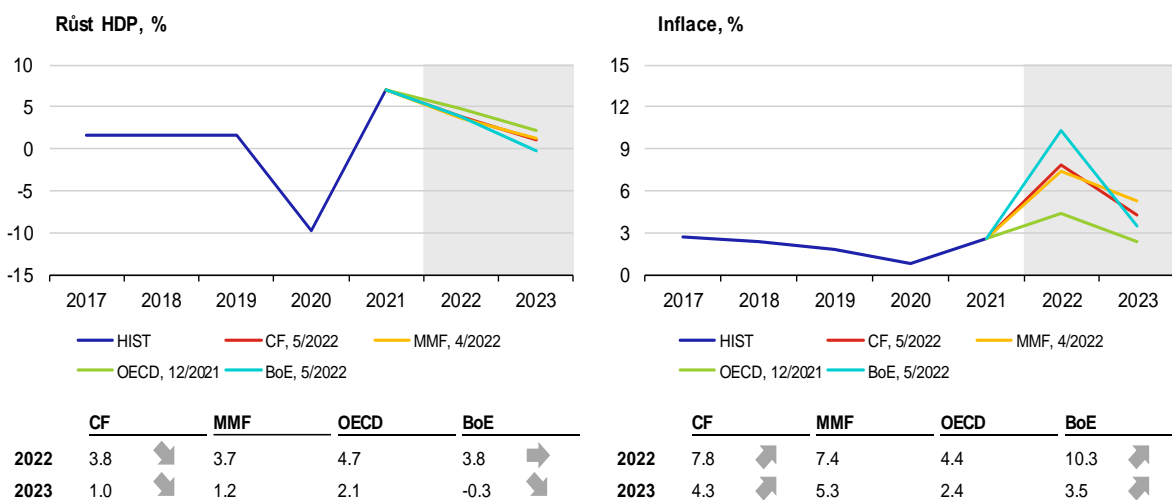
	PMI zprac. prům.	PMI v nevyrobě	Spotřebitelská důvěra (p. o.)
2/22	50,2	51,6	120,5
3/22	49,5	48,4	113,2
4/22	47,4	41,9	



Zdroj: Bloomberg

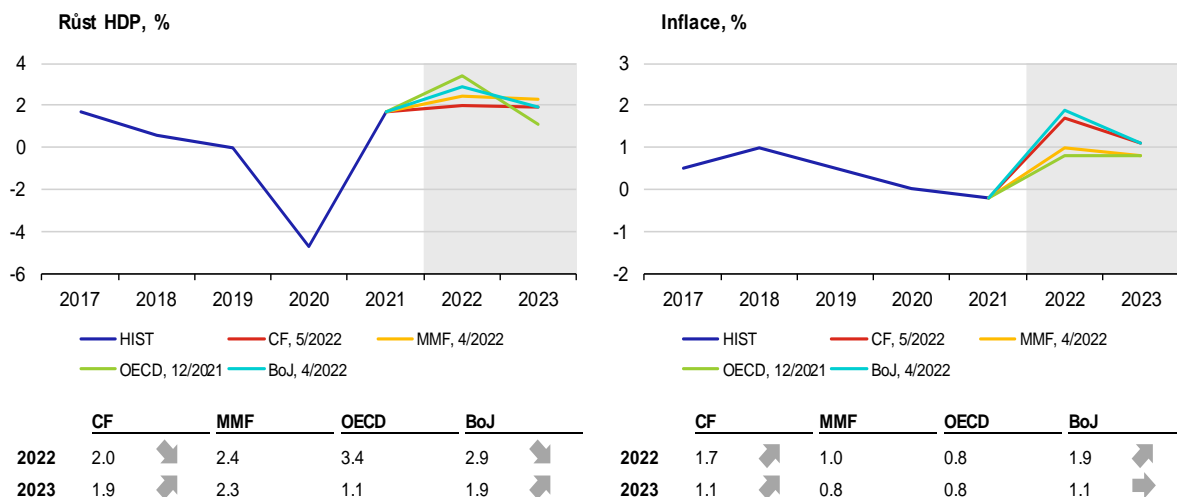
II.5 Spojené království

BoE varovala před zvyšujícím se rizikem recese britské ekonomiky a zvýšila základní úrokovou sazbu na 1 %. Navýšení sazby o čtvrt procentního bodu ji dostalo na nejvyšší úroveň od února 2009. Ve své nové prognóze BoE očekává, že inflace v letošním roce dále poroste až na vrchol okolo 10 %, což odráží vyšší ceny energií, potravin, základního zboží a služeb. V roce 2023 je očekáván pokles inflace a přibližně za dva roky její návrat k blízkosti 2% cíle. Ekonomický růst by měl zpomalit, přičemž pro rok 2023 je predikován dokonce pokles HDP (o 0,3 %). Pod tlakem jsou hlavně reálné disponibilní příjmy domácností, kdy rostoucí životní náklady brzdí spotřebitelské výdaje. Průzkumy podnikatelské aktivity zatím zůstávají obecně silné. Kompozitní ukazatel PMI v dubnu mírně poklesl na hodnotu 58,2, avšak drží se již delší dobu bezpečně v pásmu expanze a poukazuje na silný růst soukromého sektoru. Sektor služeb však ztratil svou dynamiku, mimo jiné kvůli rostoucím nákladovým tlakům, zatímco zpracovatelský sektor si mírně polepšil.



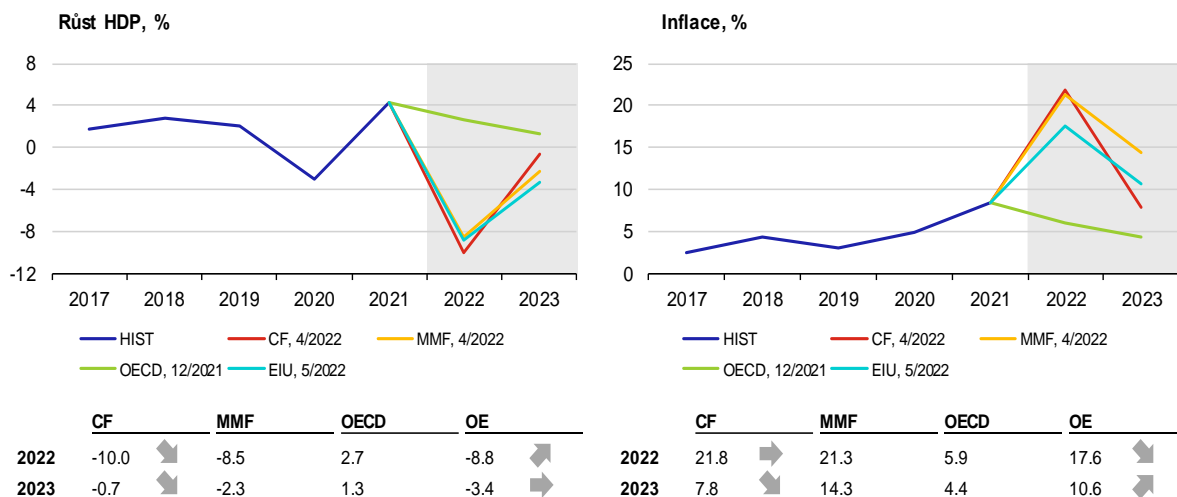
II.6 Japonsko

BoJ ve střednědobém horizontu stále vnímá příliš nízkou inflaci jako hlavní výzvu pro měnovou politiku. Třebaže nová dubnová prognóza centrální banky očekává spotřebitelskou inflaci v krátkodobém výhledu mírně nad cílem, většina členů bankovní rady nadále považuje za větší problém očekávaný návrat k cenové stagnaci, až odezní vliv zdražení komodit. I proto BoJ na dubnovém zasedání potvrdila pokračování extrémně uvolněné měnové politiky. Nová prognóza dále očekává nižší ekonomický růst v důsledku války na Ukrajině, šíření pandemie covid-19 v asijských zemích a souvisejících ekonomických rizik. Dubnové indikátory podnikatelské nálady ukázaly pokračující mírné zlepšování v průmyslu i ve službách. Spotřebitelský sentiment ale zhruba stagnoval na březnové úrovni, která byla nejnižší za posledních 12 měsíců. Přispívá k tomu i vnímaná inflace, která citelně převyšuje tu oficiální.



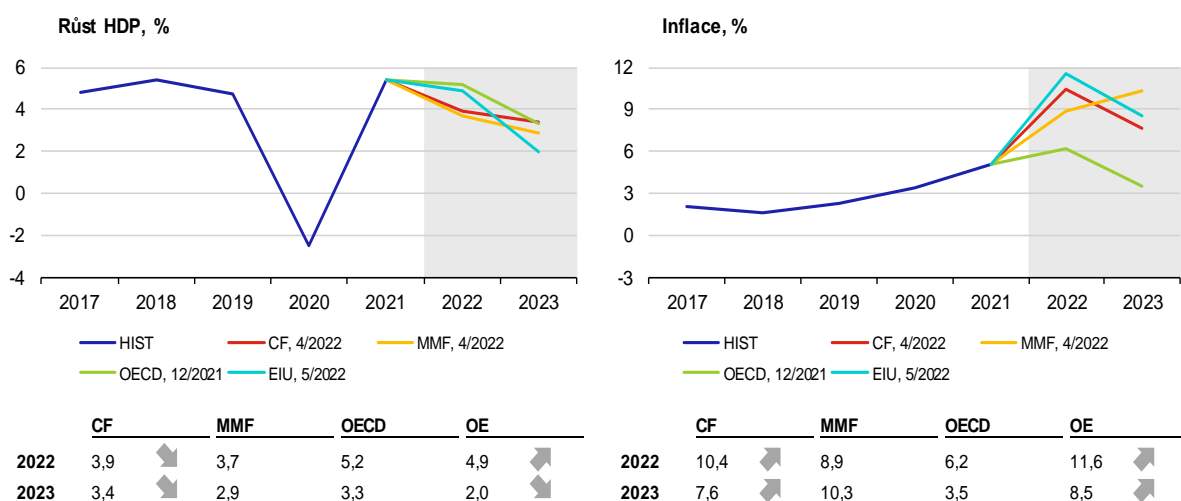
II.7 Rusko

Ruská ekonomika počítá s nutností výrazné reorientace. Květnová prognóza Ruské centrální banky (CBR) na letošní rok v souladu s CF očekává pokles HDP v rozmezí 8 až 10 %. Pro příští rok je banka, na rozdíl od CF, poněkud pesimističtější a očekává pokles ekonomiky až 3 %. Vychází přitom z nutnosti výrazné reorientace výroby a mezinárodního obchodu RF vlivem sankcí, což by podle CBR měla ekonomika zvládnout do roku 2024. Pak by se HDP, vývozy a dovozy měly vrátit na růstovou trajektorii. Dle nových předpokladů prognózy CBR dosáhne letos pokles dovozů 32,5 až 36,5 %, vývozy poklesnou o 17 až 21 %. Devizové rezervy Ruska se k 6. květnu snížily na 592,1 mld. USD. Jejich pokles z rekordní úrovně, dosažené letos k 18. únoru, činil 7,9 % (51,1 mld. USD). V zemi se mírně uvolnilo řízení měnového kurzu a toků kapitálů. Měnověpolitická sazba byla snížena o 3 p. b. na 14 %. Střednědobý výhled CBR počítá za příznivých okolností s jejím dalším snížením v letošním roce k 12 %. Dubnová inflace přitom dosáhla 17,8 %.



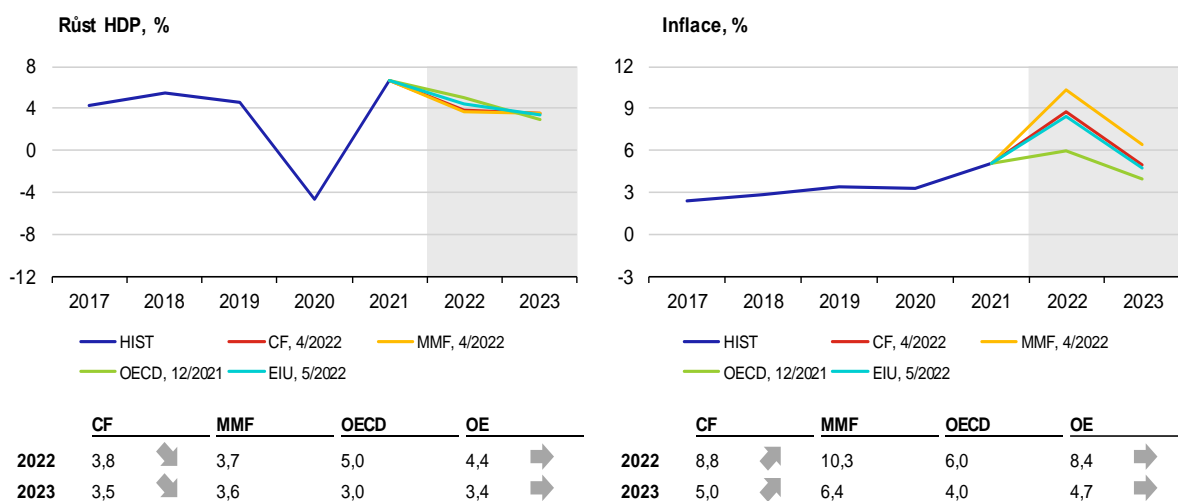
II.8 Polsko

Příliv uprchlíků do Polska v důsledku války na Ukrajině a strmý růst cen komodit tlačí polskou inflaci na historická maxima. Meziroční růst spotřebitelských cen v dubnu opět zrychlil (na 12,4 % z 11 % v březnu) v důsledku válkou narušených globálních dodavatelských řetězců, růstu cen energií a růstu poptávky od uprchlíků z Ukrajiny. Důvěra spotřebitelů v polskou ekonomiku se drží na historicky nejnižších úrovních a i šetření důvěry podnikatelů vyznívá silně pesimisticky, i přes mírné korekce březnového šoku. Hrozba vysoké inflace a jejího přelivu do inflačních očekávání však zřejmě veškerá další rizika převažuje, a tak bankovní rada Polské národní banky na svém zasedání 5. května rozhodla opět zvýšit úrokovou sazbu ze 4,5 % na 5,25 %. Trh práce zatím vykazuje velkou míru odolnosti. Růst nominálních mezd v podnikatelském sektoru neustále zrychluje (12,4 % za březen), nezaměstnanost se drží na historických minimech kolem 5,5 %.



II.9 Maďarsko

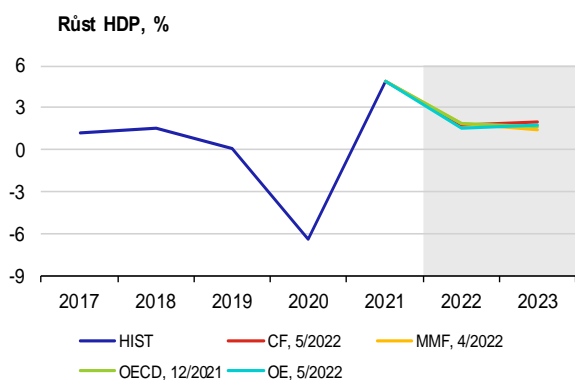
Maďarská národní banka (MNB) nevzdává svůj boj proti vysoké inflaci a proti tlaku na výprodej forintu v důsledku růstu cen komodit a války na Ukrajině. Proto se bankovní rada MNB na svém zasedání 26. dubna rozhodla už po jedenácté za sebou zvýšit základní úrokovou sazbu, opět o rekordní jeden procentní bod z 4,4 % na 5,4 %. Jistě byl silným motivem i fakt, že meziroční růst spotřebitelských cen v dubnu zrychlil na 9,5 % z březnových 8,5 % a jádrová inflace vzrostla až na hodnotu 10,3 %. Důvěra podnikatelů v maďarskou ekonomiku dle GKI Economic Research zastavila sestupný trend a dosáhla na vysokou hodnotu 10,5 srovnatelnou s hodnotami naposledy naměřenými v průběhu roku 2019. Ani maďarský trh práce zatím nevykazuje známky útlumu, což je patrné z dvojciferných růstů mezd a velmi nízké nezaměstnanosti. Naopak růst průmyslové produkce v březnu meziročně zpomalil (na 3,6 % oproti 4,8 % v únoru), a to prakticky ve všech odvětvích.



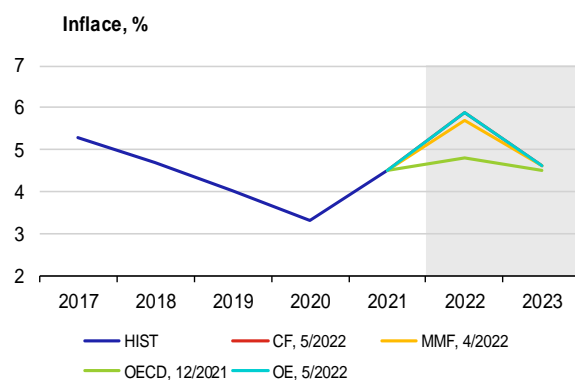
II.10 Výběr ze zemí – Jihoafrická republika

Ekonomika Jihoafrické republiky (JAR) byla historicky značně závislá na těžebním průmyslu. Tato závislost se sice v posledních letech rychle snižuje ve prospěch rostoucího podílu služeb na HDP, nicméně velká část ekonomiky je nadále závislá na vývozu komodit a jihoafrický rand (ZAR) je tak finančními trhy stále považován za komoditní měnu. Těžební průmysl (zlato, diamanty, uhlí, platinové rudy, železná ruda, chrom) přispívá i k rozvoji navazujících odvětví a infrastruktury. Zbytek ekonomiky čelí strukturálním problémům, zejména na trhu práce a kvůli nízkému růstu. Míra nezaměstnanosti se aktuálně pohybuje kolem 35 %. Ekonomika rostla v roce 2021 průměrným tempem 4,9 % a HDP se tak dostal na 98 % úrovně roku 2019, pro letošní rok se ale očekává výrazné růstové zpomalení. Vysoké ceny komodit v současnosti poskytují ekonomice JAR vítanou úlevu, podporují postpandemické oživení a vylepšují rozpočet vlády, který je napjatý kvůli v minulosti přijatým stimulačním opatřením. Ještě v únoru 2021 ministerstvo financí očekávalo deficit vládního rozpočtu pro finanční rok 2020/2021 14 % HDP a jeho postupný pokles v následujících třech letech na 6,3 % HDP. Aktuální prognóza se výrazně zlepšila na 7,8 % HDP v uplynulém finančním roce, pokles by pak měl dále pokračovat na 4,9 % HDP v horizontu následujících tří let. Zadlužení vlády se přitom aktuálně pohybuje kolem 70 % HDP.

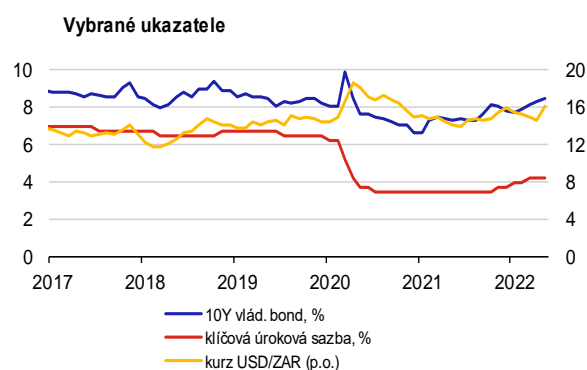
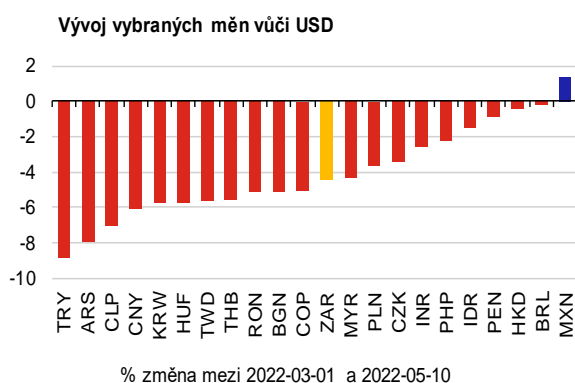
Systém měnové politiky v JAR je založen na inflačním cílování, od roku 2000 je v platnosti inflační pásmo 3 až 6 %. Inflace, která se po většinu roku 2020 udržovala kolem dolní hranice pásma, v první polovině roku 2021 silně vzrostla a k dalšímu růstu došlo koncem roku, kdy se inflace dostala až k 6 %. Důvodem byl zejména růst cen pohonných hmot a potravin. Poté inflace mírně klesla a v březnu se pohybovala na úrovni 5,9 %. Jihoafrická centrální banka (South African Reserve Bank) zvýšila předpověď průměrné letošní inflace na 5,8 % (z 4,2 % před půl rokem – MPR je publikován 2x ročně) s tím, že rizika jsou směrem vzhůru vzhledem k válce na Ukrajině. Kvůli rostoucím inflačním tlakům měnově politická komise centrální banky zvýšila od listopadu 2021 repo sazbu celkem o 0,75 p. b. na aktuálních 4,25 %. Nicméně postoj jak fiskální, tak měnové politiky by měl i nadále podporovat zotavování ekonomiky, zejména pandemií nejhůře zasažených sektorů (stavebnictví, doprava a obchod), které nejvíce přispívají k vysoké míře nezaměstnanosti.



	CF	MMF	OECD	OE
2022	1.7	1.9	1.9	1.5
2023	2.0	1.4	1.6	1.8



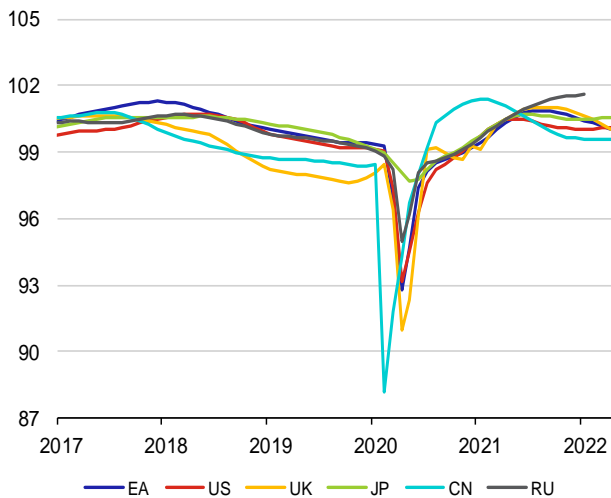
	CF	MMF	OECD	OE
2022	5.9	5.7	4.8	5.9
2023	4.6	4.6	4.5	4.6



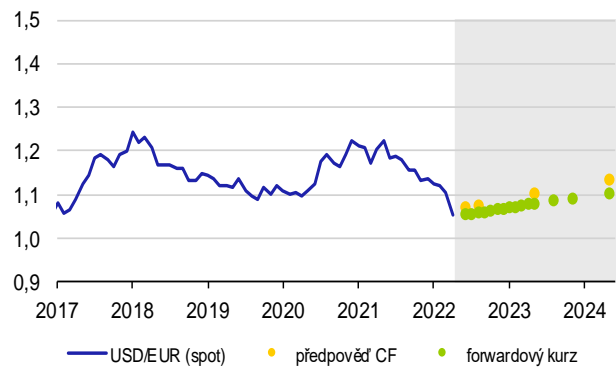
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	USD/ZAR
3/2022	8,13	4,25	14,98
4/2022	8,33	4,25	14,60
5/2022	8,47	4,25	16,20

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

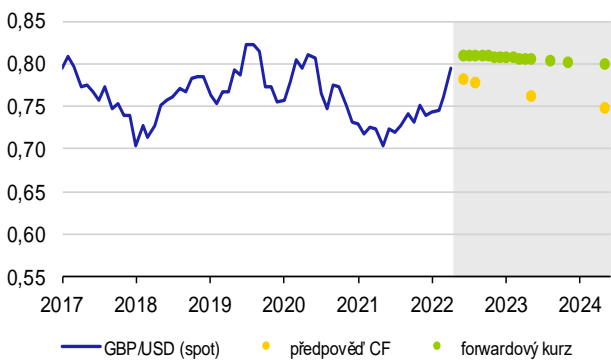


Americký dolar (USD/EUR)



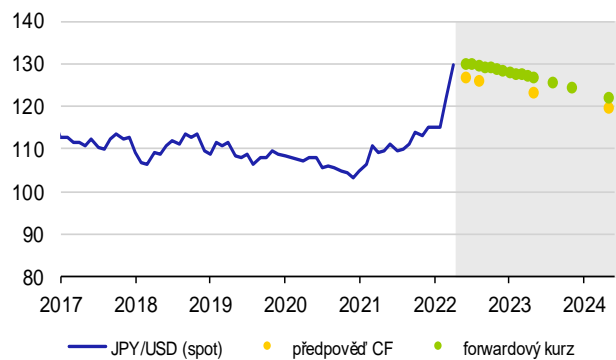
	9/5/22	6/22	8/22	5/23	5/24
spotový kurz	1,053				
předpověď CF		1,073	1,079	1,107	1,135
forwardový kurz		1,058	1,061	1,082	1,104

Britská libra (GBP/USD)



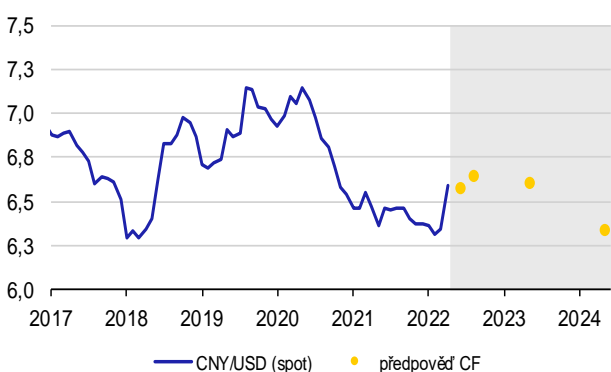
	9/5/22	6/22	8/22	5/23	5/24
spotový kurz	0,812				
předpověď CF		0,784	0,779	0,764	0,749
forwardový kurz		0,811	0,810	0,806	0,800

Japonský jen (JPY/USD)



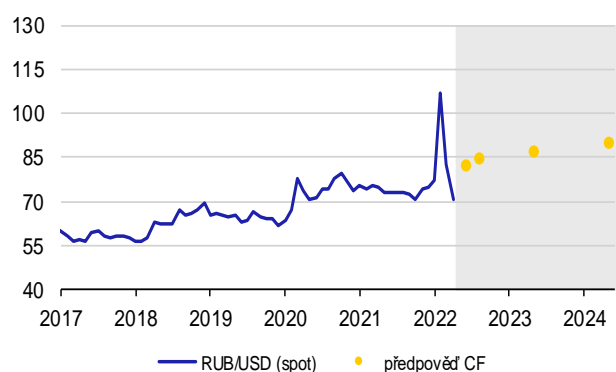
	9/5/22	6/22	8/22	5/23	5/24
spotový kurz	130,5				
předpověď CF		127,0	126,0	123,3	119,9
forwardový kurz		130,2	129,8	126,8	122,4

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/5/22	6/22	8/22	5/23	5/24
spotový kurz	6,724				
předpověď CF		6,577	6,655	6,607	6,347

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/5/22	6/22	8/22	5/23	5/24
spotový kurz	70,01				
předpověď CF		82,43	85,01	87,10	90,03

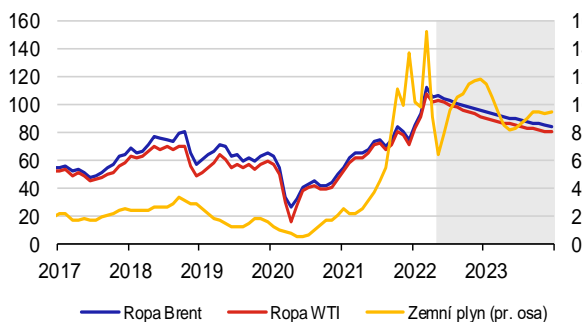
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa

Průměrná cena ropy Brent v dubnu po třech měsících růstu klesla. Snižuje se i rozsah kolísání cen, které se od dubna pohybovaly převážně v rozmezí 100 až 110 USD/barel. Negativní sklon křivky termínovaných kontraktů (backwardation) se na krátkém konci značně zploštil, což naznačuje, že fyzický trh je relativně dobře zásoben, mimo jiné i díky uvolňování ropy ze strategických rezerv (v USA 1 mil. barelů denně od května do října, IEA dalších 60 mil. barelů). K poklesu cen ropy přispělo i snížení výhledu globálního ekonomického růstu pro letošní rok ze strany MMF. Slabší poptávka se očekává v Číně kvůli uzavírkám velkých měst. Rovněž posilování dolaru (díky očekávanému zvyšování úrokových sazeb v USA) tlačilo ceny ropy dolů. A v neposlední řadě na pokles cen ropy působila i sezonně slabší poptávka rafinérií, přičemž vývoz ropy z Ruska se zatím snížil oproti předpokladům méně (mj. díky tomu, že ruská ropa se prodává s diskontem přes 30 USD/barel). Nicméně cena ropy si zachovává vysokou rizikovou prémii kvůli nejistotě, kterou přináší válka na Ukrajině a zvažované sankce na dovoz ruské ropy ze strany EU. Ceny pohonných hmot (zejména motorové nafty) jsou pak dále zvyšovány globálně rostoucími maržemi rafinérií, neboť trh produktů je napjatý kvůli slabé nabídce a nízkým zásobám.

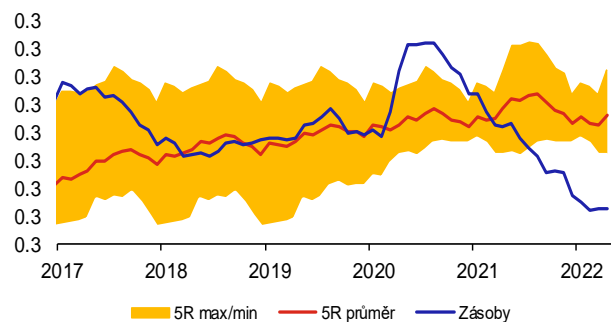
Tržní křivka z poloviny května signalizuje poměrně silný pokles ceny ropy Brent na 95 USD/barel na konci letošního roku a 85 USD/barel na konci příštího roku. Předpověď EIA naopak očekává jen postupný pokles ze současných hodnot na 97 USD/barel na konci prvního čtvrtletí 2023 a poté více méně stabilitu. I květnový CF se pohybuje se svou předpovědí nad tržní křivkou s hodnotami 106,1 a 93,3 USD/barel v horizontu tří a dvanácti měsíců. Budoucí ceny ropy ale budou odrážet zejména vývoj situace na Ukrajině, průběh pandemie covid-19 a další rizika, jako je vysoká inflace, přetrvávající problémy dodavatelských řetězců, vysoké zadlužení vlád nebo očekávané zpříšňování měnové politiky velkých centrálních bank.

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

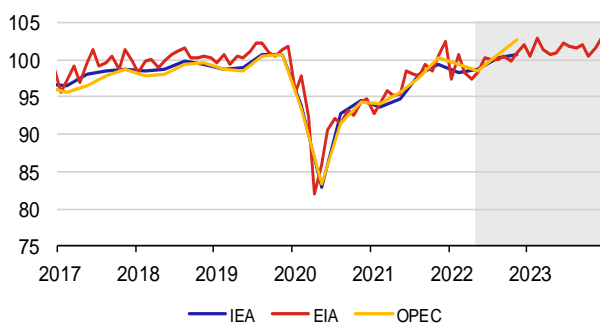


	Brent	WTI	Plyn
2022	100,20	96,92	1039,26
2023	89,27	85,00	931,94

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

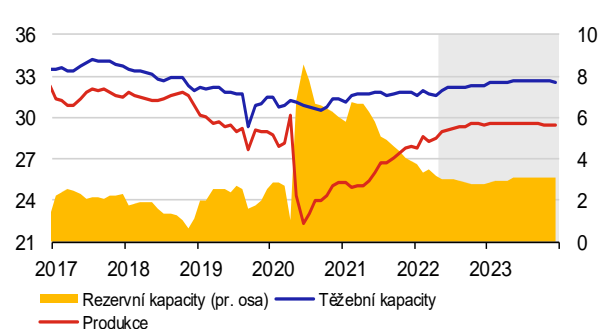


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2022	99,45	99,62	100,28
2023		101,56	

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2022	28,95	32,03	3,08
2023	29,54	32,58	3,04

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

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

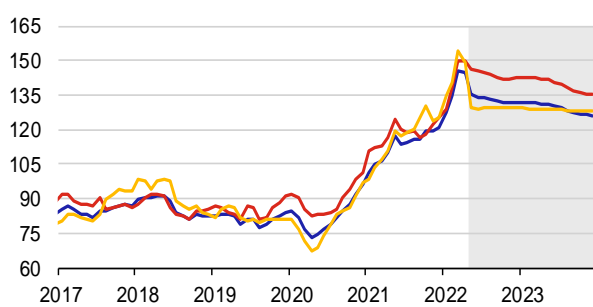
IV.2 Ostatní komodity

Průměrná cena zemního plynu v Evropě v dubnu klesla o čtvrtinu z rekordní březnové hodnoty, přesto byla téměř dvojnásobná oproti ceně LNG v Japonsku. Pokles cen v Evropě byl umožněn nižší poptávkou díky příznivému počasí. Nižší poptávka v Číně (rovněž díky počasí) a vysoké tamní zásoby umožnily zvýšený vývoz LNG do Evropy. A v neposlední řadě mnoho evropských firem pokračuje v nákupu ruského plynu, když přistoupily na ruské platební podmínky. Vysoké světové ceny zemního plynu se ale začínají promítat do cen v USA, kde se průměrná cena v dubnu dostala na nejvyšší hodnotu od konce roku 2008. Tamní zásoby plynu byly na konci dubna 16 % pod pětiletým průměrem z důvodu letošní chladné zimy a jejich doplňování probíhá jen pomalu kvůli slabší těžbě v prvním čtvrtletí a vysokému vývozu LNG. **Cena uhlí** na začátku dubna vzrostla po zprávách, že EU a Japonsko zakážou dovoz ruského uhlí. Poté se cena stabilizovala díky slabšímu dovozu uhlí do Číny, který klesá již od čtvrtého čtvrtletí 2021 s tím, jak země zvyšuje domácí produkci.

Zpomalení ekonomického růstu v Číně vedlo v dubnu k poklesu cen většiny základních kovů. Slabší poptávka ze stavebního průmyslu v Číně se projevila v silném snížení ceny hliníku, i když opačným směrem působil pokles jeho zásob na LME a vysoké ceny energií, snižující jeho produkci v Evropě. Ze stejného důvodu klesala i cena mědi (což bylo zesíleno růstem zásob na LME) a cena niklu. Pokles zásob na LME na začátku dubna podpořil ceny zinku, olova a cínu, ale ve druhé polovině měsíce i tyto ceny začaly klesat. Průměrný index cen základních kovů tak vykázal v dubnu a první polovině května pokles, nicméně ceny zůstávají nadále vysoko, neboť obchod s některými komoditami byl narušen geopolitickým vývojem ve východní Evropě, západními sankcemi vůči Rusku a odchodem velkých západních společností z Ruska.

Průměrný index cen potravinářských komodit se ještě v dubnu udržel na rekordní úrovni a teprve v první polovině května zaznamenal mírný pokles. Ceny potravinářských komodit nezvyšovala jen válka na Ukrajině a blokáda ukrajinských přístavů, ale i nepříznivé počasí (pokračující sucho v Latinské Americe, chladné počasí v USA).

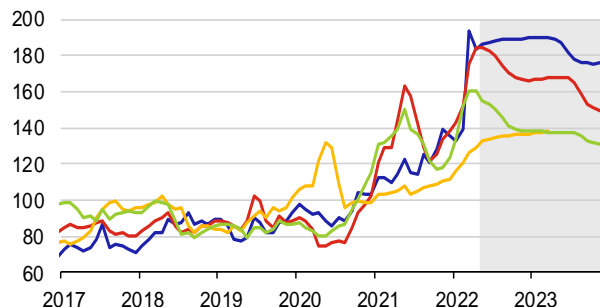
Indexy cen neenergetických komodit



— Komoditní koš celkem — Potravinářské komodity
— Průmyslové kovy

	Celkem	Potraviny	Kovy
2022	134,7	143,0	134,5
2023	129,4	139,4	128,6

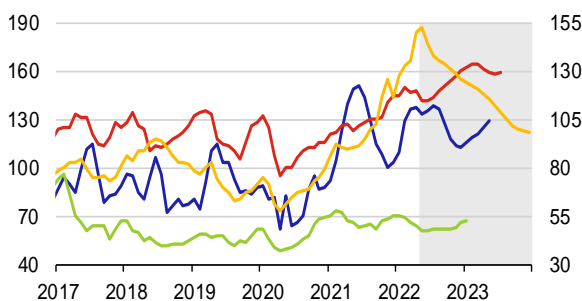
Potravinářské komodity



— Pšenice — Kukuřice — Rýže — Sója

	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2022	179,7	170,5	131,2	147,2
2023	181,9	160,9	137,4	135,5

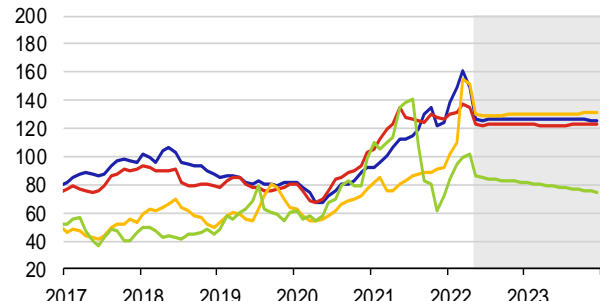
Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



— Vepřové — Hovězí — Bavlna (p. o.) — Kaučuk (p. o.)

	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2022	127,1	148,7	136,2	49,9
2023	121,7	161,1	110,3	52,6

Základní kovy a železná ruda



— Hliník — Měď — Nikl — Železná r.

	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2022	134,1	126,3	129,6	87,3
2023	126,5	122,6	130,5	77,9

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.

Ekonomické dopady případného zastavení dodávek energetických surovin z Ruské federace do Evropy¹

Cílem analýzy je (i) načrtnout rámcový popis makroekonomických vazeb v souvislosti s případným výrazným omezením či úplným zastavením toku zemního plynu, ropy a dalších surovin z Ruska do Evropy, (ii) představit ochutnávku rodících se studií, které se snaží odhadnout potenciální ekonomické náklady tohoto rozhodnutí a (iii) prezentovat vlastní modelový scénář dopadů zastavení dodávek ropy, uhlí a zemního plynu z Ruska na ekonomiku eurozóny. Souhrnně lze říci, že zastavení dodávek zejména zemního plynu by v evropských ekonomikách působilo ve stagflačně, resp. slumpflačně. Závěrem shrnujeme obecná doporučení pro minimalizaci negativních dopadů případného zastavení dodávek plynu z Ruské federace.

Úvod

Zvažované zastavení dodávek zemního plynu a dalších komodit z Ruské federace do EU představuje pro představitel EU konflikt mezi politickými a ekonomickými zájmy. Z politického hlediska by měl být dovoz z Ruska snížen na minimum, aby se omezily příjmy Ruska a snížila se tak jeho možnost financovat válku na Ukrajině². To by ale přineslo obrovské ekonomické ztráty i mnohým zemím Evropské unie, které jsou na dovozu těchto komodit velmi závislé. Odhady těchto ztrát se přitom diametrálně liší podle toho, zda je hodnotí politici nebo zástupci výrobní sféry. Na dopady úplného zastavení dodávek ruského plynu do EU jsou různé názory i mezi renomovanými ekonomy. Politici většinou považují embargo na dovoz ruských surovin do EU za nutné a díky úsporám (jak v průmyslu, tak v domácnostech) a náhradě ruského plynu zvýšenými dodávkami potrubního plynu z Norska a Alžírsko a LNG z Kataru a USA i za zvládnutelné. Naopak mnozí zástupci podnikatelské sféry se obávají v případě omezení dodávek důležitých energetických surovin o samotnou existenci svých firem. Některé „nedůležité“ výroby by se musely zastavit, nebo silně omezit provoz. Firmy se tak již teď snaží prokázat, že právě jejich produkce je důležitá pro kritickou infrastrukturu. Objevují se i názory, které hovoří o možném rozkladu společnosti v důsledku sociálního neklidu silně zasažených skupin obyvatel, sužovaných již teď vysokými cenami energií, nebo o rozkolu EU s tím, jak se jednotlivé země budou snažit zajistit si potřebné dodávky energií na úkor jiných.

Citlivost evropských zemí na výpadek dodávek zemního plynu z Ruska

Zastavení dodávek plynu by představovalo pro některé evropské země větší problém než pro jiné. Je nutné zohlednit více faktorů než jen prostý podíl dovozu plynu z Ruska na celkových dovozech. Tabulka 1 ukazuje některé z nich,

Tabulka 1 – Důležité faktory, ovlivňující zranitelnost evropských zemí v případě omezení dodávek plynu z Ruska

	Podíl dovozu plynu z Ruska na dovozech plynu (v %)	Podíl dovozu plynu z EA19 na dovozech plynu (v %)	Závislost na dovozu plynu ze zahraničí (v %)	Podíl plynu na energetickém mixu (v %)	Naplněnost zásobníků (v %, duben 2022)	Těžba plynu (mil. m3, prosinec 2021)	Počet LNG terminálů	Naplněnost zásobníků LNG (v %, duben 2022)
Lotyšsko	100	0	100	8	35			
Slovensko	100	0	88	26	21			
ČR	100	0	86	20	39			
Maďarsko	95	0	76	31	20			
Bulharsko	79	20	96	14	18			
Polsko	55	23	78	16	77	330	1	
Rakousko	50	50	73	19	18			
Německo	49	0	89	25	34			
Itálie	47	3	93	30	35	267	3	44
Litva	43	0	99	23			1	
Rumunsko	37	0	17	26	22	723		
Nizozemí	32	4	45	34	26	1215	1	60
Řecko	32	3	101	10			1	59
Francie	20	11	95	19	31		3	47
Španělsko	9	8	97	19	61		4	57
Belgie	8	37	99	27	14		1	65
Spojené království	7	4			89	2996	3	52
Portugalsko	2	1	99	11	88		2	58
Švédsko	0	14	100	4	67			
Chorvatsko	0	24	69	21	19		1	
Norsko	0	78	-2031	0		11000		
Dánsko	0	87	37	12	41	113		

Zdroj: Eurostat, Bruegel, Bloomberg. Pro Rakousko je první a druhý ukazatel odhad podle literatury, Rakousko strukturu nezveřejnilo. Některá data za LNG zásobníky nejsou dostupná. Rozdělení do skupin zelená/červená je dle distribuce hodnot.

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

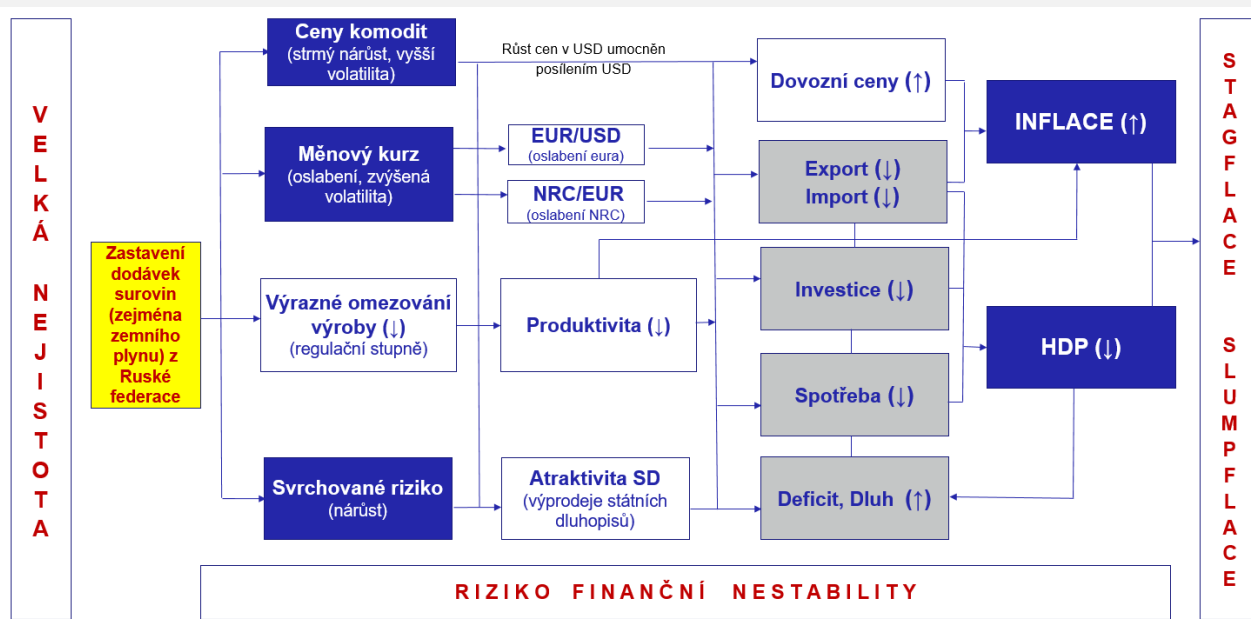
² Na druhou stranu lze předpokládat, že výpady ruských rozpočtových příjmů z důvodu zastavení dodávek (zejména ropy a uhlí) do Evropy by byly částečně kompenzovány navýšením vývozu například do Číny a Indie

přičemž platí, že více červených polí naznačuje větší zranitelnost země v případě omezení dodávek ruského plynu. Interpretaci lze ilustrovat na příkladu Polska a Maďarska. Polsko mělo v roce 2019 více než poloviční přímý podíl dodávek plynu z Ruska. Postupně zvyšovalo dovoz od ostatních partnerů v eurozóně, avšak původ tohoto zemního plynu je z drtivé většiny rovněž z Ruska. Význam plynu v polské ekonomice je spíše nižší, naplněnost zásobníků je aktuálně velmi vysoká. Země navíc má i vlastní LNG terminál a vlastní těžbu. Maďarsko je v podstatně horší situaci. Jeho závislost na ruském plynu je téměř 100 %, podíl plynu v energetickém mixu vysoký, naplněnost zásobníků nízká a možnosti diverzifikovat dodávky plynu minimální.

Evropské země samozřejmě podnikají celou řadu kroků, aby nepříznivou situaci zvrátily. V první řadě se snaží zajistit si dodávky plynu z jiných zdrojů. Polsko urychluje dostavbu připojení na plynovod z Norska. Bulharsko připravuje co nejrychlejší napojení na plynovod TAP (z Ázerbájdžánu přes Turecko do Řecka a Itálie), zatímco Řecko chce zvýšit kapacitu svých zásobníků a LNG terminálů. Itálie uzavřela nový kontrakt na dodávky plynu z Alžírsko. Aby bylo možné využít velkou kapacitu španělských LNG terminálů, plánuje se zvýšení aktuálně nedostatečné kapacity plynovodu, který spojuje Španělsko s Francií. Podle údajů Financial Times se v Evropě plánuje výstavba nebo modernizace asi 23 terminálů pro příjem, uskladnění a regasifikaci LNG, přičemž některé budou dokončeny již tento rok. Využije se při tom i technologie plovoucích terminálů, jejichž doba realizace je oproti klasickým terminálům podstatně kratší (1 až 2 roky). Země, které nemají z geografického pohledu možnost přímého přístupu k terminálům LNG, spoléhají více na vytvoření dostatečných zásob plynu v zásobnících a na uzavření kontraktů s partnery v Evropě. Řada zemí (např. Německo) musí navíc v první řadě zajistit dostatečnou kapacitu v zásobnících, které jsou v soukromých rukou. Část zásobníků v Evropě přitom vlastní i ruský Gazprom, který úroveň jejich naplnění udržuje již od loňského roku na minimu. Na to aktuálně reagovaly německé orgány převzetím dočasné kontroly nad firmou Gazprom Germania (do konce září). Byla rovněž schválena legislativa umožňující znárodnění ruských firem. Německá vláda také vyčlenila v rozpočtu částku 2,94 mld. EUR na pořízení čtyř plovoucích terminálů pro dovoz zkapalněného zemního plynu, a to do roku 2024. Minimálně jeden z nich má být v provozu už letos.

Navzdory přípravám se však řada zemí může ocitnout ve složité situaci, pokud by došlo k zastavení dodávek plynu z Ruska před doplněním zásobníků. Klíčová bude hlavně zima 2022/2023. Stávající kapacity LNG terminálů a další plynovody nejsou aktuálně dostačující pro vykompenzování většího propadu dodávek z Ruska. Většina institucí odhaduje, že bez problémů se dá rychle nahradit asi 2/3 dodávek ruského plynu. Scénáře IEA nebo EK počítají s klíčovými rolí dodávek LNG a s vyšším využitím obnovitelných (solárních a větrných) zdrojů. Část výpadku by mohlo nahradit i vyšší využití bioplynových stanic nebo úspory díky vyššímu využití zateplení objektů a instalace tepelných čerpadel. Zbývající část poptávky po plynu by ale nemohla být v krátkém horizontu uspokojena a muselo by dojít k omezení dodávek plynu na základě regulačních stupňů. Například think-tank Bruegel (2022) je ve svých odhadech poněkud optimističtější a očekává, že Evropa by musela snížit poptávku jen o 10-15 %, což by mělo být snáze dosažitelné. Podle aktuálních zpráv již nyní ke snižování spotřeby ze stran domácností dochází.

Graf 1 – Zastavení dovozu surovin z Ruska do Evropy: přehled základních makroekonomických vazeb



Zdroj: Autoři.

Pozn.: NRC – nerezervní měny zemí EU

Makroekonomické vazby a souvislosti

Zastavení dodávek zemního plynu z Ruska by pro některé evropské ekonomiky, silně závislé na tomto dovozu, působilo ve viditelně staglačním, resp. slumpflačním směru. Ze spektra komodit dovážených do EU, zejména do zemí s vyšším zastoupením průmyslu na HDP, by reálnou ekonomiku především zasáhlo případné náhlé zastavení dodávek zemního plynu. V o něco menší míře by na ekonomickou aktivitu negativně působilo zastavení dodávek ropy, uhlí a případně dalších komodit. Nedostatek těchto surovin by mohl být způsoben jednostranným aktem Ruska, nebo mezinárodního společenství z titulu dalších uplatňovaných sankcí souvisejících s invazí Ruska na Ukrajinu. Výrazný růst nákladů z titulu náhlého omezení nabídky klíčových komodit, především energetických a z části i potravinářských, by v postižených zemích působil jako silný proinflační faktor a celkově ve staglačním, potažmo slumpflačním směru (Graf 1). Náhlé zastavení dodávek plynu a ropy z Ruské federace by vyvolalo (vedle všeobecného nárůstu nejistoty) jak skokový nárůst cen zemního plynu a dalších surovin na komoditních trzích, tak i simultánní oslabení měnových kurzů postižených zemí (odraz negativního sentimentu na devizových trzích a výprodeje aktiv investory považovaných za více riziková), tj. eura k dolaru, resp. nerezervních měn zemí EU oproti euru. Tyto cenové vlivy by se dále propsaly skrze nárůst dovozních cen do domácí inflace, přičemž nárůst dolarových cen komodit by byl posílením dolaru vůči nerezervním měnám zemí EU ještě umocněn.

Snížená dostupnost zemního plynu by v jednotlivých přímo postižených ekonomikách vedla k uplatnění krizových scénářů, například v podobě aplikace regulačních stupňů na odběr zemního plynu. Země, kterým by dodávky zemního plynu omezeny nebyly, by se dle dohodnuté vzájemné výpomoci mezi zeměmi EU (aplikace principu solidarity³) snažily postiženým zemím částečně poskytnout, a tak by ve svém důsledku byly částečně postiženy také. V rámci dané země by nejvíce a nejrychleji dopadly důsledky omezení v dodávkách zemního plynu na velkoobdoběratele, naposledy by se omezení dotkla maloobdoběratelů (domácností). Síla přenosu na zákazníky by závisela jak na naplněnosti zásobníků, tak na zprovoznění alternativního nákupu plynu mimo Rusko, resp. částečné či plné aplikaci alternativ ve výrobě.

Nedostatek vstupů do produkce v důsledku zastavení dodávek zemního plynu z Ruska a nemožnost využití jiných alternativ by vedl k omezování výroby, přičemž pro některé průmyslové podniky by to mohlo být i likvidační. Tento vývoj by se projevil skrze pokles produkčních kapacit do nižšího potenciálu (nabídky), růstu cen (energetických) vstupů a působil by jako další proinflační faktor. Zhoršená očekávání by následně omezila podnikové investice a přes negativní důchodový efekt odrážející nižší disponibilní příjmy by posléze poklesla i spotřeba domácností. Pokles zahraniční poptávky a domácí průmyslové produkce by vedl ke snížení vývozu. Oslabená domácí poptávka spolu s výrazným snížením dodávek především klíčových surovin by se promítla i v poklesu dovozu.

Nárůst svrchovaného rizika a výprodeje vládních dluhopisů zejména u nečlenských zemí eurozóny by vedly k nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb a potažmo zvýšení nákladů na obsluhu dluhu. To by ve snaze kompenzovat vzniklé ekonomické škody a zmírnit výrazný propad HDP snižovalo prostor pro více uvolněnou fiskální politiku vlády, jejíž příspěvek by byl v tomto případě i nadále kladný. Prostor pro výraznější fiskální expanzi by byl rovněž omezen v důsledku propadu daňových příjmů veřejných rozpočtů.

Odhady mezinárodních a národních institucí

Mezinárodní měnový fond (2022) připravil dva ilustrativní scénáře úplného výpadku dodávek ruského plynu. První počítá s nulovými dodávkami z Ruska jen v průběhu nadcházející letní sezóny. V tomto případě by dodávky ostatních tradičních dodavatelů a pravděpodobný zvýšený dovoz z jiných zdrojů pokryly běžnou evropskou spotřebu a výpadek ruských dodávek by se projevil jen na nižším naplnění zásobníků před zimou. Pokud by ale výpadek trval i v průběhu příští zimy (druhý scénář), projevil by se na evropském trhu silný nedostatek plynu a muselo by dojít k významnému omezení běžné spotřeby. To by mělo velký negativní dopad do ekonomické aktivity v EU, i když jeho vyčíslení je obtížné. Aktuální nedostatek na trhu by navíc závisel na mnoha dalších faktorech, jako jsou počasí nebo specifická vládní opatření pro jednotlivé země.

Konkrétní dopady by se lišily podle jednotlivých zemí v závislosti na tom, jak je daná země na (ruském) plynu závislá (domácnosti i firmy). Dalším rozdílem napříč jednotlivými zeměmi je schopnost průmyslu nahradit plyn jinými zdroji nebo do jaké míry je možné nahradit produkty, náročné na spotřebu plynu, jinými produkty (tuzemskými nebo dovezenými). Odhady negativních dopadů do HDP jednotlivých zemí se pohybují v rozmezí od -1 % až do -6 % (v případě Německa).

Staglační vyznění přináší i studie Bundesbanky (2022). Ta ve své dubnové Zprávě uvádí simulace dopadů úplného embarga na dovoz energetických surovin z Ruska. Na standardně modelovaných negativních dopadech do HDP eurozóny a Německa se podílí tři důvody:

- Vysoké ceny komodit způsobí nižší disponibilní příjem domácností a tedy omezení soukromé spotřeby.
- Nižší zahraniční poptávka silně sníží německý čistý vývoz.
- Zvýšená nejistota povede ke snížení investic v průmyslu a k dalšímu omezení soukromé spotřeby.

³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1938 o opatřeních na zajištění bezpečnosti dodávek zemního plynu.

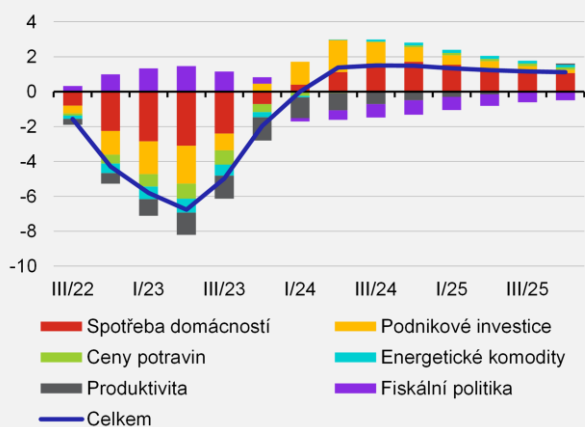
Standardně modelované dopady ukazují na snížení HDP v eurozóně v důsledku války na Ukrajině a embarga na dovoz surovin z Ruska v každém z let 2022 až 2024 o cca 1,5 %. Pro Německo vycházejí ztráty HDP výraznější. Se započtením fiskálních kompenzací přibližně 2 % v letošním roce a přes 3 % v následujících dvou letech. Nicméně úplné zastavení dodávek z Ruska by vedlo k přidělovému systému v průmyslu, jehož následky standardní modely nezohledňují. Dodatečné výpočty tedy navíc počítají se scénářem, že by výpadek ropy, plynu a uhlí činil v zasažených sektorech 40 % od druhého čtvrtletí do konce letošního roku a nebylo by možné ho v letošním roce nahradit. Uvažovány jsou dále dvě varianty. Mírnější varianta předpokládá, že jsou zasaženy jen firmy v energetickém sektoru. Pokles německého HDP by v tomto případě byl v letošním roce větší o 1 p. b. Pokud by byly zasaženy i další průmyslové firmy, náročné na spotřebu primárních energií, dodatečný pokles by byl větší o 3,25 %. Oproti základnímu scénáři březnové zprávy ECB by tak mohl být letos HDP Německa nižší až o 5,1 % (což by znamenalo meziroční pokles o 2 %), v dalších dvou letech přibližně o 3,5 %. Významný by byl i dopad na inflaci. Ta by byla v Německu vyšší po delší dobu (oproti březnovému scénáři ECB o 1,6 p. b. letos a o 2 p. b. v roce 2023). V menší míře by zvýšená inflace přetrvávala i v roce 2024 (o 0,9 p. b.). U HDP je nejistota odhadů symetrická na obě strany.

Náš scénář dopadů případného zastavení dodávek energetických surovin z Ruska do Evropy

Nad rámec výše uvedených odhadů zahraničních studií byla rovněž provedena vlastní komplexní simulace prostřednictvím globálního modelu NiGEM⁴. Tato modelová simulace předpokládá zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do Evropy od třetího čtvrtletí 2022 (Grafy 2, 3 a 4). Spotřeba domácností by poklesla v důsledku negativního sentimentu spotřebitelů a propadu disponibilních příjmů. To by odráželo výrazný nákladový šok, pramenící z prudkého nárůstu cen energetických komodit. K nejvyššímu nárůstu by došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2022 u ceny zemního plynu, v menší míře by pak vzrostla i cena ropy a uhlí. Ve vyšších cenách by se projevila omezená nabídka surovin včetně vysokých přepravních nákladů v důsledku jejich dopravy ze vzdálenějších destinací. Zvýšená nejistota, doprovázená prudce rostoucími cenami vstupů a jejich nedostatkem, by se rovněž projevila v dočasném poklesu podnikových investic. Vysoké ceny energií na horizontu prognózy by také vedly k prudkému nárůstu cen potravin (Graf 3), které by navíc odrážely výpadky produkce a vývozu obilovin, olejnin a hnojiv v Ukrajině i Rusku. Vysoké a perzistentní nákladové cenové tlaky by měly začít pozvolna odeznívat až ve druhé polovině příštího roku. Výpadek vstupů do produkce by vedl – vzhledem k jejich nemožnosti nahradit je v blízké době jinými alternativami – k poklesu produktivity. Výrazný propad reálné ekonomické aktivity by byl v menší míře tlumen více uvolněnou fiskální politikou prostřednictvím zvýšení spotřeby a transferů ze strany vlády, jejichž cílem by byla částečná kompenzace vyšších nákladů domácnostem a podnikům. Na převažující silné inflační tlaky by ECB reagovala zpřísněním měnové politiky⁵ (Graf 4).

Graf 2a – Reálný HDP eurozóny

(odchylky od základního scénáře, mzr. v p. b.)

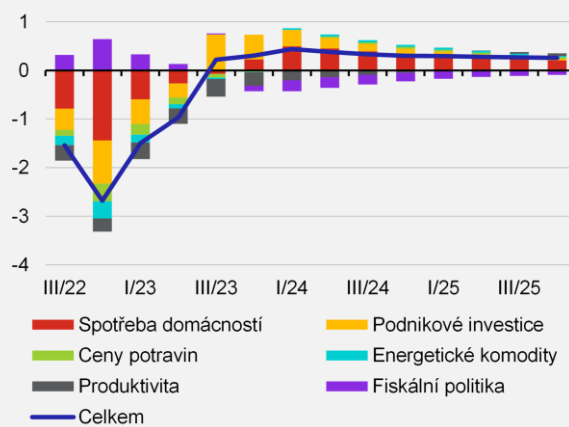


Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 2b – Reálný HDP eurozóny

(odchylky od základního scénáře, mzč. v p. b.)



Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

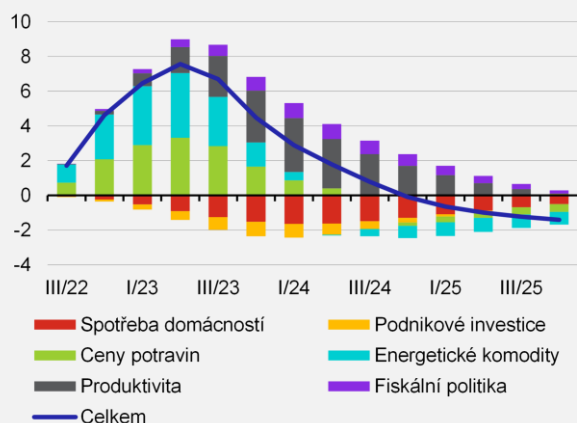
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

⁴ Jedná se o globální ekonometrický model detailně zachycující provázanost všech teritorií světové ekonomiky. Více informací o modelu NiGEM a jeho struktuře lze nalézt v článku Hantzsche, Lopresto a Young (2020).

⁵ Simulace předpokládá nereakci měnových autorit na proinflační pozitivní poptávkový šok v podobě uvolněné fiskální politiky z důvodu zamezení protichůdné implementace hospodářské politiky. Tento předpoklad – v situaci bezprecedentních nejistot ohledně kombinace působení nákladových, nabídkových a poptávkových vlivů při výrazném propadu HDP – částečně zohledňuje preferenci většího přestřelování inflačního cíle měnových autorit ve prospěch zmírnění poklesu ekonomické aktivity prostřednictvím udržování o něco více uvolněných měnových podmínek, než by odpovídalo endogenní modelové reakci úrokových sazeb.

Graf 3 – HICP eurozóny

(odchylky od základního scénáře, mzr. v p. b.)

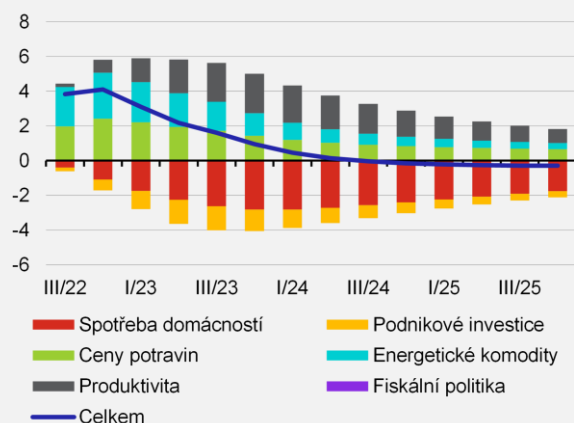


Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 4 – Úroková sazba ECB

(odchylky od základního scénáře, v p. b.)



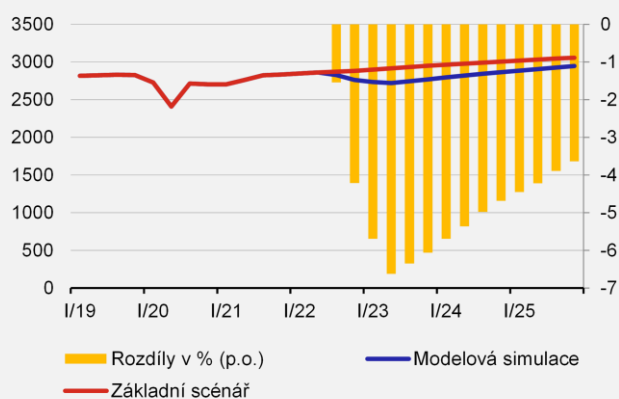
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

V souhrnu by scénář vedl k výraznému proinflačnímu působení při zřetelném poklesu ekonomické aktivity. Úplné zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do Evropy od třetího čtvrtletí 2022 by se promítlo do snížení úrovně reálného HDP v letošním roce v průměru o necelá 3 % a o 6 % v roce 2023 (Graf 5). Současně by došlo k otevření mezery výstupu do záporných hodnot, oproti základnímu scénáři v průměru o přibližně 1 p. b. Tato nikterak výrazně záporná mezera výstupu vůči předpokládanému výraznému poklesu reálné ekonomické aktivity odráží především propad produkčních kapacit (potenciálu) v návaznosti na vynucené omezování výroby (Graf 6). Průměrná meziroční inflace spotřebitelských cen v eurozóně by se v letošním roce zvýšila oproti základnímu scénáři o 1,6 p. b., resp. o 6,3 p. b. v roce 2023 (Graf 7). Výrazný nárůst spotřebitelské inflace je přitom konzistentní s endogenní modelovou reakcí měnové politiky ECB⁶ na převažující silné nákladové a nabídkové cenové tlaky, která by implikovala razantní zvýšení úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku až o 400 bazických bodů, viz Graf 8. Na horizontu prognózy by rovněž došlo k výraznému oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru v průměru o 5 % (Graf 9). Zastavení dodávek energetických komodit z Ruska by se rovněž projevilo v prudkém nárůstu ceny ropy Brent až o 65 % (Graf 10), přičemž cena zemního plynu by se oproti základnímu scénáři zvýšila o 130 %, viz Graf 11.

Graf 5a – Reálný HDP eurozóny

(mld. EUR)

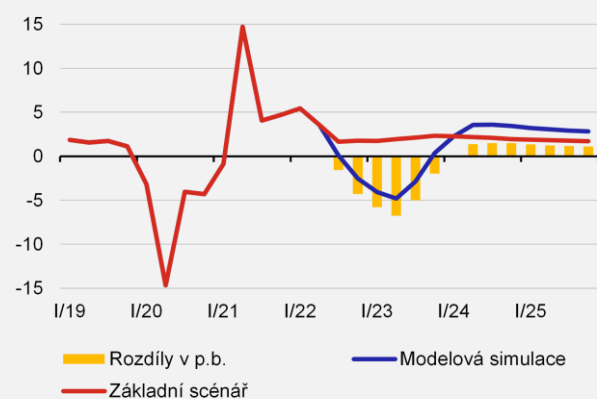


Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 5b – Reálný HDP eurozóny

(mzr v %)

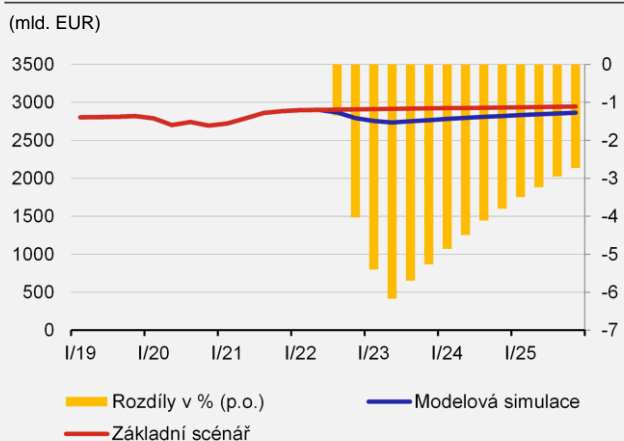


Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

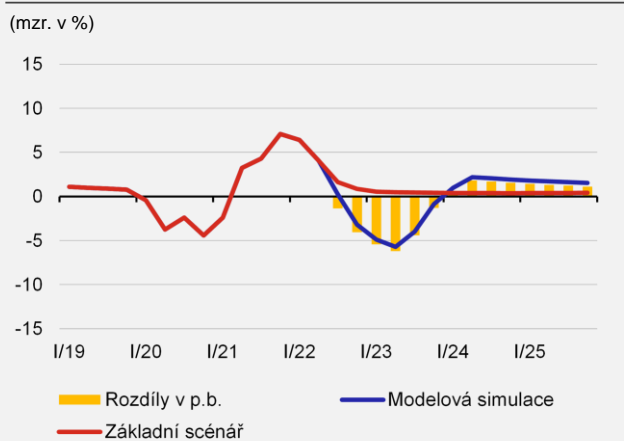
⁶ Případná mírnější reakce měnové politiky ECB – než implikuje modelová simulace – by vedla k většímu oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru, což by také přispělo k vyššímu a dlouhodobějšímu přestřelování inflačního cíle. Na druhou stranu více uvolněné měnové podmínky by zároveň v menší míře tlumily prudký pokles reálné ekonomické aktivity.

Graf 6a – Potenciální HDP eurozóny



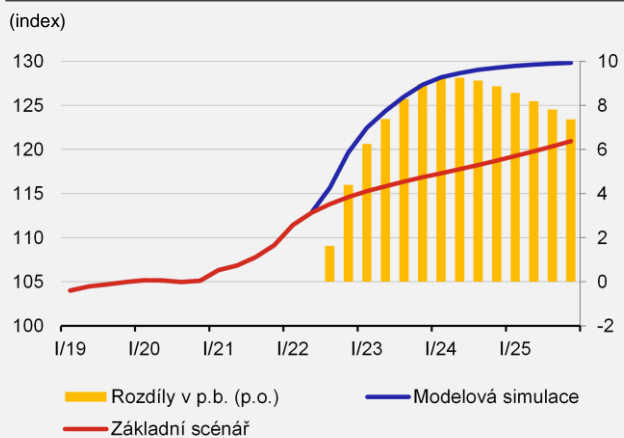
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 6b – Potenciální HDP eurozóny



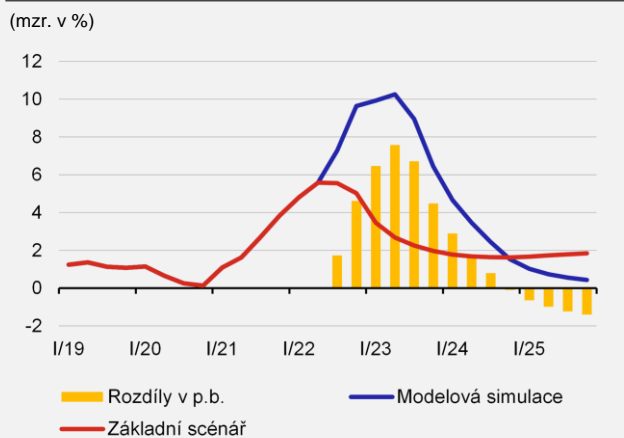
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 7a – HICP eurozóny



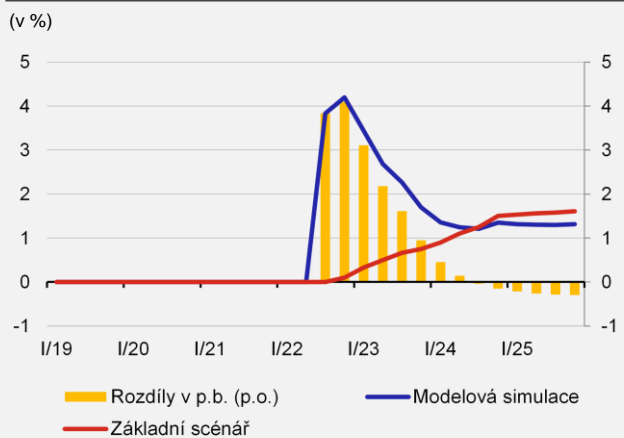
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 7b – HICP eurozóny



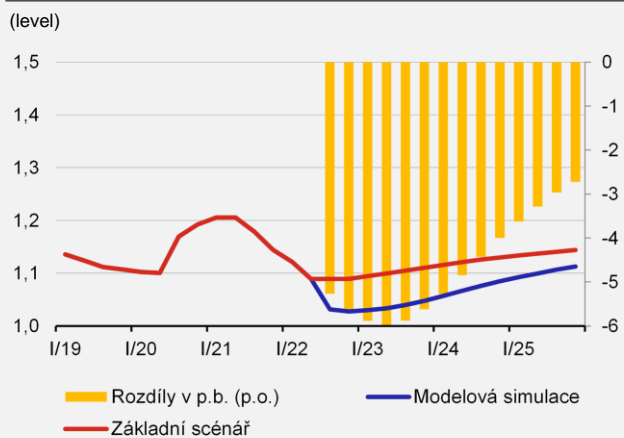
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 8 – Úroková sazba ECB



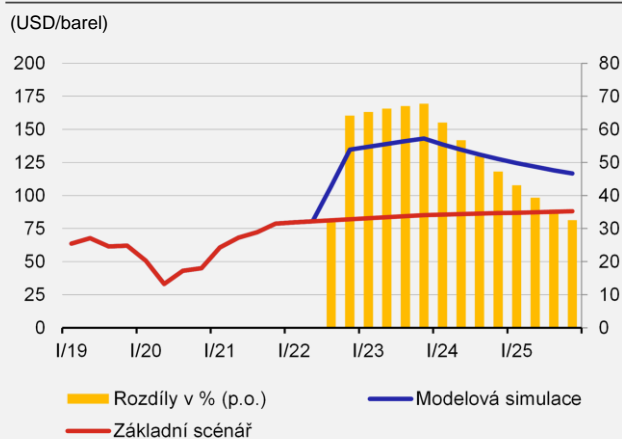
Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 9 – Nominální kurz USD/EUR



Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.
Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

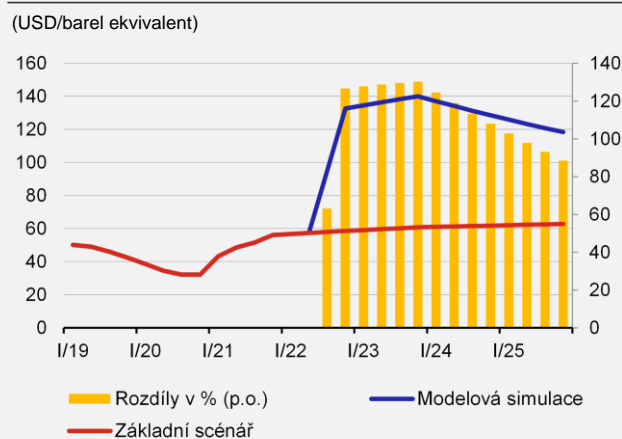
Graf 10 – Cena ropy Brent



Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Graf 11 – Cena zemního plynu



Zdroj: Vlastní propočty, NiGEM.

Pozn.: Základní scénář představuje prognózu modelu NiGEM z 10. května 2022 bez dopadů případného úplného zastavení dodávek surovin z Ruska.

Závěr

Závislost některých evropských zemí na dodávkách zemního plynu z Ruské federace je 100%, resp. velmi vysoká a je nutné ji na národní i mezinárodní úrovni urychleně řešit. Shrnutí obecných doporučení pro případ, že dojde k zastavení dodávek plynu z Ruska, přináší studie MMF (2022), tedy (i) Evropa by měla nakupovat plyn z alternativních zdrojů na celoevropské úrovni, aby se zabránilo konkurenci jednotlivých zemí mezi sebou. (ii) Měly by se implementovat dohody o vzájemné solidaritě a sdílení plynu. (iii) Země by měly zavést nebo aktualizovat národní krizové plány a vysvětlit, jak bude plyn přidělován, aby se minimalizovaly ekonomické ztráty. (iv) Dočasně by se mělo omezit uzavírání jaderných a uhelných elektráren. (v) Firmy by měly maximalizovat energetickou efektivitu. (vi) Vládní zásahy by měly umožnit růst cen energií koncovým spotřebitelům, aby ti měli motivaci k úsporám, ale zároveň by mělo být pomáháno (jen) kriticky zasaženým domácnostem či firmám.

Výsledky provedené modelové simulace úplného zastavení dodávek energetických surovin z Ruska do Evropy ukazují na výrazné proinflační působení při zřetelném poklesu ekonomické aktivity, tj. stagflačním, resp. slumpflačním směrem. Evropské země se snaží nepříznivou situaci předejít a urychleně hledají nové dodavatele a budují nutnou infrastrukturu. Klíčová je z tohoto pohledu geografická poloha a přístup k moři, neboť náhradní dodávky za suroviny z Ruska je možné do Evropy dopravit převážně jen po moři. Nedostatek surovin by vedl k nucené regulaci spotřeby, pro některé některé průmyslové podniky by ale mohl být i likvidační. Podpora ekonomik ze stran vlád rovněž povede k dalšímu zadlužení a tím zvýšení nákladů na obsluhu dluhu, což má dopady na další budoucí vývoj.

Optimisticky působí ohady, které tvrdí, že by stačilo snížit spotřebu zemního plynu v EU o cca 15%, což by mohlo být dosažitelné. Většina studií se shoduje, že v krátké době je možné nahradit opatřeními na straně nabídky a poptávky cca dvě třetiny dodávek z Ruska. Ke zvládnutí energetické krize v krátkém horizontu (především během zimy 2022/2023) bude potřeba jednoty zemí Evropy, která je zatím ilustrována spíše společnými sankcemi uvalenými na Rusko v reakci na válku na Ukrajině.

Zdroje

International Monetary Fund (2022): World Economic Outlook, April 2022: War Sets Back The Global Recovery.

Bundesbank (2022): Monatsbericht – April 2022,

<https://www.bundesbank.de/de/publikationen/berichte/monatsberichte/monatsbericht-april-2022-889450>

Bruegel (2022): Preparing for the first winter without Russian gas, <https://www.bruegel.org/2022/02/preparing-for-the-first-winter-without-russian-gas/>

Hantzsche, A., Lopresto, M., & Young (2020). Using NiGEM in uncertain times: Introduction and overview of NiGEM. Cambridge University Press

Klíčová slova

zemní plyn, stagflace, strukturální modelování, NiGEM

JEL Klasifikace

E58, F31, F41

A1. Změna predikcí pro rok 2022

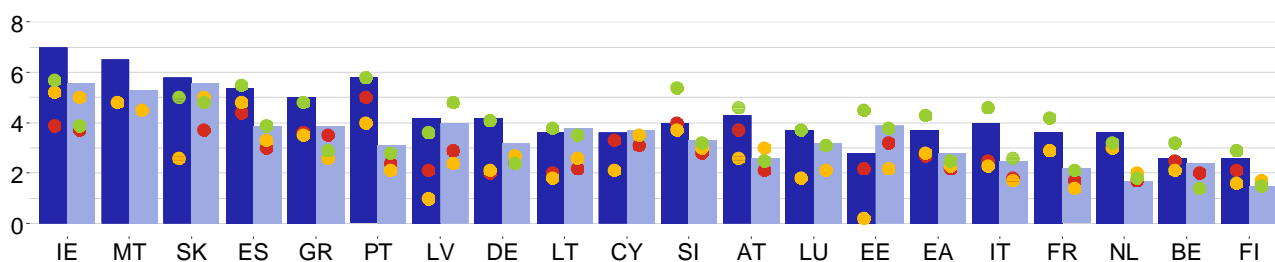
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1	-1,1	-0,3	-0,5	+0,3	+3,6	+0,8	+1,9
US	-0,4	-0,3	-0,2	-1,2	+0,2	+4,2	+1,7	+1,7
UK	-0,1	-1,0	-0,5	0	+0,6	+4,8	+1,3	+4,5
JP	-0,1	-0,9	+1,3	-0,9	+0,1	+0,5	+0,3	+0,8
CN	-0,2	-0,4	-0,7	-0,8	+0,1	+0,3	-0,5	0
RU	-0,1	-11,3	-0,7	+1,5	0	+16,5	+0,4	-6,1

A2. Změna predikcí pro rok 2023

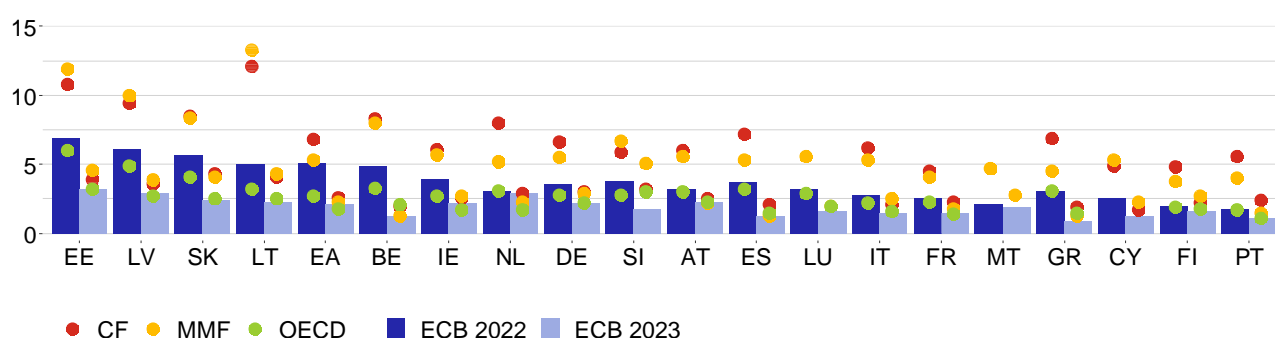
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1	-0,2	--	-0,1	+0,2	+0,9	--	+0,3
US	-0,1	-0,3	--	0	+0,1	+0,2	--	+0,4
UK	-0,4	-1,1	--	-1,6	+0,4	+3,3	--	+1,0
JP	+0,1	+0,5	--	+0,8	+0,1	+0,1	--	0
CN	0	-0,1	--	-0,1	+0,1	-0,1	--	0
RU	-0,5	-4,4	--	0	-0,9	+9,8	--	+4,2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



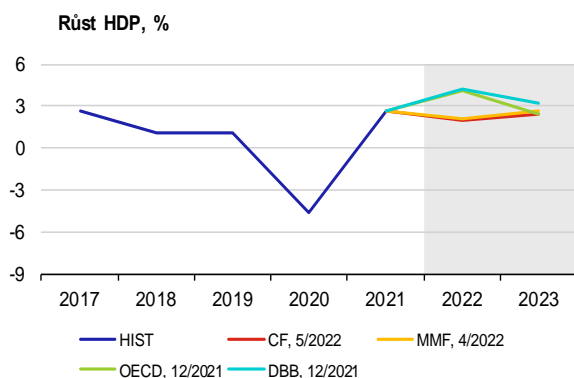
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



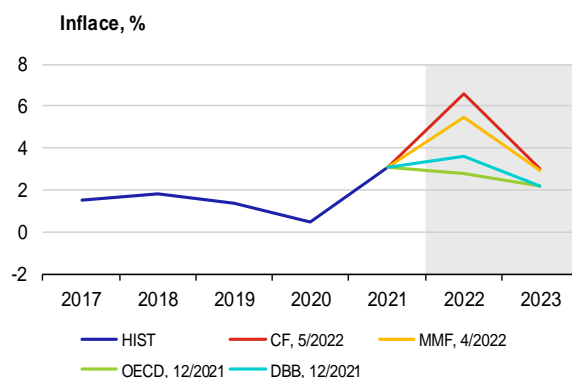
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

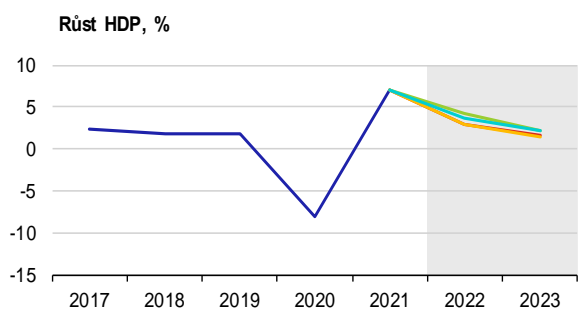


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	2,0	2,1	4,1	4,2
2023	2,4	2,7	2,4	3,2

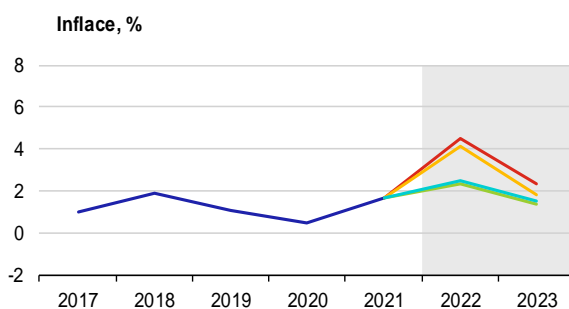


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	6,6	5,5	2,8	3,6
2023	3,0	2,9	2,2	2,2

Francie

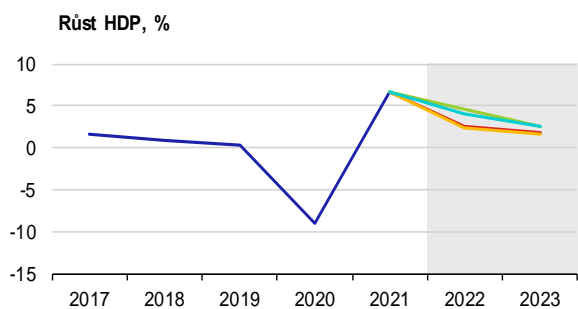


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,9	2,9	4,2	3,6
2023	1,7	1,4	2,1	2,2

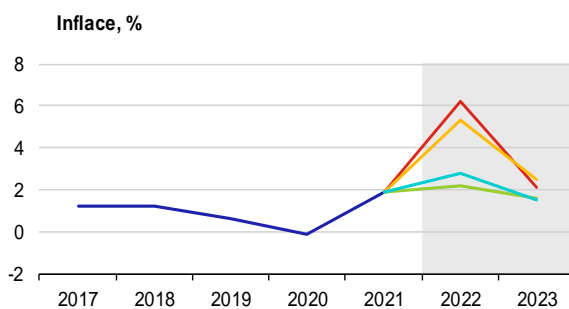


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,5	4,1	2,3	2,5
2023	2,3	1,8	1,4	1,5

Itálie

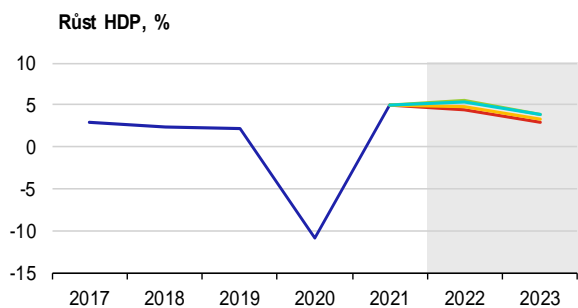


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,3	4,6	4,0
2023	1,8	1,7	2,6	2,5

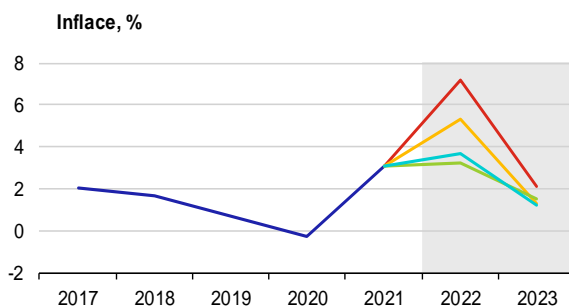


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,2	5,3	2,2	2,8
2023	2,1	2,5	1,6	1,5

Španělsko

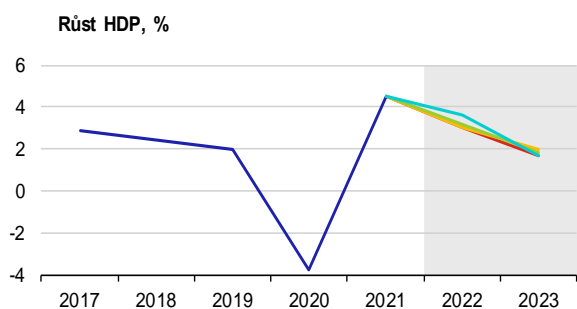


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,4	4,8	5,5	5,4
2023	3,0	3,3	3,9	3,9

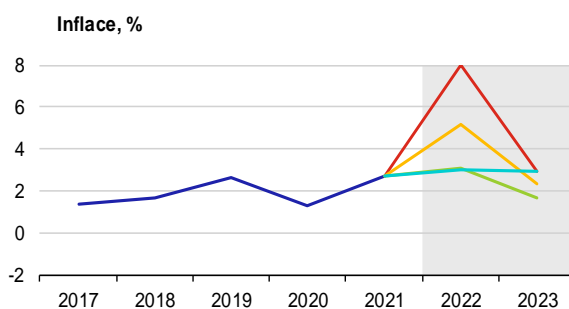


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,2	5,3	3,2	3,7
2023	2,1	1,3	1,5	1,2

Nizozemsko

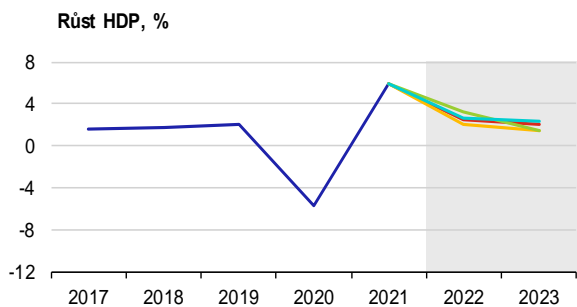


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,0	3,0	3,2	3,6
2023	1,7	2,0	1,8	1,7

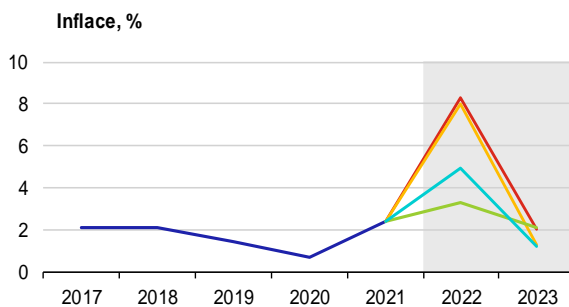


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,0	5,2	3,1	3,0
2023	2,9	2,3	1,7	2,9

Belgie

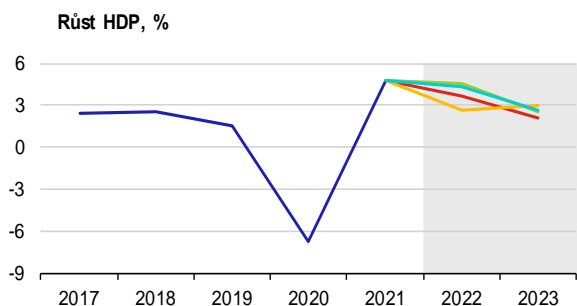


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,1	3,2	2,6
2023	2,0	1,4	1,4	2,4

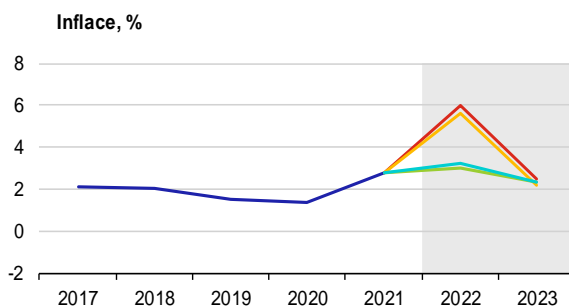


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,3	8,0	3,3	4,9
2023	2,0	1,3	2,1	1,2

Rakousko

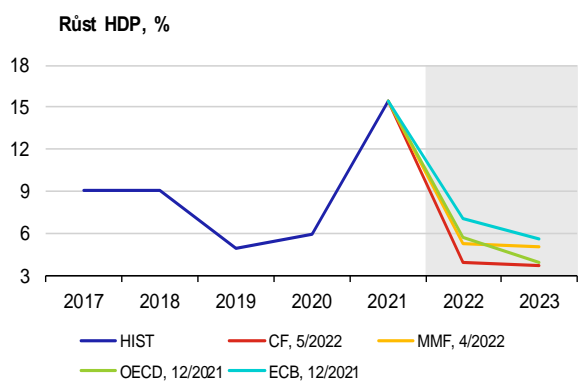


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,7	2,6	4,6	4,3
2023	2,1	3,0	2,5	2,6

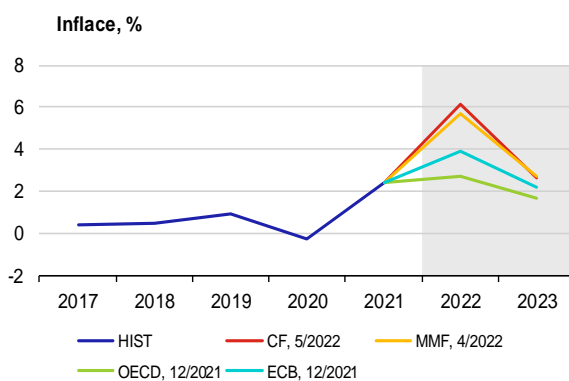


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,0	5,6	3,0	3,2
2023	2,5	2,2	2,3	2,3

Irsko

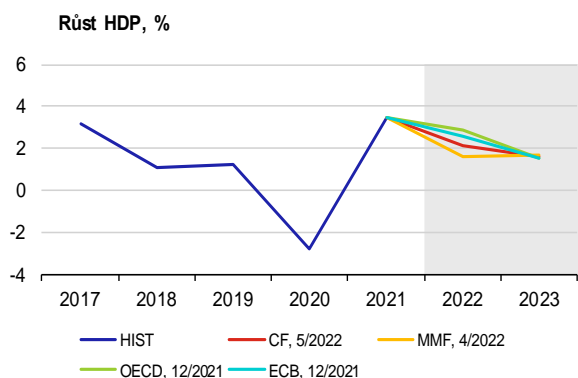


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,9	5,2	5,7	7,0
2023	3,7	5,0	3,9	5,6

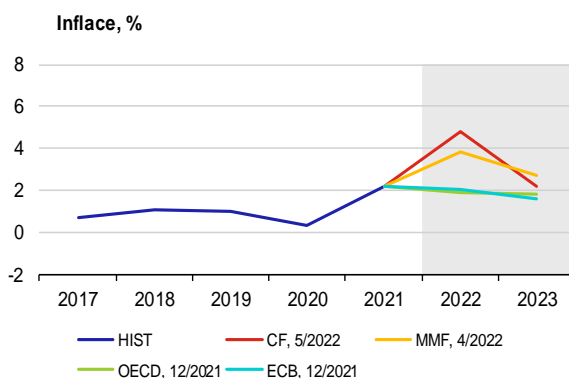


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,1	5,7	2,7	3,9
2023	2,6	2,7	1,7	2,2

Finsko

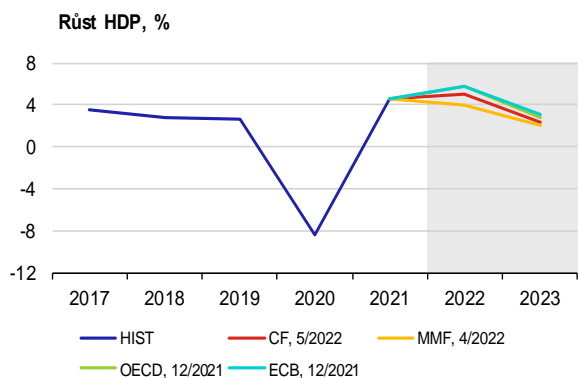


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	1,6	2,9	2,6
2023	1,6	1,7	1,5	1,5

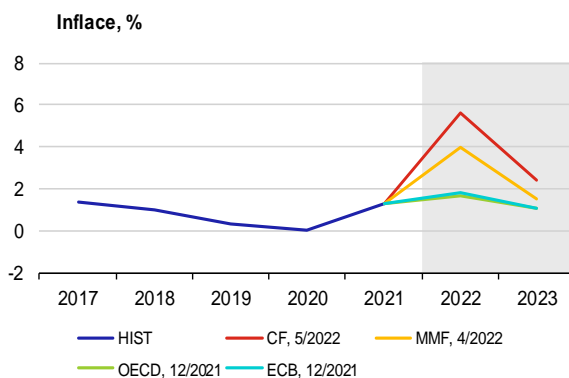


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,8	3,8	1,9	2,0
2023	2,2	2,7	1,8	1,6

Portugalsko

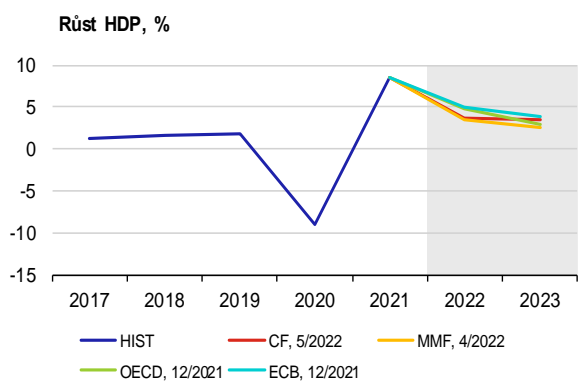


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,0	4,0	5,8	5,8
2023	2,4	2,1	2,8	3,1

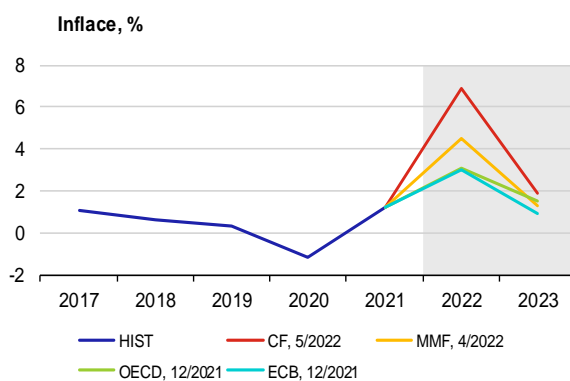


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,6	4,0	1,7	1,8
2023	2,4	1,5	1,1	1,1

Řecko

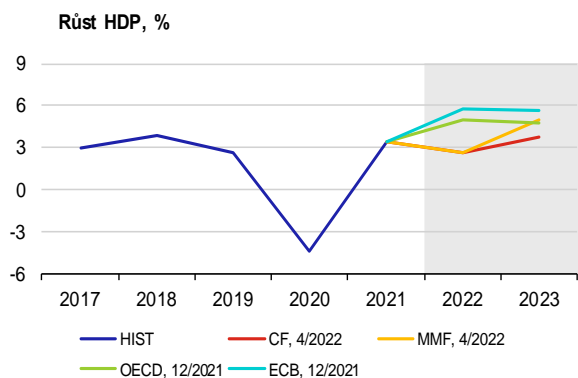


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,6	3,5	4,8	5,0
2023	3,5	2,6	2,9	3,9

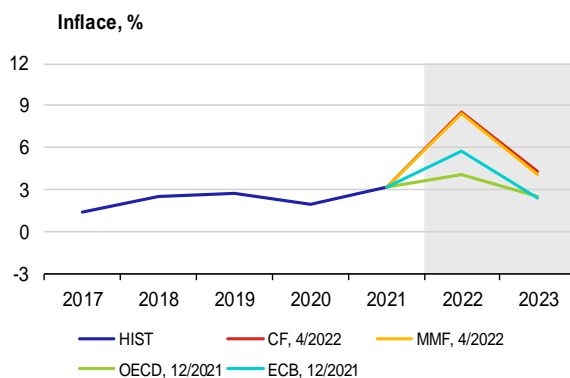


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,9	4,5	3,1	3,0
2023	1,9	1,3	1,5	0,9

Slovensko

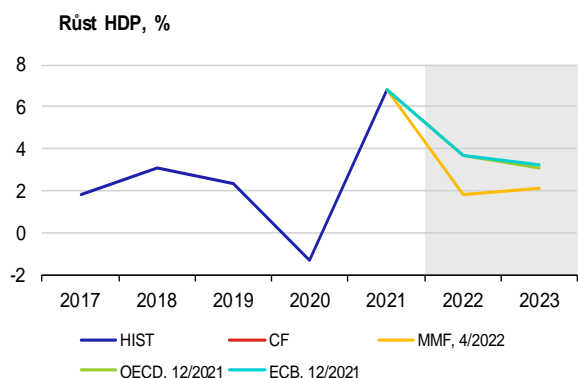


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,6	2,6	5,0	5,8
2023	3,7	5,0	4,8	5,6

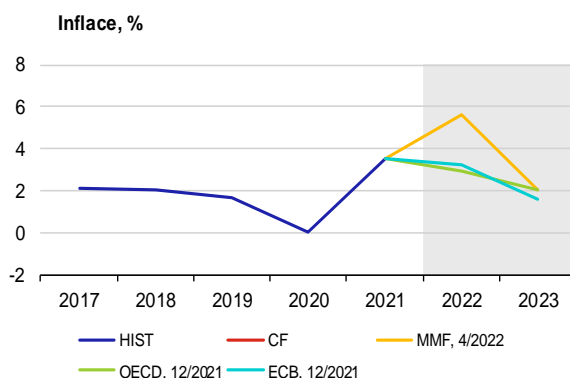


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,5	8,4	4,1	5,7
2023	4,3	4,1	2,5	2,4

Lucembursko

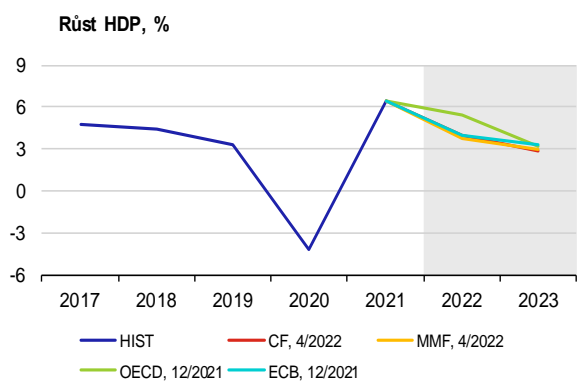


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	1,8	3,7	3,7
2023	n. a.	2,1	3,1	3,2

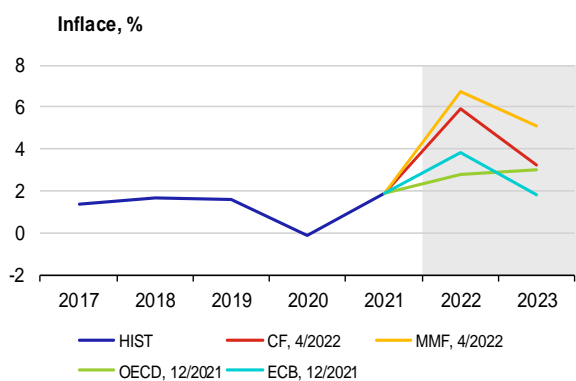


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	5,6	2,9	3,2
2023	n. a.	2,0	2,0	1,6

Slovinsko

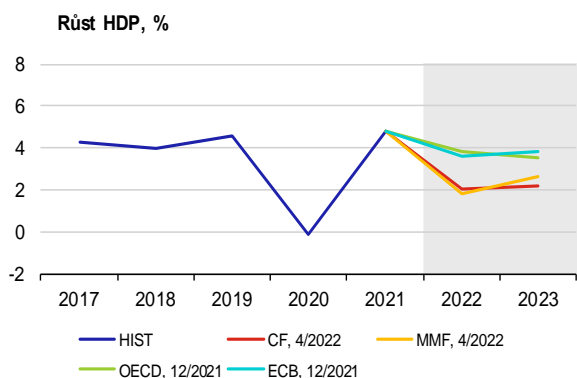


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,0	3,7	5,4	4,0
2023	2,8	3,0	3,2	3,3

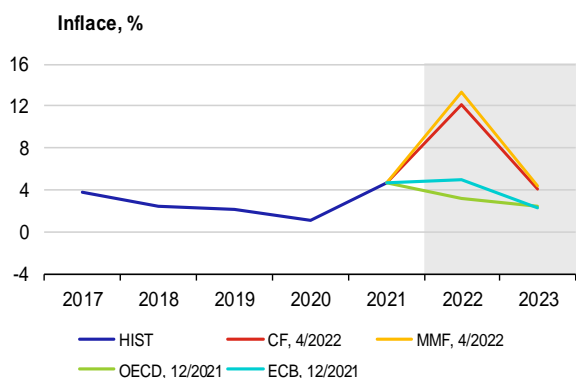


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,9	6,7	2,8	3,8
2023	3,2	5,1	3,0	1,8

Litva

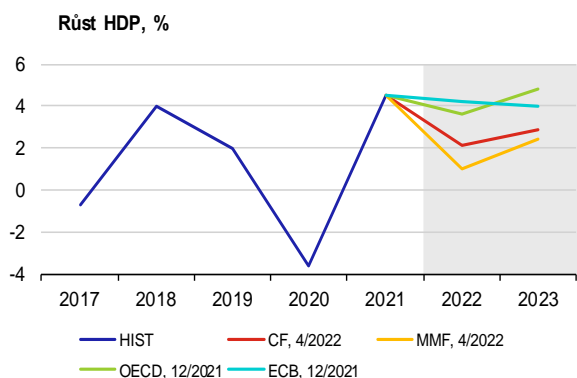


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,0	1,8	3,8	3,6
2023	2,2	2,6	3,5	3,8

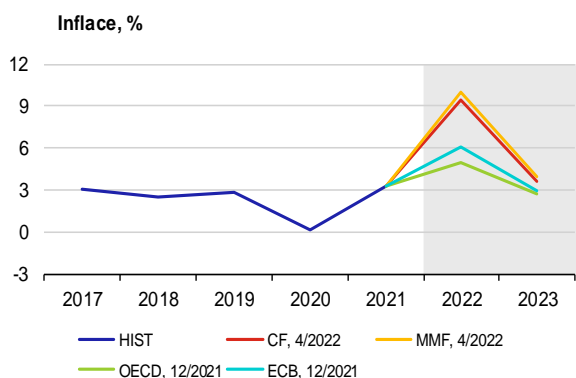


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	12,1	13,3	3,2	5,0
2023	4,1	4,3	2,5	2,3

Lotyšsko

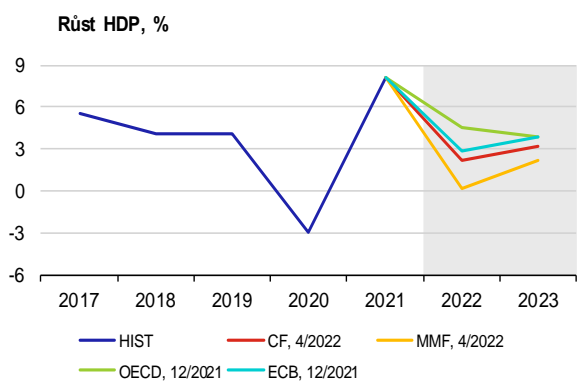


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	1,0	3,6	4,2
2023	2,9	2,4	4,8	4,0

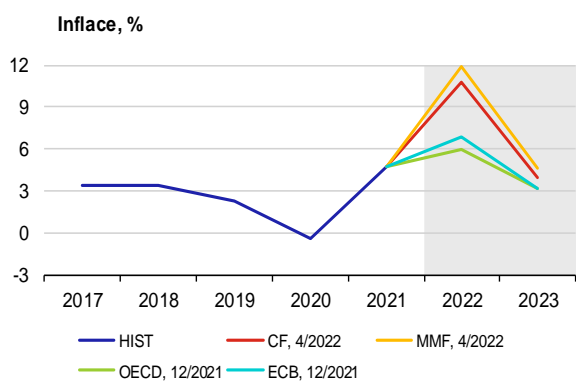


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,4	10,0	4,9	6,1
2023	3,6	3,9	2,7	2,9

Estonsko

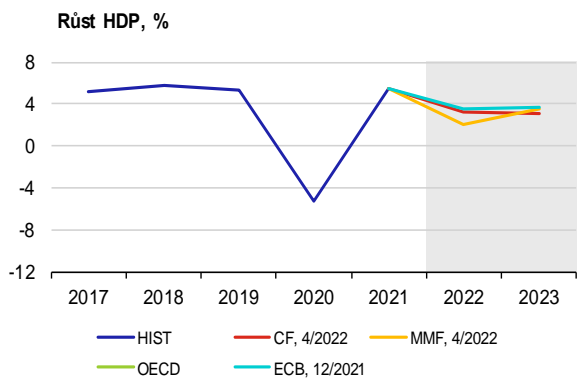


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,2	0,2	4,5	2,8
2023	2,2	2,2	3,8	3,9

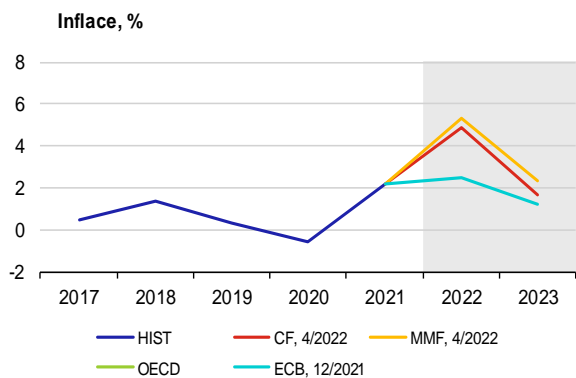


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	10,8	11,9	6,0	6,9
2023	3,9	4,6	3,2	3,2

Kypr

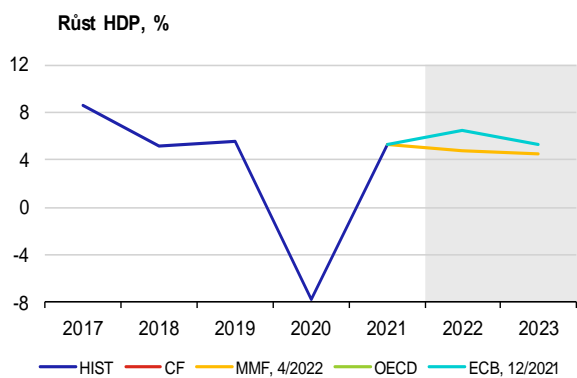


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,3	2,1	n. a.	3,6
2023	3,1	3,5	n. a.	3,7

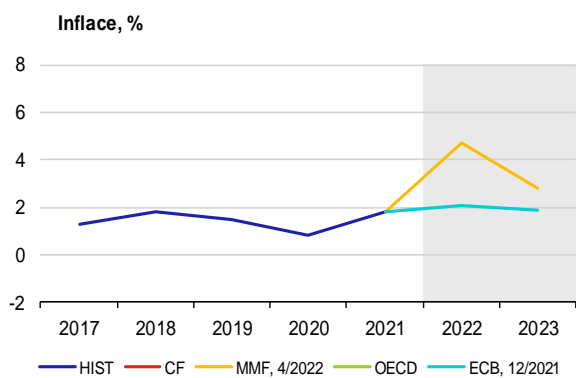


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,9	5,3	n. a.	2,5
2023	1,7	2,3	n. a.	1,2

Malta



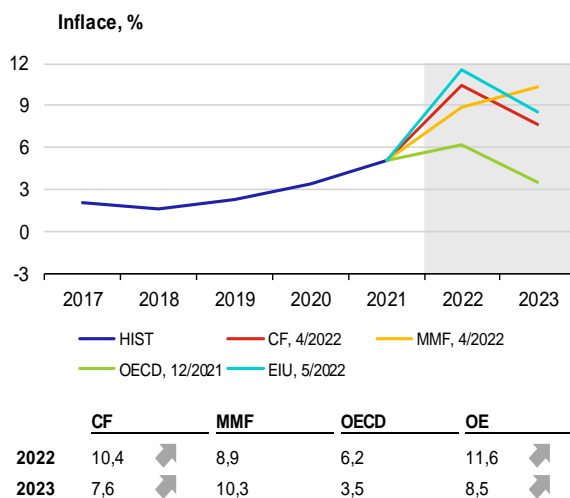
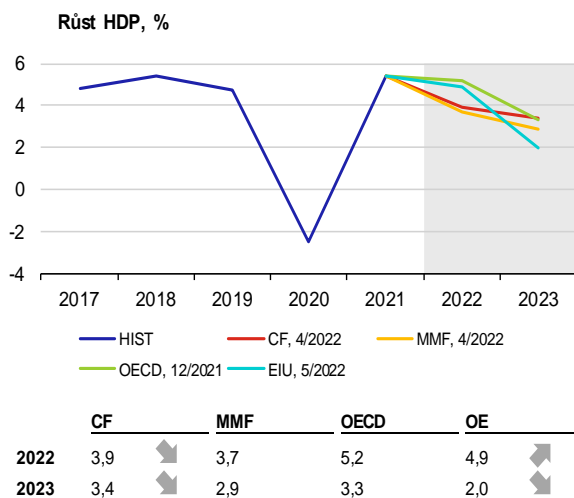
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,8	n. a.	6,5
2023	n. a.	4,5	n. a.	5,3



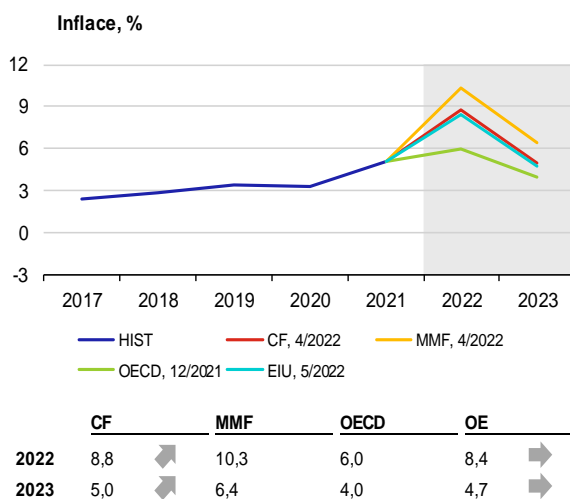
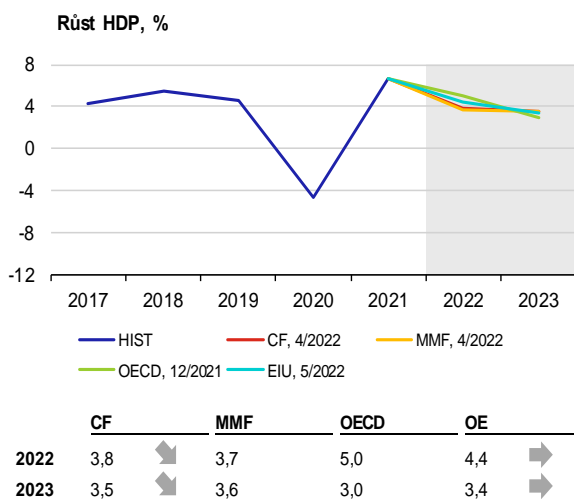
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,7	n. a.	2,1
2023	n. a.	2,8	n. a.	1,9

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

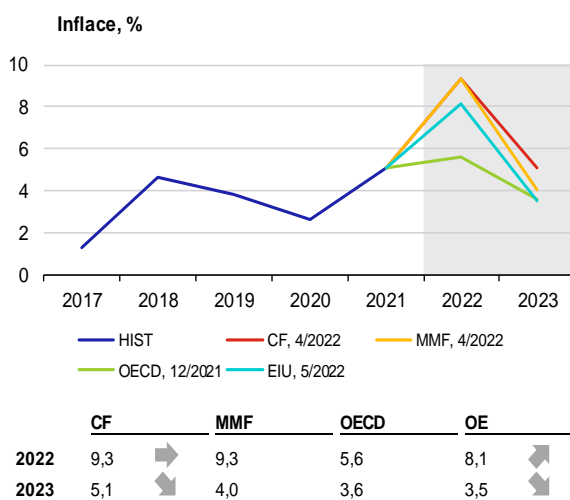
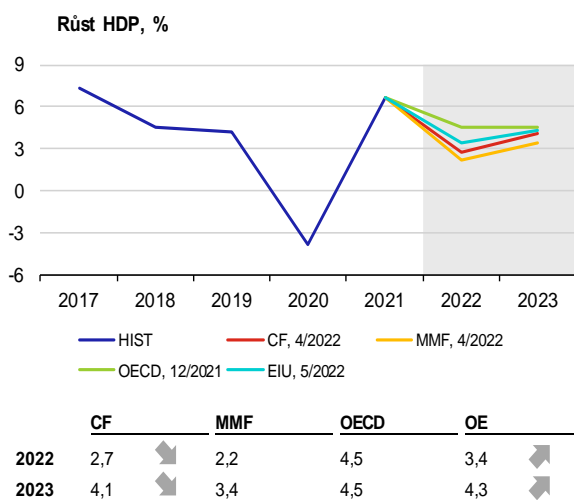
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



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