

Globální ekonomický výhled

———— leden 2024



Předmluva

Vážení čtenáři GEVu,

máte před sebou první letošní číslo Globálního ekonomického výhledu, tradiční publikace sekce měnové ČNB. Letošní rok bude protkán mnoha i v ekonomické oblasti důležitými výročími. Prvním a nám asi všem nejbližším je 20leté fungování České republiky v Evropské unii, které lze bezesporu hodnotit jako přínosné nejen pro naši zemi. Neméně významné výročí – a to celé čtvrtstoletí – si na počátku ledna připomněla většina zemí EU, které svoji integraci dále prohloubili používáním jednotné měny euro. Tento milník si tedy připomíná i naše partnerská ECB. Tím však výčet nekončí. Letos pomyslné osmdesátiny oslaví tzv. bretton-woodské instituce, tedy Světová banka a Mezinárodní měnový fond, které výrazně napomohly v tvorbě infrastruktury globálního měnového a finančního vývoje po 2. světové válce. V instituci posledně jmenované, mám tu čest Českou republiku spoluzastupovat. Je to výzva, kterou jsem ráda přijala a snažím se v této roli co nejlépe obstat.



Výše uvedené instituce mají svůj pravidelný otisk v GEVu, kde vedle dalších informačních zdrojů ze světa Vám – čtenářům GEVu – Česká národní banka nabízí přehledné srovnání aktuálních makroekonomických výhledů. Nejde jen o klíčové veličiny jako inflace, úrokové sazby, měnové kurzy a růst HDP, ale i o řady předstihových ukazatelů a zajímavých tematických grafů. Ty mi osobně pomáhají v rychlé orientaci, včetně zacílených ekonomických komentářů k sledovaným klíčovým zemím, regionům a trhům. Ze statistik sledovanosti je populární jeho analytická část, rubrika „Zaostřeno na...“, ve které se mí kolegové ze sekce měnové snaží zaměřit svoji pozornost na taková témata, která naši ekonomiku ovlivňují, včetně tradičního vyhodnocování prognóz obsažených v GEVu. Lednové číslo se zaměřuje na popis inflační tsunami, jak jej autoři nazvali, tedy faktorů, které stály za dlouho nevidaným nárůstem cenové hladiny ve světě. Je to poučné čtení...

Přeji Vám úspěšný rok 2024

Karina Kubelková,

členka bankovní rady ČNB

I. Úvod	3
II. Makroekonomický monitoring	4
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	5
III.1 Eurozóna	5
III.2 Německo	6
III.3 Spojené státy	7
III.4 Čína	8
III.5 Spojené království	9
III.6 Japonsko	9
III.7 Rusko	10
III.8 Polsko	10
III.9 Maďarsko	11
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	12
V. Vývoj na komoditních trzích	13
V.1 Ropa	13
V.2 Ostatní komodity	14
V. Zaostřeno na...	15
Odeznění inflační tsunami: příčiny a výhledy do budoucna	15
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2024	21
A2. Změna predikcí pro rok 2025	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

12. ledna 2024

Sběr dat CF

8. ledna 2024

Datum publikace GEVu

19. ledna 2024

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 OE.

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, VI. Zaostřeno na...
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy, III.7 Rusko, VI. Zaostřeno na...
Pavla Růžičková	III.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	III.2 Německo, III.5 Spojené království
Alexis Derviz	III.4 Čína
Martin Kábrt	III.6 Japonsko
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity, III.8 Polsko, III.9 Maďarsko

I. Úvod

Válka na Ukrajině a konflikt po napadení Izraele teroristickým hnutím Hamás je s námi bohužel i v roce 2024. Jen počty zbytečně zemřelých a zraněných vojáků ve válce na Ukrajině v odhadech převyšují mrazivou hranici 500 000, a to nemluvě o bezbranných civilistech, materiální škody nepočítaje. Podstatné budou nejen pro tento konflikt prezidentské volby v Rusku (17. března) a v USA (5. listopadu). Samozřejmě i ty na Ukrajině (31. března), byť u těch i těch ruských se žádná změna vedení z mnoha důvodů neočekává. V letošním roce nás čekají rovněž volby do Evropského parlamentu (6.–9. června). Předsednictví EU se ujala Belgie, kterou v druhé polovině roku vystřídá Maďarsko. A jak již bylo uvedeno v předmluvě, vstoupili jsme do roku mnoha výročí (25 let eura, 20 let od rozšíření EU o skupinu 10 zemí, 80 let brettonwoodských institucí).

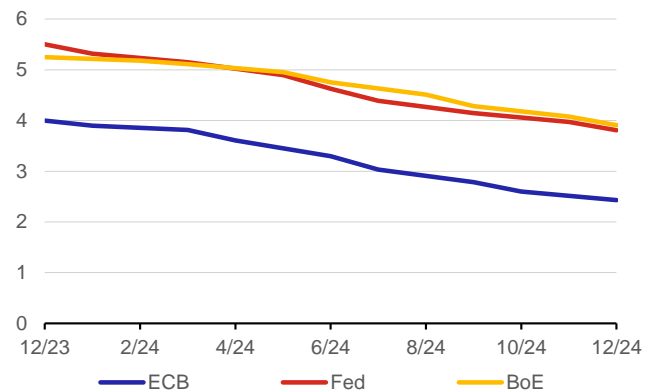
Co přinese letošní lednové [Světové ekonomické fórum](#)? Toto tradiční lednové setkání čelních představitelů vlád, mezinárodních organizací, podniků a občanské společnosti se uskutečňuje v době tzv. polykrize (termín popisující souběh několika krizí, jako jsou krize klimatická, biologické rozmanitosti, pandemie COVID-19, energetická a války na Ukrajině a Blízkém východě) a mělo by výše uvedená ekonomická témata a trendy zasadit do „zprávy“ o stavu světa a prioritách pro rok 2024.

Výhledy pro rok 2024 by měly přinést definitivní odeznění inflační tsunami. Hodnoty inflace budou oproti inflačním cílům ve vyspělých ekonomikách již jen mírně zvýšené. Rovněž fiskální konsolidace by měla napříč zeměmi pokračovat, zejména těmi evropskými. Již to vypadalo, že další pozitivní tendencí bude narovnání vztahů v rámci globálních výrobních řetězců. Poslední události kolem útoků na obchodní lodě v blízkosti Jemenu tento optimismus významně narušily. Objevují se již jeho důsledky v podobě ohlašované snížené produkce výrobců a růstu cen mezinárodní přepravy. V případě zvýraznění či prodloužení napětí by to mohlo vyvolat nové nabídkové cenové tlaky.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak trhy vidí vývoj sazeb klíčových centrálních bank v letošním roce. Zajímavé je, že trhy očekávají stejné tempo ve snižování sazeb v Evropě i v USA, ačkoli centrální banky komunikují svoji pozici nyní trochu odlišně. Za povšimnutí stojí také udržování téměř konstantního diferenciálu mezi základními sazbami, ač výhled ECB a Fedu vidí inflaci už jen mírně nad 2% inflačním cílem. Trochu opatrnější ohledně snižování sazeb jsou analytici finančních trhů, jak vychází z průzkumů CF i společnosti Bloomberg. Výše než trh je vidí zejména v eurozóně.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „[Odeznění inflační tsunami: příčiny a výhledy do budoucna](#)“. Článek shrnuje faktory stojící za neobvykle silným vzduchutím inflace v minulých letech a pomocí dostupných dat a informací o cenovém chování firem v eurozóně ukazuje, že pokud v nejbližší době nepřijde další vnější šok, měla by se stát odeznívající inflační vlna již opravdu minulostí.

Tržní výhled sazeb pro klíčové centrální banky, %



Zdroj: Bloomberg
Pozn.: Výhled sazeb dle OIS; data k 12. 1. 2024

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

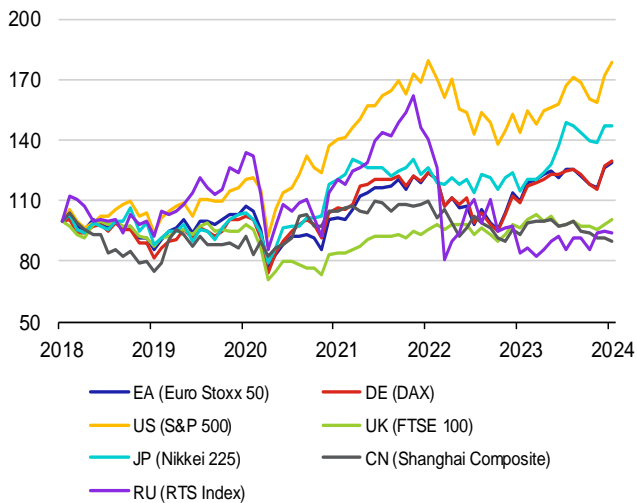
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2024	0,5 ➡	0,3 ➡	1,4 ➡	0,2 ➡	0,8 ➡	4,6 ➡	1,7 ➡
	2025	1,3 ★	1,2 ★	1,7 ★	1,0 ★	1,0 ★	4,3 ★	1,3 ★
Inflace (%)	2024	2,2 ➡	2,5 ➡	2,6 ➡	2,7 ➡	2,2 ➡	1,2 ➡	5,1 ➡
	2025	2,0 ★	2,1 ★	2,3 ★	2,2 ★	1,5 ★	1,7 ★	4,5 ★
Nezaměstnanost (%)	2024	6,8 ➡	5,9 ➡	4,2 ➡	4,7 ➡	2,5 ➡	3,4 ➡	2,6 ➡
	2025	6,8 ★	5,7 ★	4,2 ★	4,7 ★	2,4 ★	3,4 ★	3,6 ★
Kurz (vůči USD)	2024	1,11 ➡	1,11 ➡		1,27 ➡	135,0 ➡	7,04 ➡	95,6 ➡
	2025	1,14 ★	1,14 ★		1,31 ★	125,8 ★	6,82 ★	96,9 ★

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

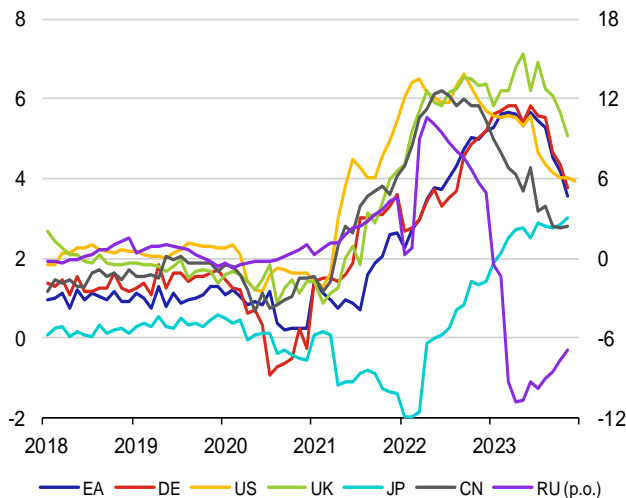
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

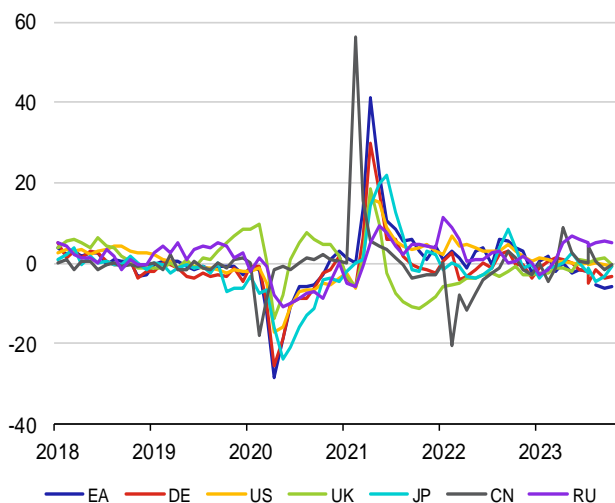
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2018



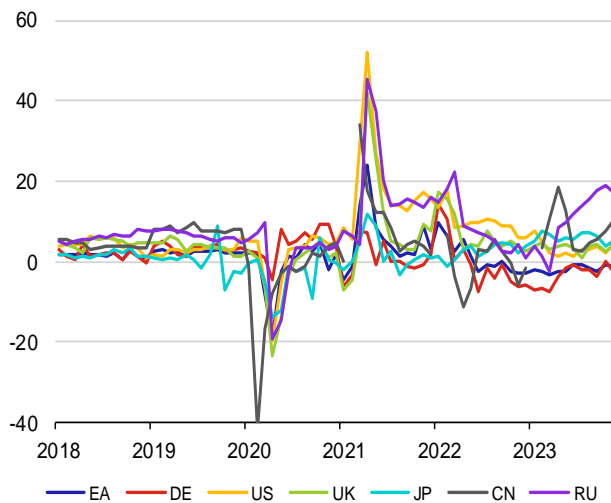
Jádrová inflace, %



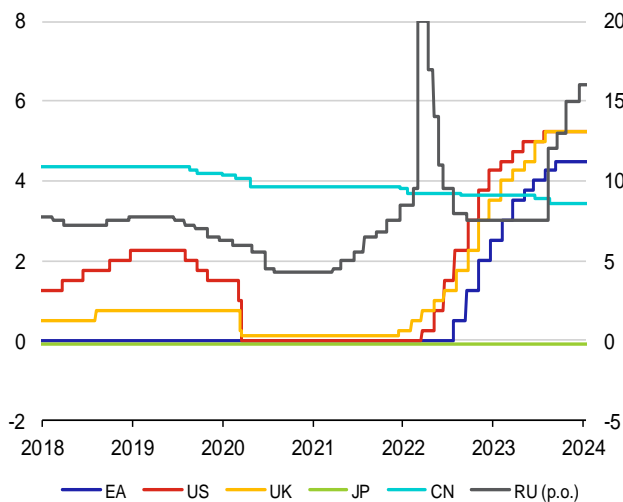
Průmyslová produkce, mizr. %



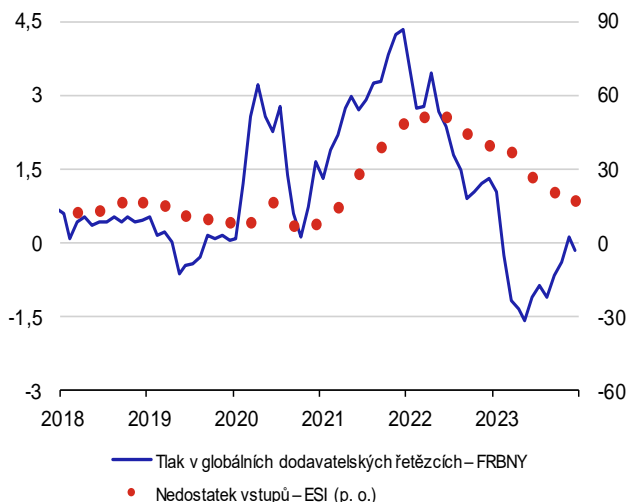
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

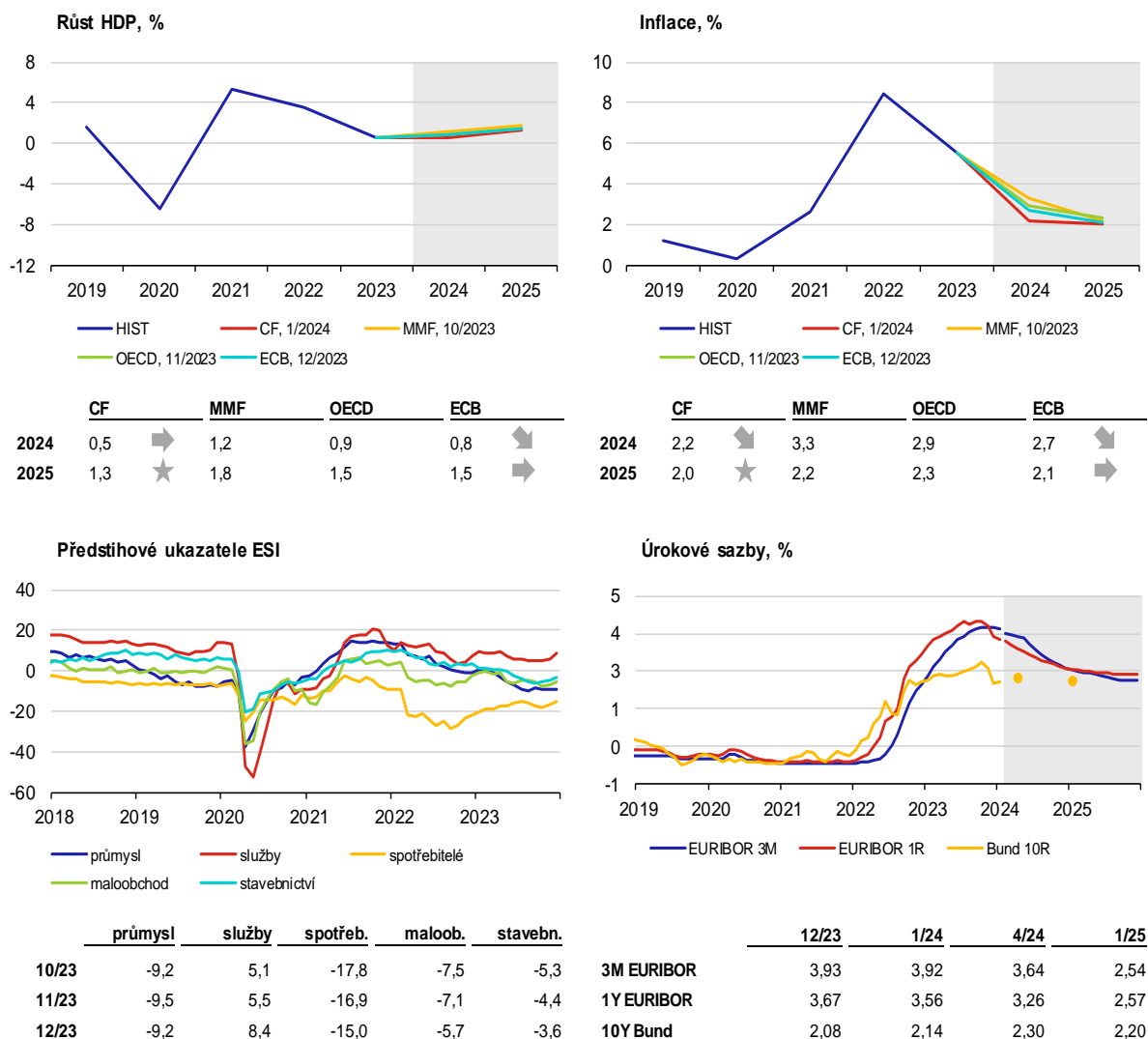


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

III.1 Eurozóna

ECB nepatrně snížila výhled hospodářského růstu v eurozóně, ekonomika vzroste o méně než procento a teprve příští rok dosáhne příznivějšího tempa růstu. Prosincová prognóza ECB předpovídá pro letošní rok růst HDP o 0,8%, pro rok 2025 pak zrychlení tempa růstu na 1,5 %. Analytici CF zůstali i v lednu ve svých předpovědích zdrženlivější. Aktuální měsíční data nijak zázně nevypadají. Tržby v maloobchodě v listopadu meziměsíčně poklesly a neudržely tak pozitivní dojem z října. Obzvláště výrazný byl pokles v Německu, naopak ve Francii tentokrát vzrostly. Nadále nicméně pokračuje mírné ožívání ekonomického sentimentu. Podle ESI nálada pookřála ve všech sledovaných kategoriích. Kompozitní PMI naznačuje mírnou ekonomickou kontrakci ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku, která by ekonomiku eurozóny poslala do technické recese. Prezidentka ECB naproti tomu na tiskové konferenci po prosincovém zasedání uvedla, že prognóza ECB recesi v eurozóně neočekává. Z nově zveřejněných dat působí ve směru vyššího výhledu růstu ta z trhu práce. Meziroční růst mezd dosáhl ve třetím čtvrtletí loňského roku 5,3 %. Mzdy tak loni v létě poprvé po delší době vzrostly i v reálném vyjádření, což bude podporovat spotřebu domácností, zároveň to však dále snižuje konkurenceschopnost vývozců.

Výhledy inflace pro letošní rok se dále snížily, k inflačnímu cíli se ale růst spotřebitelských cen přiblíží až v příštím roce. ECB i lednový CF snížily výhled růstu HICP pro letošek, výhled pro příští rok zůstal zachován. Podle předběžných údajů v prosinci tempo růstu spotřebitelských cen v souladu s očekávanými dočasně zrychlilo (na 2,9 % meziročně) v důsledku statistického efektu nižší základny. Před rokem totiž byla zavedena některá z opatření proti vysokému růstu cen energií. Meziroční pokles cen energií se nyní v důsledku toho výrazně snížil. Naproti tomu růst cen potravin a průmyslového zboží v prosinci zpomalil. Jádřová inflace se díky tomu snížila na 3,4 %. Přetrvávající perzistence domácích inflačních tlaků byla jedním z důvodů, proč ECB ponechala v prosinci základní úrokové sazby beze změny a na rozdíl od očekávání finančních trhů ve své komunikaci zdůrazňuje zdrženlivost k jejich brzkému poklesu.

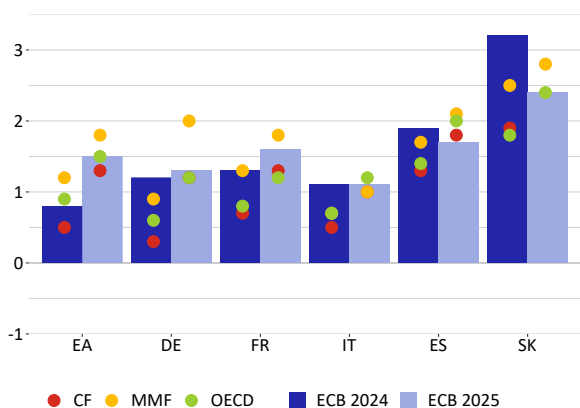


III.2 Německo

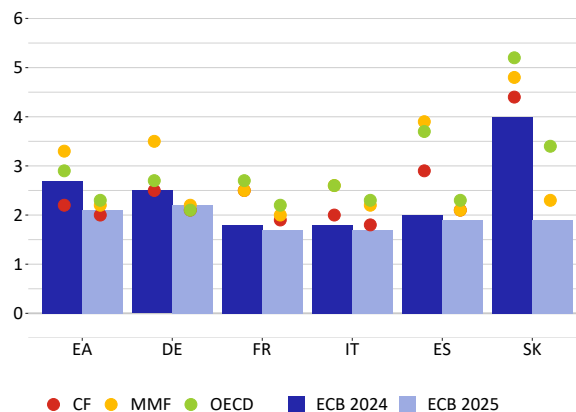
Zotavení německé ekonomiky provází zpoždění a došlo k výraznému snížení výhledu jejího tempa růstu. Dle Bundesbanky jsou hlavní brzdou hospodářského oživení průmysl (potažmo slabá zahraniční poptávka), omezená soukromá spotřeba a utlumené investice v důsledku vyšších nákladů na financování. Při pohledu na předstihové indikátory vyvstávají obavy, že německá ekonomika zůstala slabá a v posledním čtvrtletí by mohla vykázat klesající aktivitu. Ačkoliv ZEW index zaznamenal v prosinci mírný nárůst, dle indexu Ifo sentiment v podnikatelském sektoru poklesl, přičemž chmurnější bylo nejen hodnocení současné situace, ale též výhledy na první polovinu roku 2024. Na útlum ekonomiky na konci loňského roku poukazuje též kompozitní ukazatel PMI, dle kterého se aktivita německého soukromého sektoru dále snížila. Prosincová hodnota 47,4 bodu poukázala na již šestý měsíc poklesu v řadě, přičemž v pásmu kontrakce zůstává jak sektor služeb, tak i zpracovatelský sektor. Lépe se ovšem nejeví ani výhled, především ten pro letošní rok. Nové prognózy Bundesbanky a CF se shodují, že růst HDP v letošním roce nepřekročí půl procenta (růst o 0,4 %, respektive 0,3 %), přičemž v roce 2025 má dle obou institucí HDP růst o 1,2 %.

Harmonizovaná inflace na konci loňského roku dosáhla nejrychlejšího tempa růstu za poslední tři měsíce. Spotřebitelské ceny v prosinci vzrostly o 3,8 % (z listopadových 2,3 %), přičemž na vývoj inflace měly dopad především energie. Konkrétně bazický efekt jednorázových vládních opatření, která měla v prosinci 2022 tlumící účinek na celkovou inflaci, zatímco v prosinci 2023 účinek rostoucí. Naproti tomu pokračuje pokles jádrové inflace, konkrétně na 3,5 %. V ročním průměru za rok 2023 by pak měla inflace činit zhruba 6 %. Dle Bundesbanky inflace vykazuje zlepšení a byla v nové prosincové prognóze revidována směrem dolů. Pro letošní rok na 2,7 % a pro rok 2025 na 2,5 %, a to díky předpokladu výrazného snížení růstu cen energií a potravin. Nový výhled CF je pak o něco optimističtější s předpokladem růstu cen v letošním roce o 2,5 % a v roce příštím o 2,1 %. Ceny průmyslových výrobců v listopadu opět meziročně poklesly, konkrétně o necelých 8 %.

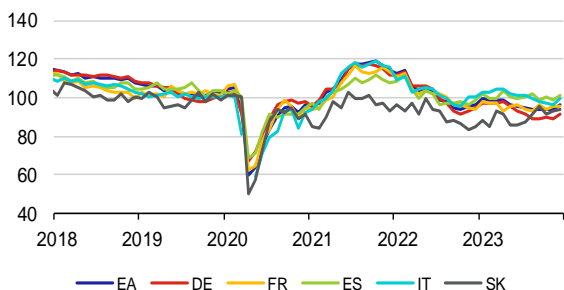
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



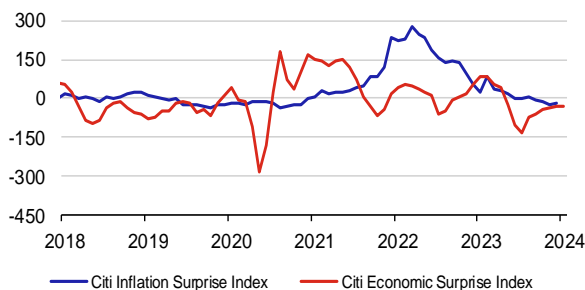
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



Předstihové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
10/23	93,7	89,8	94,1	100,4	97,1	91,5
11/23	94,0	89,2	95,9	99,0	96,7	93,5
12/23	96,4	91,6	95,4	101,4	99,3	94,2

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

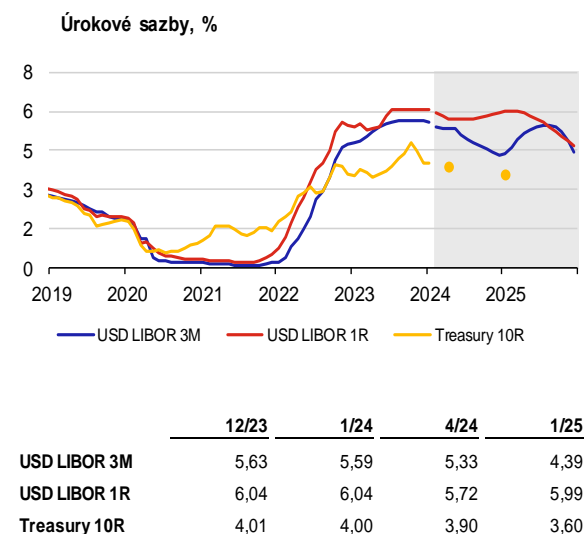
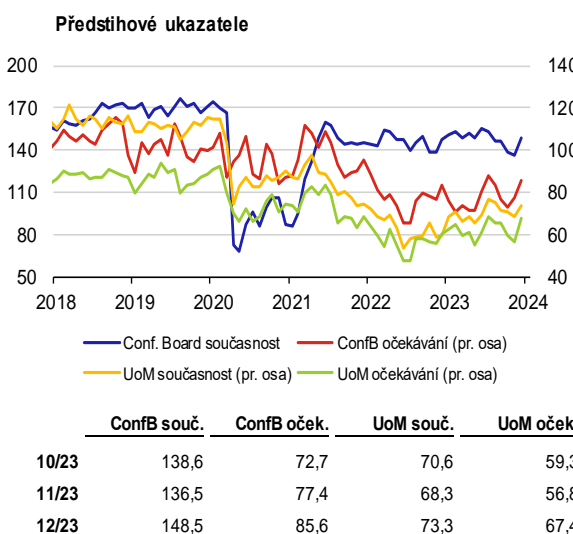
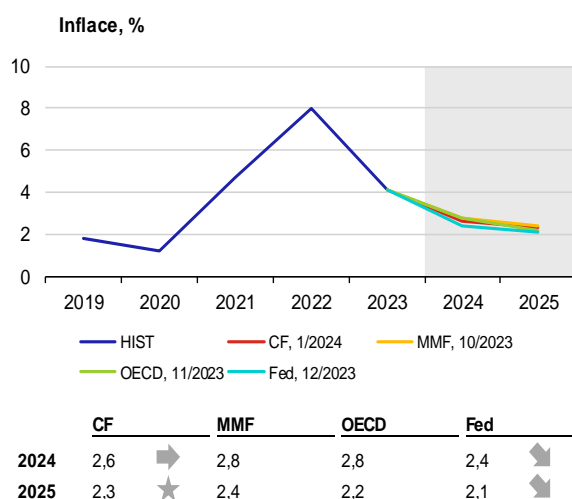
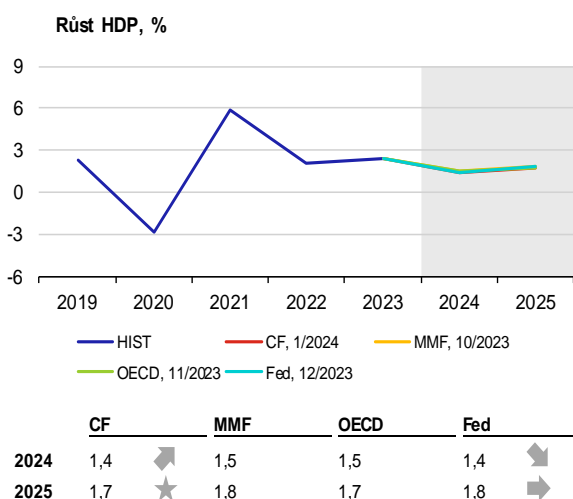
	5y5y	SPF
11/23	2,42	2,14
12/23	2,29	2,14
1/24	2,28	

III.3 Spojené státy

Spojené státy se snaží bránit obchodní trasy vedoucí přes Suezský průplav. Na blízkém východě roste geopolitické napětí a prezident spojených států J. Biden označil jemenské povstalce podporované Íránem za teroristy. Ti totiž od listopadu napadají obchodní lodě v Rudém moři kvůli Izraelské operaci v pásmu Gazy. Američané ve spolupráci s dalšími zeměmi vyzývají k respektování mezinárodního práva a ochraně obchodních tras.

V letošním roce by měla americká ekonomika růst tempem zhruba 1,4 % a v roce 2025 by pak tempo růstu mělo mírně zrychlit. V loňském roce 2023 očekávalo nemálo analytiků ve Spojených státech recesi, ta se ale nakonec nekonala a naopak ekonomika rostla v porovnání s dalšími vyspělými ekonomikami velmi solidním tempem. Důležitou roli hrála především spotřeba domácností, které byly ochotny čerpat své rezervy, ale také vládní investice. Vzhledem k tomu, že na podzim letošního roku se konají prezidentské volby, dá se očekávat pokračování fiskálního stimulu. Současně by mělo dojít k uvolňování měnové politiky ze současných restriktivních hodnot s tím, jak postupně klesá inflace a její očekávání.

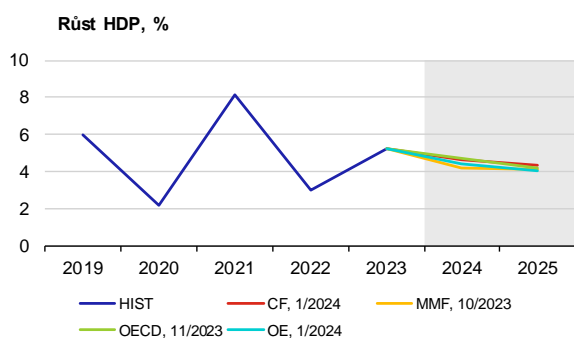
Americký Fed by letos rád docílil „měkké přistání“ a připravuje trhy na snižování sazeb. Centrální banka dle očekávání ponechala na svém prosincovém zasedání sazby beze změny a projev předsedy Fedu J. Powella měl holubičí nádechy. Přicházející čísla o inflaci byla velmi pozitivní, nicméně na trhu práce zatím nedošlo k citelnému ochlazení, což zvyšuje proinflační rizika a nejistotu ohledně načasování uvolnění měnové politiky. Trhy zatím očekávají první snížení sazeb již v březnu, ačkoli zveřejněná inflace za listopad o hodnotě 3,4 % byla pro trhy překvapením (očekávání bylo 3,2 %) a trochu je to znervóznilo. Analytici CF očekávají nejčastěji první snížení až v červnu. Výhled sledovaných institucí ohledně inflace je podobný, v letošním roce by inflace měla dosáhnout zhruba 2,5 % a v příštím roce pak klesnout blíže inflačnímu cíli, ale stále by se ještě měla pohybovat nad ním.



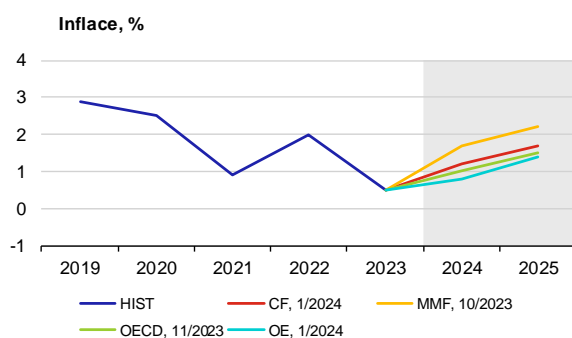
III.4 Čína

Čínská ekonomika vzrostla v roce 2023 o 5,2 %, což je v souladu se stanoveným cílem vlády, a to navzdory slabé zahraniční i domácí poptávce. Čínský objem vývozu přitom v minulém roce poprvé od roku 2016 meziročně poklesl. Navíc se Čína potýkala s rostoucím zadlužením místních vlád a realitní krizí. Očekávání ohledně postpandemického znovuootevření čínské ekonomiky, které by mohlo táhnout globální ekonomiku, se tak nakonec nenaplnila. Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se po většinu roku, stejně jako v prosinci, pohyboval pod 50bodovou hladinou v pásmu ekonomické kontrakce. Trend v podobě slábnoucí ekonomické aktivity byl pozorován také v nevýrobních odvětvích, kde index PMI dosáhl na konci minulého roku pouze 50,4 bodů. Naopak nejvíce se v minulém roce dařilo sektoru služeb, který dle indexu Caixin v prosinci dále vzrostl na 52,6 bodů, tj. nejvyšší hodnotu za posledních 7 měsíců. I když byla protipandemická omezení zrušena již na konci roku 2022, zůstává spotřebitelská důvěra stále utlumená. To také odráží ekonomické priority čínské vlády pro letošní rok stanovené v prosinci, kterými jsou podpora domácí poptávky, rozvoj strategických sektorů a vypořádání se s nemovitostní krizí. Dle lednového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne pouze 4,6 % a v příštím roce zpomalí na 4,3 %.

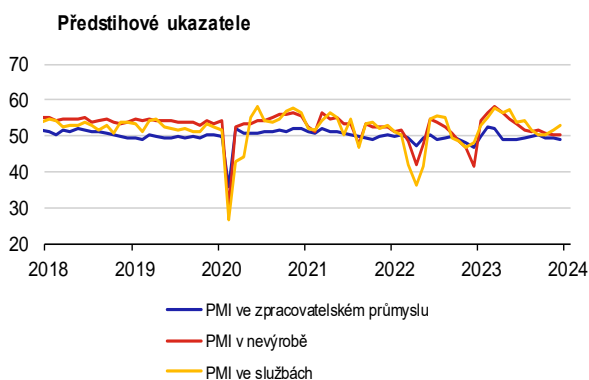
Spotřebitelské ceny v minulém roce stagnovaly, zatímco ceny výrobců výrazně klesaly. Čínská vláda v roce 2023 zavedla řadu dílčích stimulačních opatření, včetně uvolnění klíčových úrokových sazeb a posílení přístupu k úvěrům ve strategických sektorech. Čínská ekonomika se v červenci propadla do deflace a ceny od té doby stagnovaly nebo klesaly každý měsíc kromě srpna. V prosinci spotřebitelské ceny poklesly meziročně o 0,3 %, přičemž celoroční inflace v roce 2023 činila pouze 0,2 %, a pohybovala se tak výrazně pod 3% cílem čínské centrální banky. Dle lednového výhledu analytiků CF by spotřebitelské ceny měly v letošním roce vzrůst o 1,2 %, resp. o 1,7 % v roce 2025. Ceny výrobců, které jsou silně ovlivněny světovými cenami surovin, meziročně klesají již od října 2022 a nebylo tomu jinak ani na konci minulého roku, kdy zaznamenaly pokles o 2,7 %. Za celý rok 2023 ceny výrobců poklesly v průměru o 3 %.



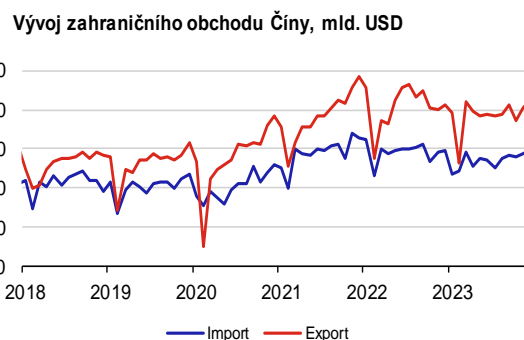
	CF	MMF	OECD	OE
2024	4,6	4,2	4,7	4,4
2025	4,3	4,1	4,2	4,0



	CF	MMF	OECD	OE
2024	1,2	1,7	1,0	0,8
2025	1,7	2,2	1,5	1,4



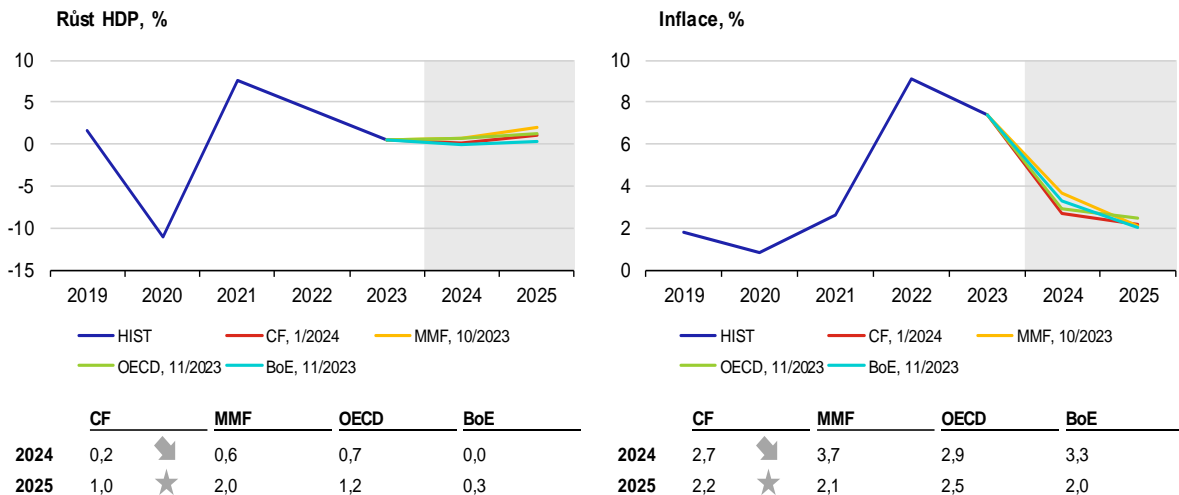
	PMI zprac. prům.	PMI v nevýrobě	PMI ve službách
10/23	49,5	50,6	50,4
11/23	49,4	50,2	51,5
12/23	49,0	50,4	52,9



Zdroj: Bloomberg

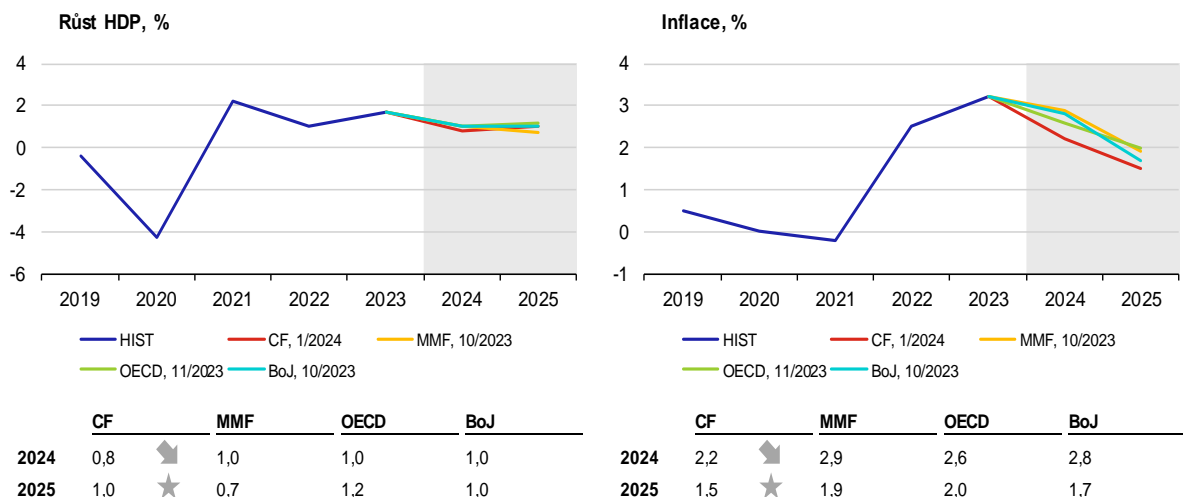
III.5 Spojené království

Mírný pokles ekonomiky ve třetím čtvrtletí nakonec znamená zvýšené riziko technické recese ve druhé polovině roku 2023. Revizi směrem dolů představující pokles HDP o 0,1 % z původní stagnace, způsobily především slabé podnikové investice a slabé spotřebitelské výdaje. Zvyšuje se tak tlak na BoE, aby začala uvolňovat svou měnovou politiku, též vzhledem ke klesající spotřebitelské inflaci. Prosincové zasedání však přineslo ponechání základní úrokové sazby na úrovni 5,25 %. BoE navíc upozornila, že se snížením sazeb vzhledem ke snaze dosáhnout 2% inflačního cíle nebude spěchat. Meziroční inflace v listopadu činila 3,9 % a směrem dolů ji nejvíce tlačila doprava, rekreace a kultura a potraviny. Jádrová inflace zpomalila k 5 %. Dle nové prognózy CF by měla inflace z letošních téměř 3 % zpomalit v příštím roce ke 2 %. Kompozitní ukazatel PMI na konci roku vzrostl na 52,1 bodu, čímž růst produkce soukromého sektoru dosáhl šestiměsíčního maxima. Rychlejší růst produkce ve službách kompenzoval další pokles zpracovatelské výroby.



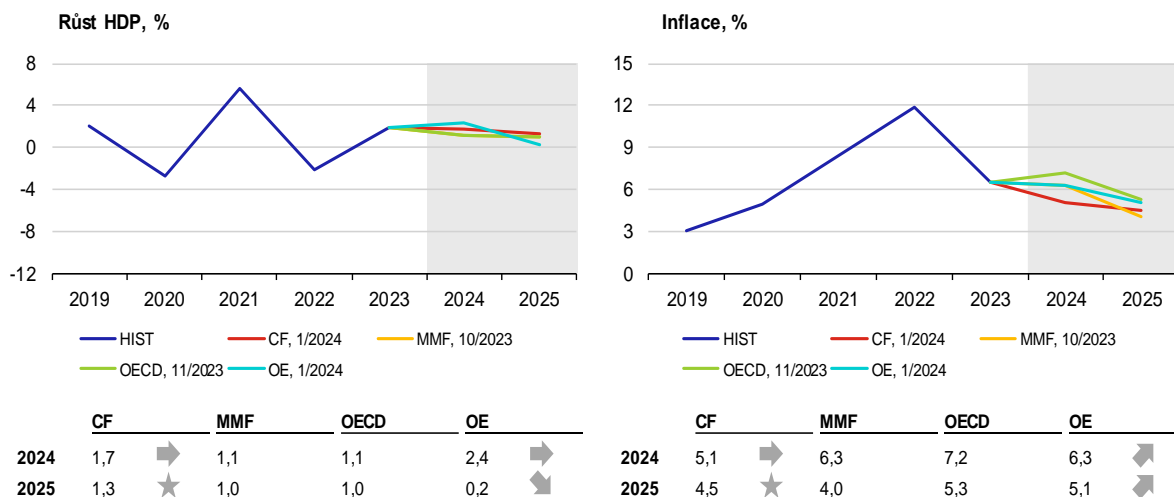
III.6 Japonsko

Jádrová inflace v Japonsku vyšplhala na 32leté maximum, objevují se ale už první signály zvolňování domácích cenových tlaků. Celková inflace se při 2,5 % v listopadu nacházela zřetelně pod svým vrcholem z ledna 2023, její dynamiku ovšem zásadně ovlivňuje ústup růstu cen dovážených energetických komodit a potravin. Fundamentální, domácí cenové tlaky dosud spíše posilovaly a v listopadu vyvrcholily meziročním růstem cenového jádra (bez potravin a energií), který poprvé od dubna 1992 překročil 3 %. Poblíž dlouhodobých maxim jsou i další indikátory fundamentálního cenového růstu, ale v listopadu poprvé mírně zvolnila mediánová inflace či podíl položek spotřebního koše, jejichž cena vzrostla. Rovněž klouzávy 6měsíční průměr (meziročního) mzdového růstu opět zvolnil k 1 % v listopadu po předchozím růstu až přes 2 % na jaře 2023. BoJ se na prosincovém zasedání rozhodla ponechat měnové podmínky extrémně uvolněné, na což trh reagoval oslabením jenu a dalším růstem cen japonských akcií k historickým rekordům.



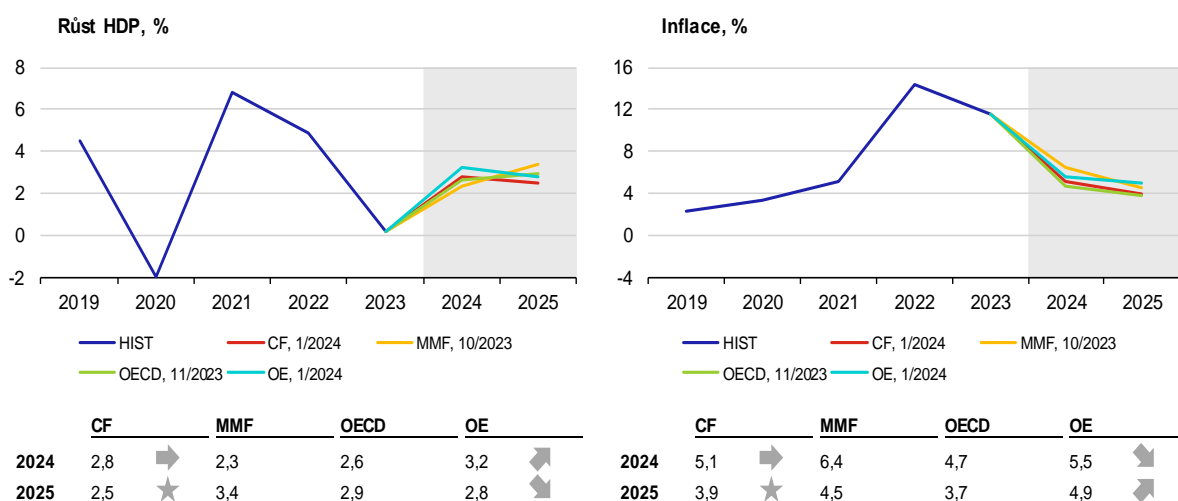
III.7 Rusko

Inflace je v Ruské federaci opět nejen politickým, ale současně i důležitým ekonomickým tématem. Tempo růstu cenové hladiny stále zrychluje, listopadová inflace dosáhla meziroční úrovně 7,5 %, zatímco inflační cíl centrální banky leží na 4% úrovni. Meziměsíčně spotřebitelské ceny vzrostly o 1,1 % a zvýšená dynamika setrvává od léta. To samé platí pro jádrovou inflaci. V reakci na růst cen zvýšila centrální banka na svém prosincovém zasedání svoji klíčovou sazbu na 16 %. Na počátku letošního roku se v Rusku konají prezidentské volby, kvůli kterým současný prezident V. Putin věnuje pozornost tomu, co domácnosti tíží nejvíce – růst cen, nezaměstnanost a nízké mzdy. V loňském roce vzrostla ekonomika dle odhadů CF o 1,9 %, pro tento rok se očekává, že tempo mírně poklesne na 1,7 % a dále pak na 1,3 %. Válečná situace ale dělá odhady velmi nejisté a např. průzkum mezi analytiky od společnosti Bloomberg ukazuje, že reálný HDP vrostl v roce 2023 dokonce o 3 %.



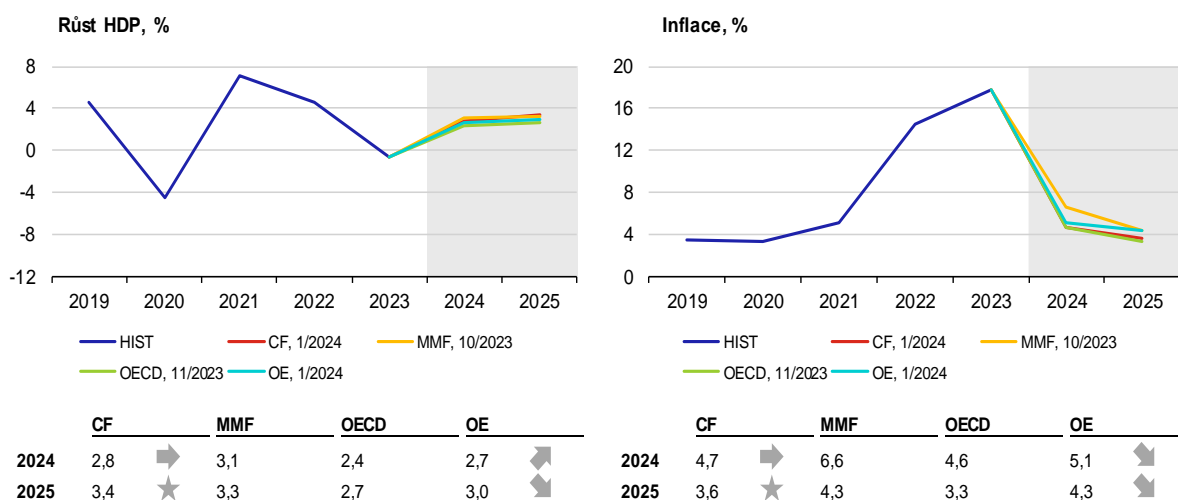
III.8 Polsko

Polská národní banka ponechala v lednu svou referenční úrokovou sazbu na hodnotě 5,75 % kvůli nejistému výhledu inflace. Toto rozhodnutí bylo analytiky převážně očekáváno. Inflace v prosinci zpomalila z 6,6 % na 6,1 %, rizikem ale zůstává opětovné zavedení DPH na potraviny a nejasný postoj vlády k regulaci cen energií. Meziroční růst cen potravin zpomalil a ceny pohonných hmot pokračovaly v poklesu, naopak zrychlil růst cen elektřiny a plynu. Meziměsíčně vzrostly ceny o 0,1 %. Ceny výrobců klesaly v listopadu pátý měsíc v řadě (meziročně o 4,7 %), nejvíce ve zpracovatelském průmyslu (o 7,2 %). Dle předstihového ukazatele S&P Global PMI se situace ve zpracovatelském průmyslu ve druhé polovině roku 2023 rychle zlepšovala, ale v prosinci došlo k jeho poklesu. Ukazatel se tak již 20 měsíců drží v pásmu kontrakce. HDP po předchozích dvou poklesech zaznamenal ve třetím čtvrtletí 2023 meziroční růst o 0,5 %. Dle CF by měl růst ekonomiky dále zrychlit na průměrných 2,8 %, resp. 3,5 % v letošním a příštím roce. Inflace by dle CF měla letos zpomalit z loňských 11,5 % na průměrných 5,1 % a příští rok pokračovat v poklesu na 3,9 %.



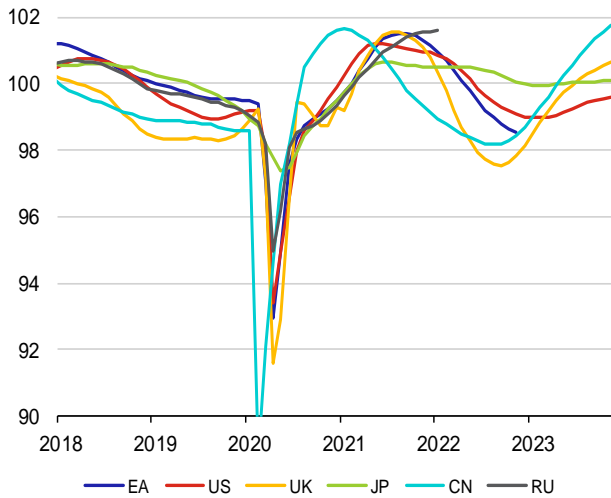
III.9 Maďarsko

Maďarská centrální banka na prosincovém zasedání snížila v souladu s očekáváním trhu svou základní úrokovou sazbu opět o 0,75 p. b. na 10,75 % v reakci na příznivý cenový vývoj. Meziroční inflace v prosinci zpomalila ze 7,9 % na 5,5 %, a byla tak nejnižší od září 2021. Klesaly zejména ceny energií, silné zpomalení růstu zaznamenaly ceny potravin. Jádrová inflace se snížila na 7,6 %. Nezaměstnanost činila v období září až listopad 4,3 % oproti 3,8 % před rokem. Růst mezd v říjnu jen mírně zpomalil na meziročních 14 %. Běžný účet byl ve 2. a 3. čtvrtletí minulého roku v přebytku. I když místní ukazatel PMI se od července zlepšuje a od října se pohybuje mírně v růstovém pásmu, průmyslová produkce klesala v listopadu již jedenáctý měsíc v řadě (meziroční tempo poklesu zesílilo z -3,2 na -5,8 %, meziměsíčně se produkce snížila o 2,3 %), a to ve většině dílčích sektorů. Rovněž maloobchodní prodeje v listopadu meziročně klesaly dvanáctý měsíc v řadě (ale tempo poklesu se zmírnilo z -6,5 na -5,4 %, meziměsíčně objem vzrostl o 0,8 %). Ceny výrobců zaznamenaly čtvrtý meziroční pokles v řadě (v listopadu o 6,6 % stejně jako v předchozím měsíci, meziměsíčně vzrostly o 0,8 %). Ve zpracovatelském průmyslu činil meziroční pokles cen 3,5 %. Meziroční pokles HDP ve 3. čtvrtletí zvolnil z -2,4 na -0,4 % a dle prosincového CF by na konci roku 2023 měl HDP již vykázat růst, který v letech 2024 a 2025 dále zesílí na průměrných 2,8 %, resp. 3,4 %. Inflace by se dle CF měla ve stejném období snížit z 17,6 % na 4,7 %, resp. 3,6 %.

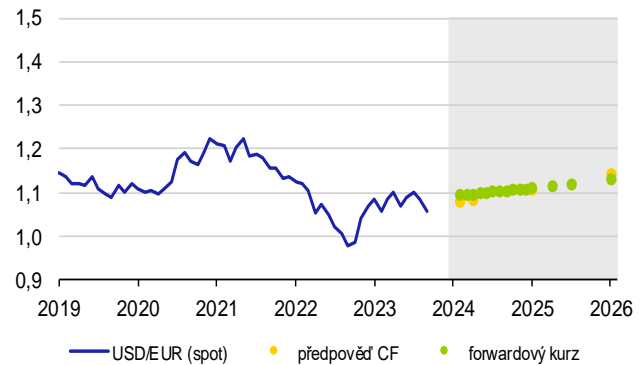


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

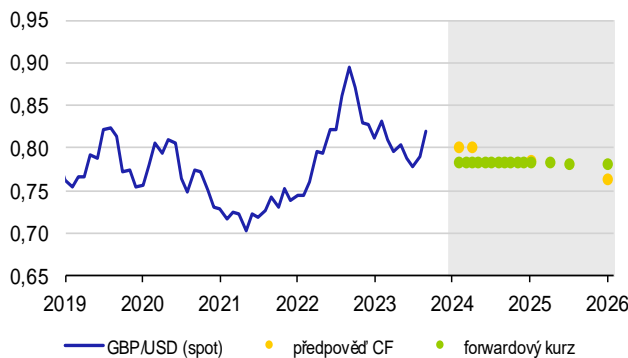


Americký dolar (USD/EUR)



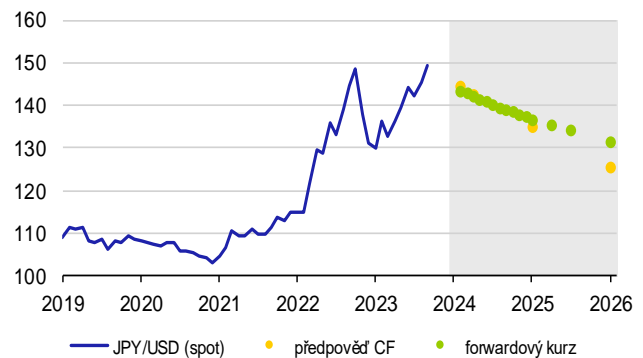
	8/1/24	2/24	4/24	1/25	1/26
spotový kurz	1,097				
předpověď CF		1,082	1,084	1,110	1,143
forwardový kurz		1,096	1,099	1,113	1,131

Britská libra (GBP/USD)



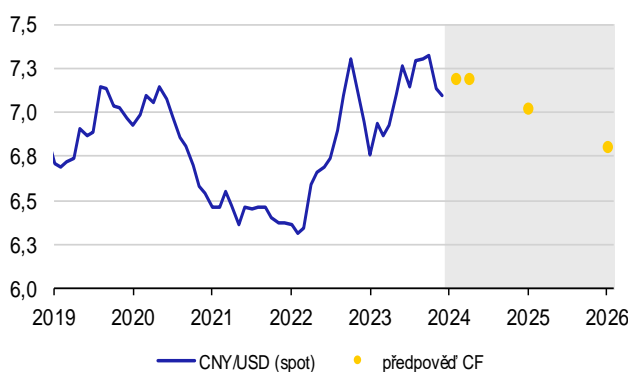
	8/1/24	2/24	4/24	1/25	1/26
spotový kurz	0,784				
předpověď CF		0,801	0,803	0,786	0,765
forwardový kurz		0,784	0,784	0,784	0,782

Japonský jen (JPY/USD)



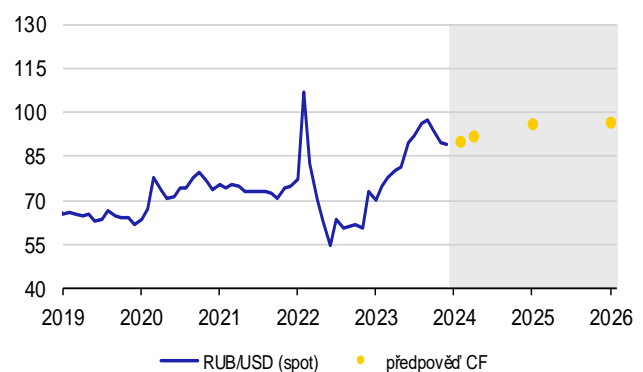
	8/1/24	2/24	4/24	1/25	1/26
spotový kurz	143,9				
předpověď CF		144,5	142,8	135,0	125,8
forwardový kurz		143,5	142,2	136,9	131,7

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	8/1/24	2/24	4/24	1/25	1/26
spotový kurz	7,163				
předpověď CF		7,193	7,192	7,024	6,805

Ruský rubl (RUB/USD)



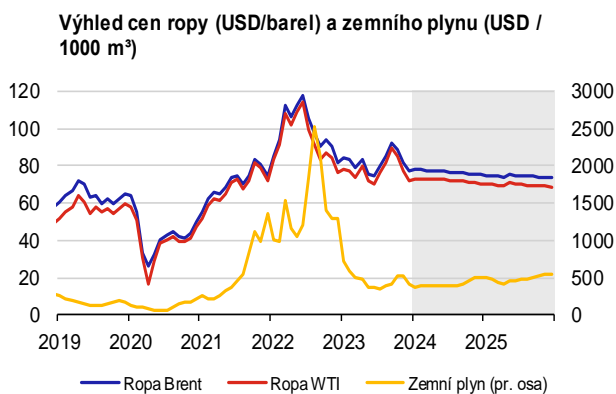
	8/1/24	2/24	4/24	1/25	1/26
spotový kurz	90,90				
předpověď CF		90,24	91,87	96,09	96,92

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.

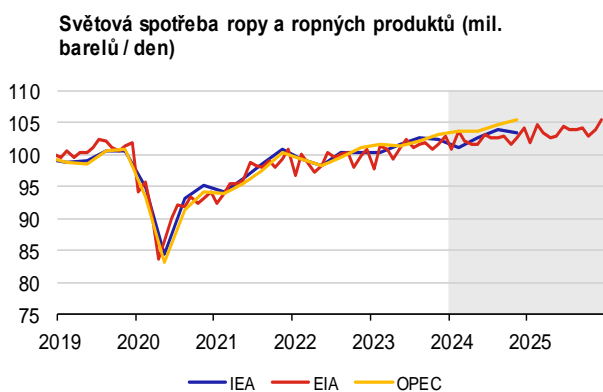
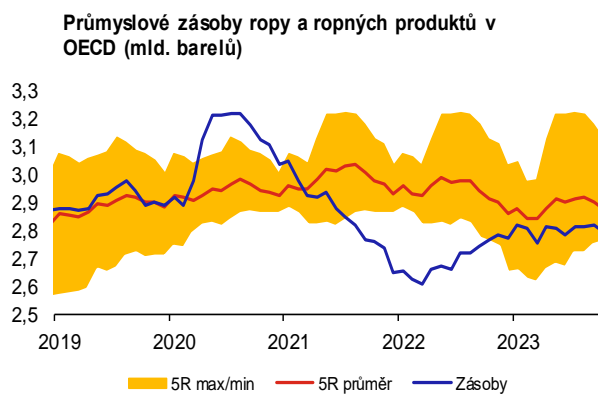
V.1 Ropa

Cena ropy Brent se od prosince pohybovala převážně v intervalu 75 až 80 USD/barel, její výhled zůstává klesající. V první polovině prosince tlačil ceny ropy dolů nečekaně silný vývoz ropy ze zemí mimo OPEC+ (USA, Brazílie, Guyana) a z Íránu a obavy ze slábnoucí poptávky. Panovala rovněž nedůvěra, že země OPEC+ budou dodržovat své závazky ohledně dalšího snížení těžby. IEA snížila výhled poptávky po ropě pro 4. čtvrtletí 2023 o téměř 400 tis. barelů denně kvůli slábnoucí ekonomické aktivitě a očekává, že růst poptávky po ropě v roce 2024 se v průměru sníží na polovinu (tedy cca 1,1 mil. barelů denně). Ve druhé polovině prosince cenu ropy naopak podpořily útoky jemenských rebelů na lodě v Rudém moři, což vedlo k růstu přepravních nákladů. K vyšším cenám přispěly i signály, že Fed ukončil cyklus zvyšování úrokových sazeb. Na začátku letošního roku se ale ceny ropy opět dostaly pod tlak. Obavy vyvolalo silné snížení prodejních cen na únor ze strany Saúdské Arábie, které může naznačovat zhoršení tržních fundamentů. Proti tomu ale působil výpadek těžby ropy v Libyi a vyostřování napjaté situace na Blízkém východě. Velké banky převážně snižují své předpovědi očekávaných cen ropy pro letošní rok, analytici se přitom nemohou shodnout, jak dlouho bude muset OPEC+ udržovat sníženou těžbu.

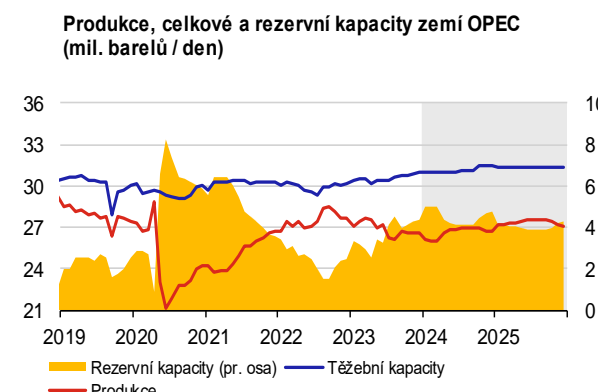
Tržní křivka cen termínovaných kontraktů na ropu Brent ze začátku ledna signalizovala cenu 75, resp. 72 USD/barel na konci letošního a příštího roku. EIA nadále očekává, že díky omezené těžbě OPEC+ bude na trhu v únoru a březnu deficit ropy, který povede k postupnému růstu ceny na 85 USD/barel v březnu a dubnu. Poté by mělo následovat období relativní rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou, následované mírným přebytkem ropy na trhu v roce 2025. Cena ropy Brent by tak měla dle EIA později klesat na 81 USD/barel na konci letošního roku a na 78 USD/barel na konci příštího roku. Lednový CF očekává v ročním horizontu cenu ropy Brent 79,6 USD/b.



	Brent	WTI	Plyn
2024	76,65	72,04	421,03
2025	74,37	69,65	488,10



	IEA	EIA	OPEC
2024	102,80	102,47	104,35
2025		103,68	



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2024	26,63	31,12	4,49
2025	27,35	31,37	4,02

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.

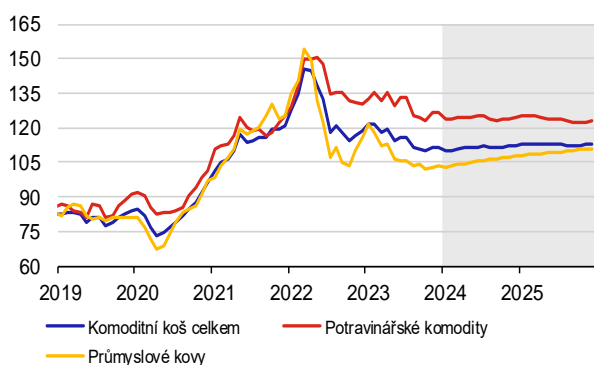
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě se v první polovině ledna pohybovala většinou mírně nad 30 EUR/MWh. Ani krátké období mrazivého počasí nevedlo zatím k jejímu výraznějšímu růstu. Dodávky LNG jsou stabilní a evropské zásoby plynu zůstávají díky nadprůměrně teplému začátku zimy na komfortní úrovni. Rovněž poptávka z chemického průmyslu zůstává slabá. Rizikem pro ceny plynu v Evropě zůstává rostoucí poptávka po zemním plynu v Číně. Ta by mohla zvýšit napětí na globálním trhu se zkapalněným plynem, což by vedlo i k růstu cen plynu v Evropě. Cena uhlí pro evropský trh od poloviny října průběžně klesá spolu se snižující se cenou zemního plynu.

Index cen průmyslových kovů se od listopadu drží bez trendu v úzkém pásmu. V průběhu prosince sice došlo k mírnému růstu cen většiny základních kovů, když se začaly objevovat signály, že Fed ukončil cyklus zvyšování úrokových sazeb. V souvislosti s tím došlo i k oslabení US dolaru a oba tyto faktory podpořily obecně poptávku po surovinách. Nicméně na začátku ledna optimismus zchladil JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu, který se po předchozím nadějném zvýšení v prosinci opět snížil. Pokles se nakonec nevyhnul ani cenám železné rudy a oceli, které v listopadu a prosinci reagovaly silným růstem na stimulační politiku čínské vlády ohledně investic do tamní infrastruktury. V současnosti ale klesají čínským ocelárnám marže, což signalizuje zeslábnutí poptávky.

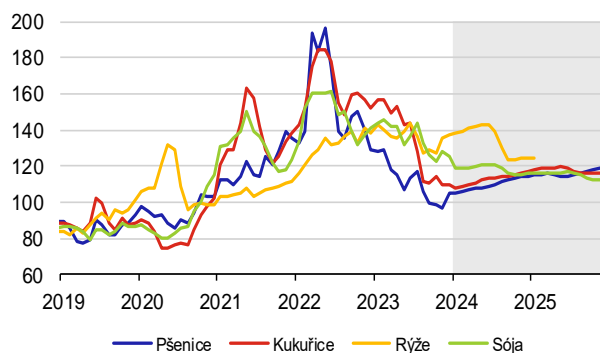
Index cen potravinářských komodit se v prosinci ještě udržel na zvýšené úrovni, ale v první polovině ledna silně klesnul. Přes vysokou poptávku z Číny došlo v lednu ke snížení ceny pšenice díky silnému vývozu z USA a Ruska. Příznivé počasí v Brazílii pak vedlo k poklesu cen cukru, kávy, kukuřice nebo sóji.

Indexy cen neenergetických komodit



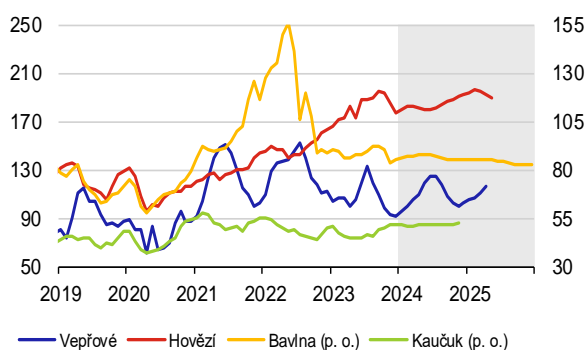
	Celkem	Potraviny	Kovy
2024	111,3	124,2	105,5
2025	112,7	123,7	109,5

Potravinářské komodity



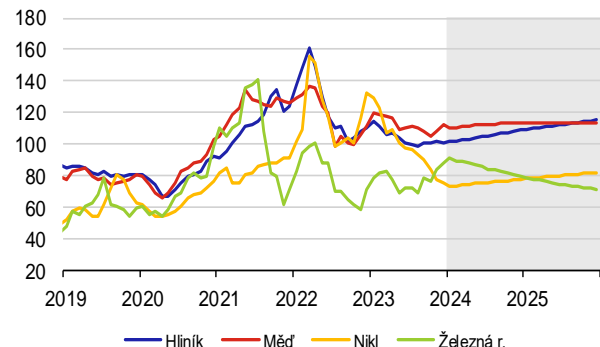
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2024	109,8	112,9	134,3	118,4
2025	116,3	117,6	124,9	115,1

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2024	109,0	184,0	86,4	51,6
2025	109,4	193,6	84,1	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2024	105,4	112,3	75,9	85,3
2025	112,6	113,4	80,3	75,1

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.

Odeznění inflační tsunami: příčiny a výhledy do budoucna¹

Počátek třetí dekády jednadvacátého století přinesl nevidané a rychle za sebou jdoucí šoky (pandemie covid-19, energetická a bezpečnostní krize v souvislosti s napadením Ukrajiny Ruskou federací), na které jsme nebyli připraveni. Jejich výsledkem byl nevidaně strmý růst cen. Mezi jeho hlavní příčiny lze řadit na nabídkové straně covidové uzávěrky ekonomiky (lock-downy) problémy v globálních dodavatelských řetězcích a extrémní nárůsty a následně rozkolísanost cen energií a komodit. Cenové nárůsty rovněž stimulovala poptávková strana ekonomiky jejím přesunem od neobchodovatelných statků (část uzavřeného sektoru služeb) k poptávce po obchodovatelných statcích (např. elektronika). Poptávkové stimuly podporovala nejen štědrá a relativně plošná expanzivní fiskální politika, ale i uvolněná měnová politika. Cenový šok firmy přenesly ve formě zvýšených cen na své zákazníky a spotřebitelská nálada se vlivem vysoké inflace zhoršila. Cílem článku je jednak stručně shrnout faktory stojící za neobvykle silným vzednutím inflace, jednak pomocí dostupných dat o cenovém chování firem ukázat, že pokud v nejbližší době nepřijde další vnější šok, měla by se stát odeznívající inflační vlna již opravdu minulostí.

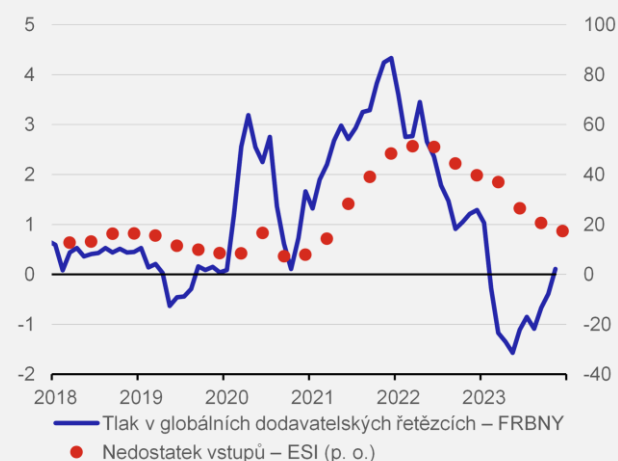
Proč vzniklo inflační tsunami?

Počátkem roku 2020 skončila relativně klidná doba. Kovidový a posléze energetický šok – umocněný agresí Ruska na Ukrajině – byl důvodem nevidaně strmého růstu cen. Slovníkem seismologů lze říci, že vzniklé otřesy v surovinové, produkční i distribuční sféře napříč zeměmi i kontinenty vyvolaly inflační tsunami. To se prohnalo většinou zemí ve světě, v evropských zemích jsme jeho důsledky pocítili možná ještě významněji. Hlavní důvody vyššího „postížení“ Evropy jsou dva. První spočívá v tom, že evropské země jsou v drtivé většině čistými dovozci energií a surovin (které se navíc obchodují na světových trzích v USD, tj. nikoli euru, které je pro většinu zemí v Evropě domácí měna). Druhý pramení z toho, že evropské země jsou geograficky nejbližší válečnému konfliktu na Ukrajině a současně byly energeticky až nezodpovědně silně navázané na Rusko. Detailní příčiny extrémního cenového růstu je však vhodné hledat ve vývoji a vzájemném působení strany nabídky (zejména firem), tak i poptávky (domácností, firem, státu) při výrazně viditelné roli vlád a centrálních bank².

Růst cen ve světě byl na nabídkové straně nejprve vyvolán protipandemickými uzávěrami ekonomik zejména v odvětví služeb i postupně zesilujícími problémy v globálních dodavatelských řetězcích, které postihly zejména průmysl³. Druhý jmenovaný fenomén se přitom začal objevovat již těsně před propuknutím globální kovidové nákazy. Šlo zejména o problémy v kontejnerové dopravě, které zvýraznila i dočasné zablokování Suezského průplavu. Protipandemickými uzávěrkami odstavené výroby pak způsobily nedostatek některých dílů, zejména čipů. Jejich cenový nárůst negativně ovlivnily ale i požáry jejich výrobců v Japonsku a na Tchajvanu. Zde se rovněž ukázalo, že rychle postavit továrnu produkující čipy není otázkou měsíců, ale spíše let. Graf 1 zachycuje měsíční indikátor napětí v globálních

Graf 1 – Indikátory napětí v dodavatelských řetězcích

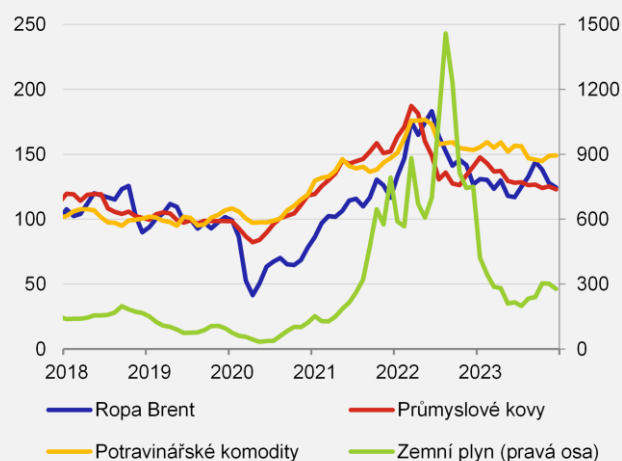
(indikátor)



Zdroj: Fed, Evropská komise.

Graf 2 – Ceny vybraných komodit

(index: průměr 2019 = 100)



Zdroj: Bloomberg.

¹ Autory jsou Luboš Komárek a Petr Polák. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Autoři děkují Soně Benecké, Janu Hoškovi a Filipovi Novotnému za podnětné komentáře a diskuse.

² Různé pohledy na šoky způsobné covid-19 nabízí např. Kucharčuková a kol. (2022), González-Torres a kol. (2023) nebo De Santis (2023).

³ Firmy celosvětově uplatňovaly režim dodávek „just in time“, který nyní nahradily za model „just in case“.

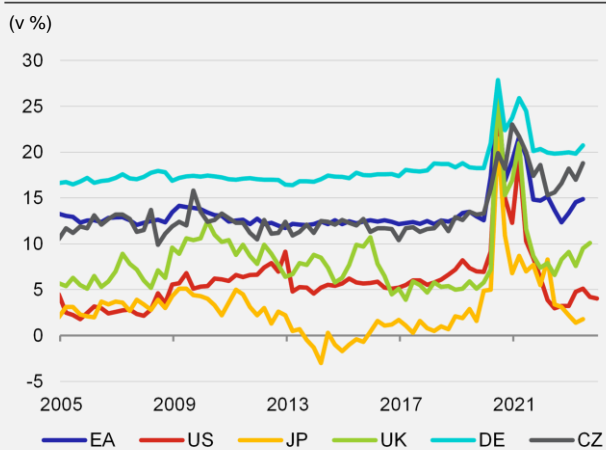
dodavatelských řetězcích od newyorského Fedu⁴ a ukazatel sentimentu sestavovaný Evropskou komisí. Jak je z grafu patrné, počátek roku 2020 způsobil první velmi prudkou krizi v dodavatelských řetězcích, která následně kulminovala na přelomu roku 2021 a 2022, od té doby napětí pozvolna sláblo a situace se dostala do normálu až na počátku roku 2023.⁵

Druhým významným faktorem, který stál na nabídkové straně za inflační tsunami, byl prudký růst cen komodit (průmyslové kovy, potravinářské komodity) a cen energií (zemní plyn, ropa, elektrická energie doplněné o strmý nárůst cen emisních povolenek). Ten eskaloval zejména v souvislosti s napadením Ukrajiny Ruskou federací 24. února 2022. Daný cenový růst stimulovala i zvýšená, resp. vynucená poptávka při rychlejším doplňování zásobníků s plynem v jednotlivých zemích. Ta byla vyvolána obavami o chod domácností a průmyslu obzvláště v době topné sezóny. Jak ukazuje Graf 2, nejvyšší cenové nárůsty byly patrné na počátku druhého pololetí roku 2022. Během krátké doby došlo k odpoutání se od silné surovinové závislosti na Ruské federaci (u některých zemí a komodit byla závislost téměř 100%), které v drtivé množině zemí proběhlo překvapivě rychle a úspěšně.

Zvýšená poptávka dále stimulovala růst cen

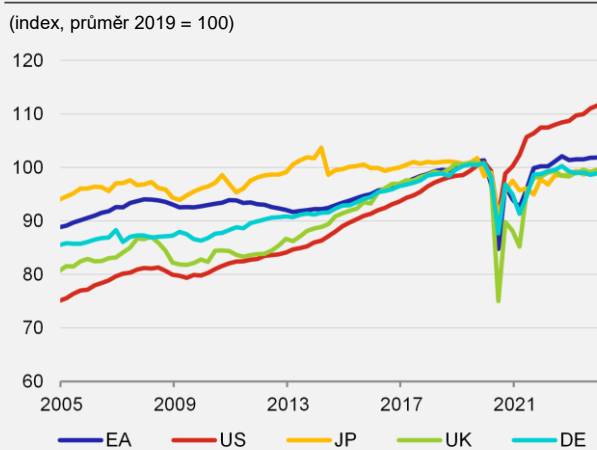
V kovidovém období došlo z epidemiologických důvodů k razantnímu omezení fungování provozoven poskytujících neobchodovatelné statky, resp. omezení aktivit, kde se zdržovalo najednou více obyvatel. Nejvíce postižený byl sektor služeb. Občané nemohli určitou dobu cestovat, chodit do restaurací, na sportovní utkání, scházet se... Takto ušetřené peníze se staly tzv. „vynucenými úsporami“, míra úspor domácností výrazně narostla (Graf 3). Lidé tyto prostředky následně použili buď na nákup věcí, u kterých dlouhodobě otáleli s nákupem, nebo těch, které nutně pro fungování v době kovidové nákazy potřebovali (např. notebooky a další výbava pro výuku dětí v kovidové době, svoji práci na „home office“...). Spotřeba – po vynuceném propadu spojeného s uzavírkami v odvětví služeb (a obzvláště těch s fyzickým kontaktem) – byla přesměrována do sektoru obchodovatelných statků, který nebyla na takový náraz poptávky kapacitně a logisticky připraven a byl navíc sám zatížen výše popsanými problémy, což opět stimulovalo růst cen.

Graf 3 – Míra úspor domácností



Zdroj: Eurostat, ons.gov.uk, FRED, esri.cao.go.jp
Pozn.: Sezónně očištěná data

Graf 4 – Reálná spotřeba domácností



Zdroj: Oxford Economics, výpočet autorů
Pozn.: Čtvrtletní data

Poptávku dále významně podpořily vlády svou štedrou a příliš plošnou podporou domácností a firem, které dostávaly peníze „zadarmo“, bez toho že by něco vyprodukovaly. Zvýšená podpora ze strany vlády, která je v krizových obdobích a nejen z pohledu mainstreamové ekonomie potřebná a přirozená, se musela „z definice“ propast i do zhoršení stavu veřejných financí. Na tuto podporu domácností a firem si však státy půjčily na finančních trzích za nenulovou úrokovou sazbu, což zvýšilo jejich deficity a potažmo dluhové břemeno. Pokud pohlédneme na zdraví veřejných financí napříč evropskými zeměmi, tak všechny země se ocitly v kategorii nemocných. V rámci EU se z tohoto důvodu dočasně přestaly země hodnotit z hlediska plnění kritéria fiskálního deficitu (EK začala aplikovat tzv. obecnou únikovou doložku (*GEC, General Escape Clause*), protože jej výrazně přestaly plnit de facto všechny země a podléhaly by tak proceduře při nadměrném deficitu (*EDP, Excessive Deficit Procedure*)). Pozadu se svou podporou nezůstaly ani centrální banky, které uvolnili měnovou politiku nejspíše až moc⁶.

⁴ Vychází z dat o nákladech na lodní a leteckou přepravu, indexu nákupních manažerů (PMI) a Indexu nákupních manažerů v průmyslu (ISM) pro sedm ekonomických celků (eurozóna, Čína, Japonsko, Jižní Korea, Tchaj-wan, Spojené království a USA) očištěných o vliv poptávky

⁵ Aktuálně roste v souvislosti s napadením Izraele teroristickým hnutím Hamás, což se zprostředkovaně projevilo v napadání nákladních lodí v oblasti kolem Jemenu.

⁶ Přehled opatření nabízí např. https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Menova-politika-centralnich-bank-v-reakci-na-epidemii-koronaviru/

Dřívější krize působily na sektory ekonomiky tak nějak symetricky, neměly jasné „poražené“ a „vítěze“. Doba kovidová a energetická a bezpečnostní krize ale působily jinak.⁷ Lze si povšimnout, a všichni to máme tak trochu v paměti, že od roku 2020 zde máme viditelné dočasné vítěze a poražené. K poraženým pak lze řadit ty části sektorů služeb, které byly zejména postiženy uzavírkami, tj. zmiňované cestování, pohostinství, sportovní utkání, kulturní představení a další akce pro veřejnost. K vítězům pak, ať již zaslouženým či těm, pro které nárůst ziskovosti neodpovídal zvýšením investicím či jinému úsilí, lze řadit farmaceutický průmysl (vakcíny a léky), IT sektor (jak oblast hardware, tak software – včetně programů pro vzdálenou komunikaci) a z části i sektor energetický či bankovní.⁸ Cenové nárůsty vyvolané snížením nabídky při téměř současném zvýšení poptávky využily některé firmy k prudkému nárůstu svých ziskových marží/přirážek/mark-ups, resp. svojí ziskovosti. Ekonomické slovníky si tak mohly osvojit nové heslo hamižflace (*greedflation*). To vyjadřuje honbu firem za ziskem v době strmého růstu cen a zneužití specifické situace na trhu (není jiný dodavatel nebo je extrémní poptávka oproti jiným dobám). Zvýšení ceny si firmy mohou v této specifické situaci dovolit, neboť nedochází současně k poklesu jejich tržního podílu. Cenové nárůsty byly na straně spotřebitelů rovněž až „nenormálně“ akceptovány. Dalším heslem, které lze uvést, je proto sympathy, tedy empatické porozumění nakupujících vůči cenovým nárůstům. Tato vyšší tolerance cenových nárůstů pramenila z pochopení občanů (např. udržení fungování např. místní pekárny, restaurace) tíživé situace podnikatelů vlivem právě uzavírek v době pandemie covid-19 (vyčerpání finančních rezerv), resp. pochopení občanů pro zdražování (nárůst cen surovin a energií).

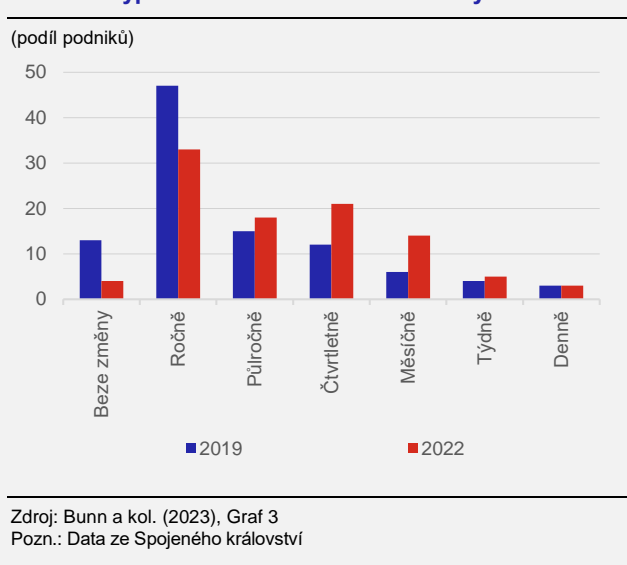
Cenová politika firem

Dostupná literatura dokumentuje, že cenová politika firem bývala celkem stabilní, ale období vysoké inflace způsobilo v cenotvorbě viditelné změny. Chování firem v eurozóně dokumentuje velmi detailně studie Fabiani a kol. (2005), která využila dotazníkové šetření mezi více než 11 tisíci firmami z celé eurozóny. Mezi hlavní závěry patří,

že zhruba třetina firem při nastavení svých cen používala pravidla spojená s časem, zbytek poté se změnou situace. Současně byl při stanovení cen důležitější pohled do budoucnosti, nežli do minulosti, proto zde silnou roli hrála očekávání. Většina firem v eurozóně měnila své ceny méně často nežli třikrát do roka a méně časté byly změny zejména v sektoru služeb. Při vážení podle HDP pak vychází, že zhruba 40 % firem měnilo své ceny jednou ročně. Pro ekonomy může být trochu zarážející, že firmy při nastavení svých cen vycházely zejména z nastavení marží a méně z ceny konkurence. Výsledky šetření dále potvrdily, že ceny jsou do jisté míry strnulé, neboť firmy přeceňovaly méně často, než si dělaly cenové přezkoumání. Z výsledku mikroekonomického šetření Alvarez a kol. (2006) vyplývá, že ceny se v eurozóně mění s téměř poloviční frekvencí⁹ než v USA. Zjednodušeně se dá říci, že v obou ekonomikách byly cenové změny nejčastější v sektoru energií a potravin, nejméně časté pak v sektoru služeb. Studie nepotvrdila, že by ceny byly v obou ekonomikách výrazně strnulejší směrem dolů než směrem nahoru (s výjimkou sektoru služeb). Pokud se ceny již změní, pak jsou změny výrazné.¹⁰ Z práce rovněž plyne, že firmy hodnotí jako důležitější implicitní dohody a interakce na trhu než tzv. menu costs.

Vysoká inflace, celkově nepřehledná situace a obrovská nejistota přiměly firmy měnit ceny častěji, což odpovídá racionálnímu chování. Bohužel novější šetření o cenotvorbě v eurozóně nejsou k dispozici a očekávat, že se 20 let nic nestalo, by bylo příliš naivní. Určité vodítko tak můžeme hledat u autorů Bunn a kol. (2023), kteří využívají data z pravidelného šetření, které ale probíhá v již nečlenském státě Evropské unie – ve Spojeném království. Výsledky tohoto šetření ukazují, že ještě v roce 2019 (tedy před inflační vlnou) bylo chování firem ve Spojeném království velmi podobné firmám v eurozóně. Proto můžeme uvažovat, že chování firem bude podobné i nyní a výsledky ze Spojeného království aplikovat na eurozónu. Stejný byl např. podíl firem, které nastavovaly ceny pravidelně a těch, které je měnily na základě změny vnějších podmínek. Rovněž nejčastěji u firem probíhala změna cen jednou ročně. Výsledky ze šetření v roce 2022, ale ukázaly, že firmy začaly ceny měnit častěji a téměř čtvrtina firem pak uvedla, že mění ceny jednou za čtvrtletí (Graf 5).

Graf 5 – Typická frekvence cenové změny



⁷ Viz např. každoroční prestižní konference centrálních bankéřů v americkém Jackson Hole, která se tématu [makroekonomické politiky v nerovnoměrné ekonomice](#) věnovala v roce 2021. I symposia v předloňském a loňském roce se tohoto „nerovnoměrného“ působení z různých úhlů pohledu dotkla.

⁸ Argumentace byla jejími zastánci použita pro stanovení tzv. windfall tax, tedy mimořádné daně z neočekávaných zisků.

⁹ Výjimkou jsou ceny (spotřební elektroniky) na internetových obchodech, viz Lünemann a Wintr (2011).

¹⁰ Studie dále tvrdí, že empirické výsledky nepotvrzují hypotézu o cenové rigiditě cen směrem dolů.

Firmy, které mění ceny častěji, sahají také k výraznějším cenovým změnám. Vyšší cenová dynamika ale platí na obě strany, takové firmy rovněž při cenovém poklesu ceny snižují. To je v souladu s již zmíněným faktorem, že při nastavení cen je pro firmy klíčová výše marže. Pokud rychle roste cena nějakých vstupů a firmy si marže chtějí udržet, pak také rychle zdrazují a naopak. Vysoká dynamika cen v posledních letech vyplývala především z dynamiky cen komodit a energií. Podíváme-li se na dynamiku cen výrobců, tak u nich uvidíme velmi podobný průběh odvozený právě z cen energií.

Ideální pro změnu ceny by mohl být přelom roku, ale historická evidence je jiná. Jestliže doposud platilo, že firmy měnily ceny nejčastěji jednou ročně a časovou pravidelnost si stále udržuje 40 % firem, mohli bychom se domnívat, že k nárůstu cen bude docházet vždy na přelomu roku a budeme moci v lednové inflaci cenové změny pozorovat. Tento fenomén ale v eurozóně jako celku neplatí, ač se situace mezi jednotlivými zeměmi liší. Nicméně při pohledu na data je zřejmé, že v meziměsíční inflaci je přítomna sezónnost (Graf 6), tedy jsou měsíce, ve kterých se ceny zvyšují a takové, ve kterých naopak mírně poklesnou. V průměru paradoxně dochází v lednu ke snižování cen, což by mohlo být způsobeno lednovými výprodejy, ale podobný a ještě silnější příběh je patrný i pro jádrové ceny a u služeb se o výprodejích mluvit nedá. Z pohledu průměrné meziměsíční změny cen vyplývá, že k přečeňování směrem k vyšším cenám dochází nejčastěji v březnu.

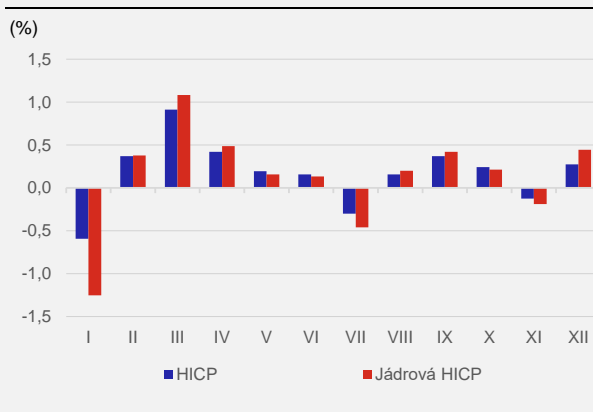
Elektronické viněty a jejich používání – blízká hudba budoucnosti? Pokud by byly masivněji využívány elektronické cenovky navázané na informační systém prodejce, pak by to mohlo vést k častějšímu přecenění pravděpodobně v průměru o nižší částky, neboť známý efekt menu costs by byl svázán s minimálními náklady (např. dle získaných cenových elasticit u jednotlivých výrobků s cílem maximalizace zisku prodejce). Jak uvádí jeden z předních výrobců tohoto systému (Store Electronic System), jeho hlavní výhodou spatřuje v již zmiňované garanci jednotnosti cen na prodejně, resp. mezi prodejny (minimalizace chyby), snížení provozních nákladů na přečeňování a především možnost dynamické optimalizace každodenních cenových strategií.

Cenová očekávání do budoucna

Vpředhledicím indikátorem cenových změn v eurozóně může být šetření Evropské komise. Graf 7 ukazuje, jak se v posledních inflačních letech změnilo cenové očekávání firem. Zatímco v dlouhém období před inflační vlnou vyvolanou kovidovou a energetickou krizí firmy očekávaly, že ke změnám cen dojde obvykle na jaře a navíc tento podíl firem byl vcelku malý, tak nyní je situace jiná. Nejenomže podíl firem, který v následujících 3 měsících očekává růst cen, narostl výrazně ve všech sledovaných sektorech a v maloobchodě je jich zhruba třetina, ale v posledních 3 letech se očekávání ohledně zvýšení cen víceméně ztratilo ve velké sezónnosti a je stále v čase. Dobrou zprávou pro stabilizaci cenového vývoje je, že pokud se podíváme na data sezónně očištěná, pak uvidíme, že např. v průmyslu se již další zvýšení cen neočekává a u maloobchodu došlo v minulém roce k velkému propadu a situace se postupně navrácí zpátky do normálu.

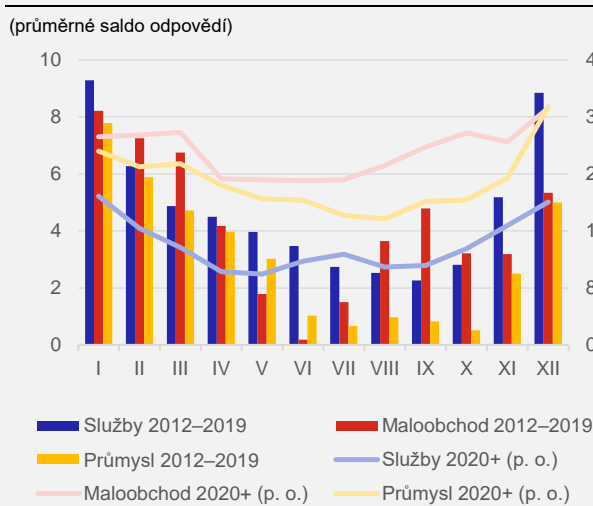
O tom, že se situace dostává do normálu, svědčí tzv. inflační momentum (Graf 8). V předchozích řádcích jsme se detailněji věnovali pohledu na vývoj inflace v jednotlivých měsících a to z pohledu dat meziměsíčního vývoje. Nicméně taková data mohou zahrnovat velké výkyvy a ve vysoké frekvenci pak šum a ojedinělé efekty mohou zkreslit celkový pohled na cenové signály. Druhý nejčastěji médii sledovaný pohled je naopak optikou roční cenové změny (tedy ceny nyní versus přes rokem). U meziroční inflace ale hrozí, že např. jednorázové změny ovlivní číslo na celý další rok a tak meziroční inflace nemusí dát správný obrázek o skutečné situaci v cenovém vývoji. Střední cestou, kterou ekonomové používají je sledování inflačního momenta, tedy ve formě např. průměru meziměsíční inflace za 3 měsíce, vývoje cenové hladiny v posledních 3 měsících oproti předchozím 3 měsícům.

Graf 6 – Sezónnost meziměsíční inflace v eurozóně



Zdroj: Eurostat, výpočet autorů
Pozn.: Sezónně neočištěná data

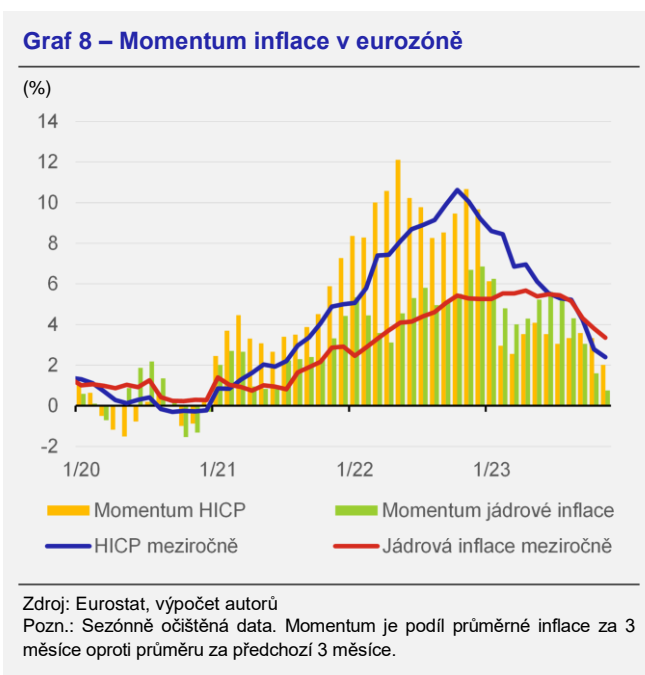
Graf 7 – Očekávání firem ohledně změny cen



Zdroj: Evropská komise, výpočet autorů
Pozn.: Očekávání ohledně změny cen v následujících 3 měsících.

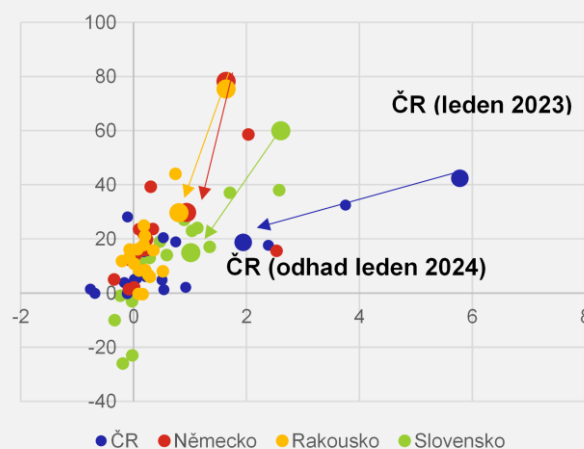
Takový pohled se dívá na krátkodobý vývoj a je z něho zřejmý směr cenové dynamiky. Celková inflace v eurozóně se tak již začíná blížit k 2% inflačnímu cíli a z pohledu inflačního momenta na cíli již je. Jádrová inflace je stále ještě vyšší, ale i zde momentum velmi rychle zpomalilo.

Jak velké tedy bude další lednové přecenění v eurozóně? Určitou evidenci nám mohou poskytnout data za očekávání maloobchodních cen z října 2023 (Graf 9). Zjistili jsme totiž, že historicky tato očekávání dobře indikovala, jaké bylo skutečné lednové přecenění v minulosti. Čím více firem v maloobchodu očekávalo zdražování, tím zdražování bylo výraznější. Například v říjnu 2022 očekávalo zdražování v Německu téměř 80 % firem a skutečný růst HICP po sezonním očištění byl jedním z nevyšších hodnot od roku 2005 (+1,7 % meziměsíčně). Běžně přitom v tomto období rostly ceny v Německu tempem třetinovým až čtvrtinovým. Data by pak naznačovala, že v lednu 2024 se dynamika přecenění vrátí blíže k historickému průměru (šipka směřuje dolů doleva), třebaže bude stále lehce zvýšená (mimo hlavní shluk bodů). Podobný posun oproti lednu 2023 pozorujeme i u ostatních zemí. Lednové přecenění tedy bude patrně výrazné, ale již mimo historická maxima.



Graf 9 – Očekávané lednové přecenění v eurozóně

(osa y: Očekávání růstu maloobchodních cen v říjnu předchozího roku; osa x: Meziměsíční změna v HICP v lednu)



Závěr

Inflační tsunami bylo výsledkem kovidové, energetické a bezpečnostní krize, tedy extrémních šoků. Cenový nárůst způsobily jak faktory stojící za omezením nabídky (protipandemické uzávěry ekonomiky a problémy v globálních výrobních řetězcích, skokový nárůst cen komodit a energií), tak natlakování poptávky ze sektoru neobchodovatelných do sektoru obchodovatelných statků. Poptávková strana ekonomiky byla dále podpořena příliš štedrou a plošnou fiskální politikou, na kterou si vlády musely zdroje půjčit. Deficity veřejných financí skokově narostly, což v některých předlužených zemích eurozóny vedlo k oživení diskuse ohledně jejich udržitelnosti. Ekonomika byla stimulována rovněž uvolněnou měnovou politikou – ve světě byly nejen nízké sazby, ale klíčové centrální banky používaly ve velkém i nekonvenční měnové nástroje¹¹.

Cenová politika firem se proti předkovidové době změnila. Firmy byly donuceny vnějšími vlivy měnit ceny častěji, což vedlo k vysoké dynamice cenových změn. Některé firmy zřejmě snížené nabídky a zvýšené poptávky využily v neadekvátní přecenění (hamižflace). Z anekdotické evidence rovněž plyne, že tolerance spotřebitelů pro cenové pohyby byla vyšší než by tomu bývalo bylo v „normálních dobách“. Dobrou zprávou pro budoucí cenový vývoj je, že nepříznivé vnější vlivy již postupně odeznívají a s tím odeznívá i inflační vlna. Postupně se tak mění i očekávání firem ohledně cenových změn. Současná situace si ale nese své implikace do budoucna, kdy lze očekávat, že firmy budou své ceny měnit častěji.

Vpředhledicí indikátory ukazují, že inflace nejen eurozóně již odezněla. Pohledem na očekávání firem ohledně cenových změn v eurozóně v následujících třech měsících lze usoudit, že se situace navrací postupně do normálu a dalších velkých změn se firmy již neobávají. Současně klesá momentum inflace, která by se již brzy měla navrátit k 2% inflačnímu cíli ECB. Podobný vývoj lze pozorovat i v dalších částech světa, kde se inflace rovněž navrací k inflačním cílům.

¹¹ Viz např. https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Jak-hluboko-vlastne-klesly-urokove-sazby-a-co-bude-dal/

Zdroje

Alvarez, L. J., Dhyne, E., Hoeberichts, M., Kwapil, C., Le Bihan, H., Lünemann, P., & Vilmunen, J. (2006). Sticky prices in the euro area: a summary of new micro-evidence. *Journal of the European Economic association*, 4(2-3), 575-584.

De Santis, R. A. (2023). Supply Chain Disruption and Energy Supply Shocks: Impact on Euro-Area Output and Prices. *International Journal of Central Banking*

Bunn, P., Bloom N., Mizen P., Ozturk, O., Thwaites, G. & Yotzov, I. (2023). Price-setting in a high-inflation environment. *VoxEU Column*. 7. srpna 2023. <https://cepr.org/voxeu/columns/price-setting-high-inflation-environment>

Fabiani, S., Druant, M., Hernando, I., Kwapil, C., Landau, B., Loupias, C., & Stokman, A. C. (2005). The pricing behaviour of firms in the euro area: New survey evidence. Working Paper 535, ECB, 2005.

Kucharčuková, O. B., Brůha, J., Král, P., Motl, M., & Tonner, J. (2022). Assessment of the Nature of the Pandemic Shock: Implications for Monetary Policy. *Česká národní banka*

Lünemann, P., & Wintr, L. (2011). Price stickiness in the US and Europe revisited: evidence from internet prices. *Oxford bulletin of economics and statistics*, 73(5), 593-621.

Vermeulen, P., Dias, D. A., Dossche, M., Gautier, E., Hernando, I., Sabbatini, R., & Stahl, H. (2012). Price setting in the Euro area: Some stylized facts from individual producer price data. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(8), 1631-1650.

González-Torres, G., Gumiel, J. E. & Szörfi, B. (2023). Potential output in times of temporary supply shocks. *ECB Economic Bulletin*, Issue 8/2023.

Klíčová slova

Inflace, cenotvorba, cenové šoky

JEL Klasifikace

D23, E31, L11

A1. Změna predikcí pro rok 2024

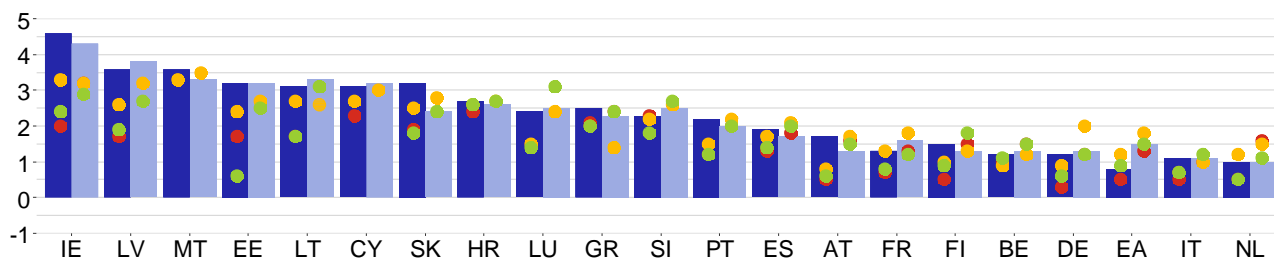
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	+0,4	-0,1	-0,5
US	+0,2	+0,5	+0,2	-0,1	0	+0,5	+0,2	-0,1
UK	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,4	+0,7	0	+1,0
JP	-0,1	0	0	-0,2	-0,1	+0,7	+0,5	+0,9
CN	0	-0,3	+0,1	0	-0,2	-0,5	-0,3	-0,7
RU	0	-0,2	+0,2	0	0	+1,7	+1,7	+0,2

A2. Změna predikcí pro rok 2025

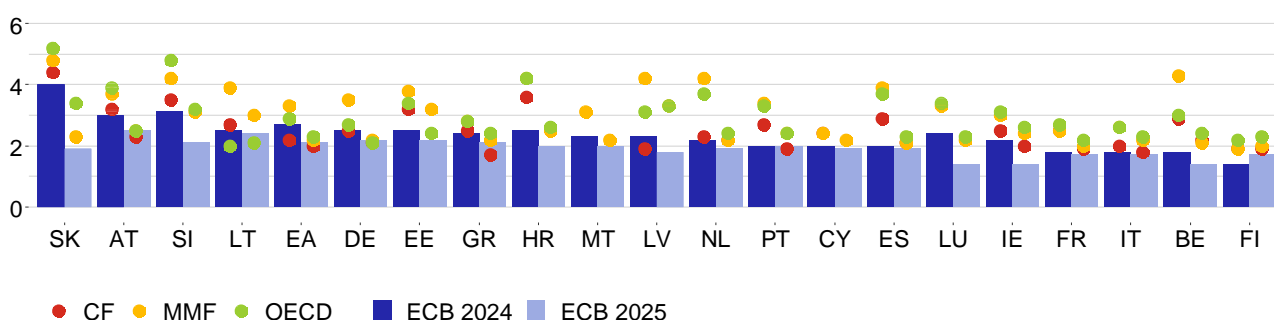
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	+0,4	-0,1	-0,5
US	+0,2	+0,5	+0,2	-0,1	0	+0,5	+0,2	-0,1
UK	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,4	+0,7	0	+1,0
JP	-0,1	0	0	-0,2	-0,1	+0,7	+0,5	+0,9
CN	0	-0,3	+0,1	0	-0,2	-0,5	-0,3	-0,7
RU	0	-0,2	+0,2	0	0	+1,7	+1,7	+0,2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



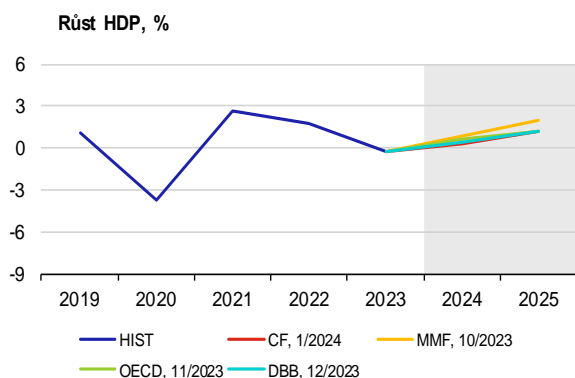
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



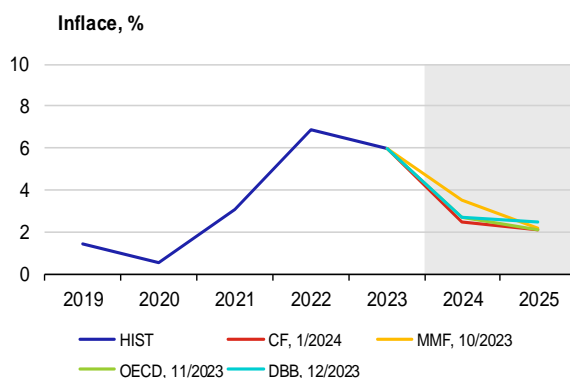
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

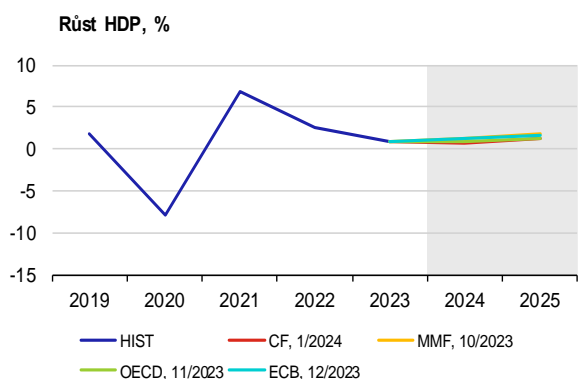


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	0,3	0,9	0,6	0,4
2025	1,2	2,0	1,2	1,2

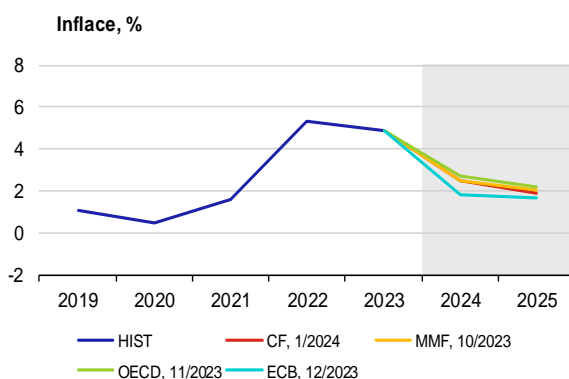


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	2,5	3,5	2,7	2,7
2025	2,1	2,2	2,1	2,5

Francie

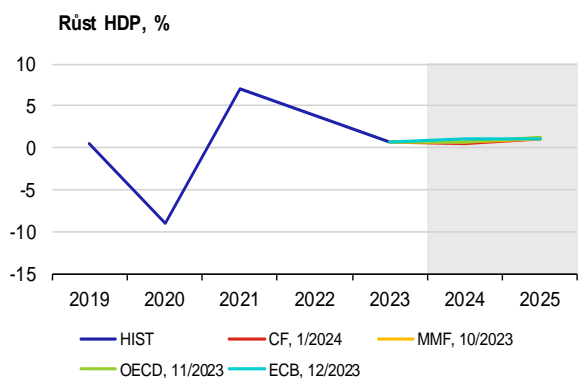


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,7 →	1,3	0,8	1,3 ↗
2025	1,3 ★	1,8	1,2	1,6 ↗

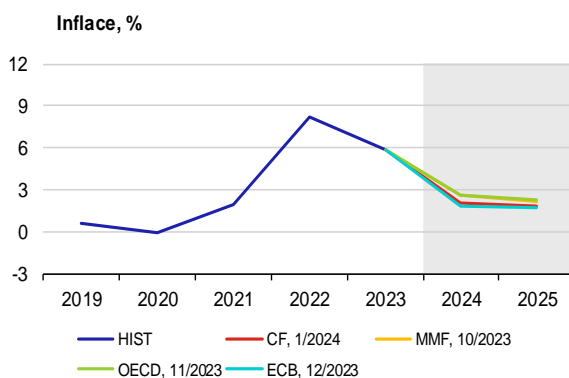


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5 ↗	2,5	2,7	1,8 ↘
2025	1,9 ★	2,0	2,2	1,7 ↘

Itálie

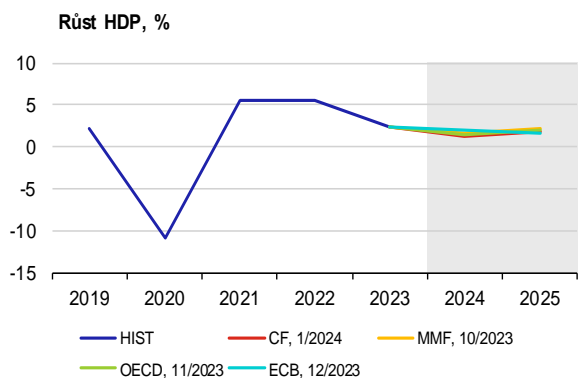


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5 →	0,7	0,7	1,1 ↗
2025	1,0 ★	1,0	1,2	1,1 ↗

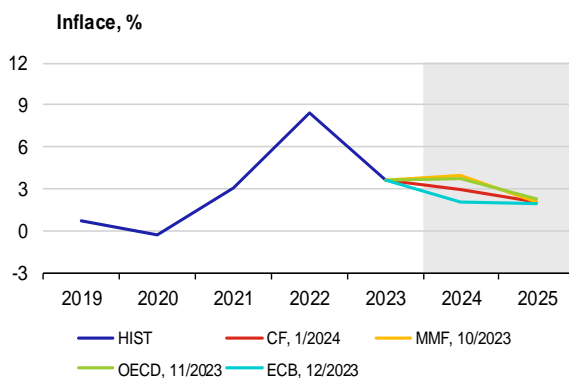


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,0 ↘	2,6	2,6	1,8 ↘
2025	1,8 ★	2,2	2,3	1,7 ↘

Španělsko

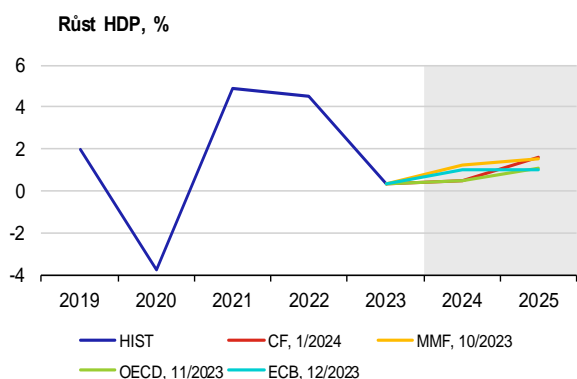


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,3 →	1,7	1,4	1,9 ↘
2025	1,8 ★	2,1	2,0	1,7 ↘

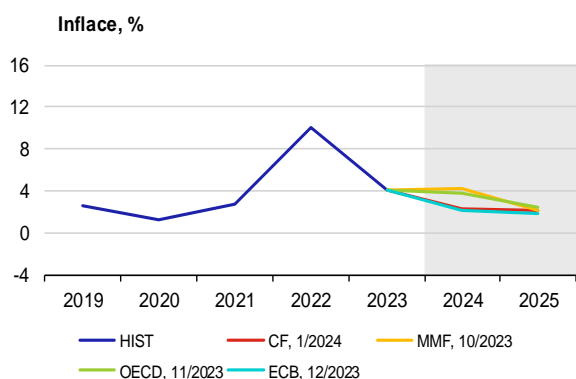


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9 ↘	3,9	3,7	2,0 ↘
2025	2,1 ★	2,1	2,3	1,9 ↘

Nizozemsko

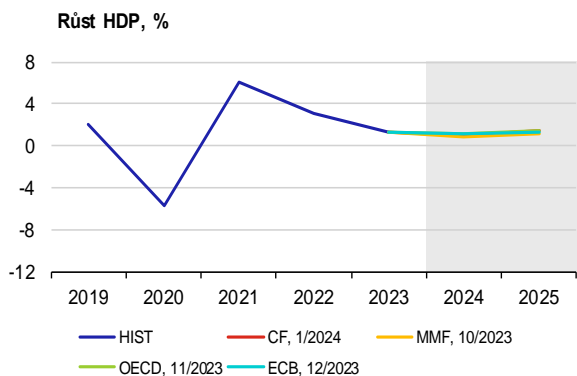


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	1,2	0,5	1,0
2025	1,6	1,5	1,1	1,0

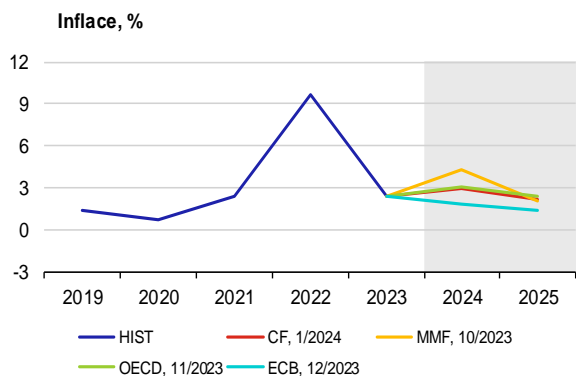


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,3	4,2	3,7	2,2
2025	2,2	2,2	2,4	1,9

Belgie

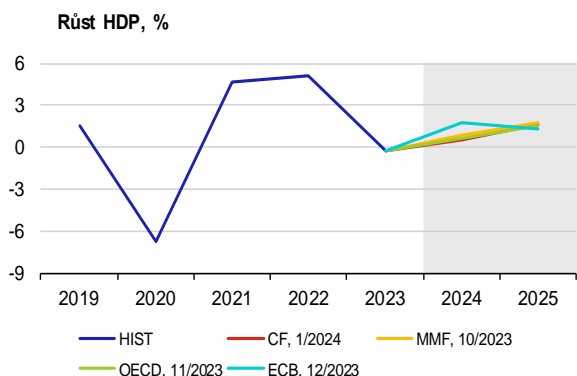


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,0	0,9	1,1	1,2
2025	1,5	1,2	1,5	1,3

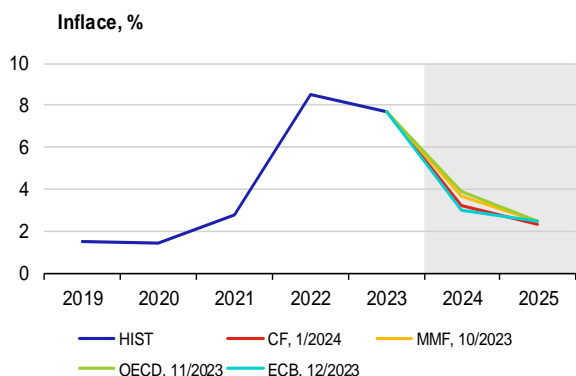


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	4,3	3,0	1,8
2025	2,2	2,1	2,4	1,4

Rakousko

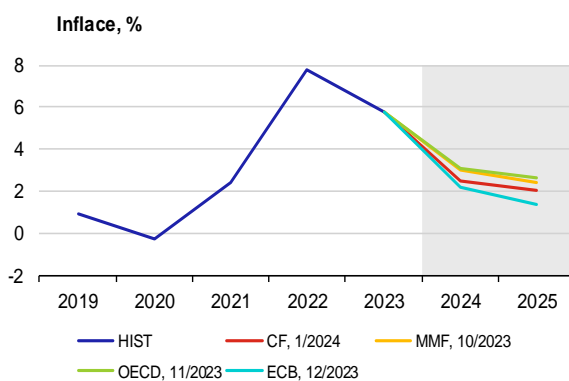
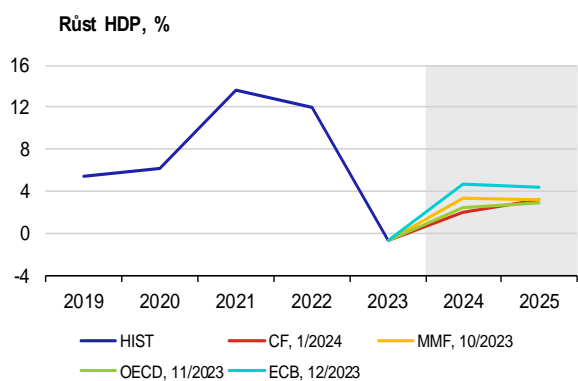


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	0,8	0,6	1,7
2025	1,6	1,7	1,5	1,3



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,2	3,7	3,9	3,0
2025	2,3	2,5	2,5	2,5

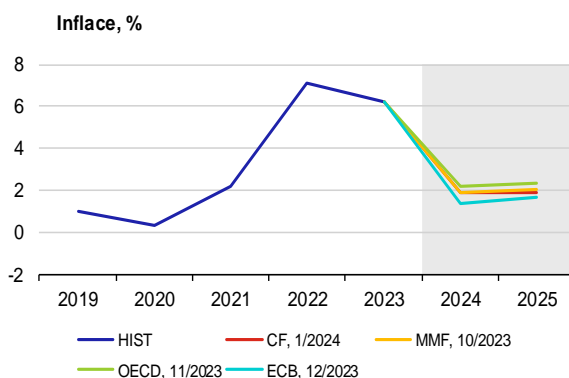
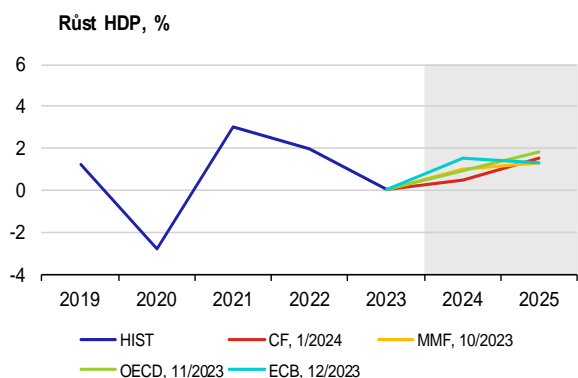
Irsko



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,0	3,3	2,4	4,6
2025	3,2	3,2	2,9	4,3

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	3,0	3,1	2,2
2025	2,0	2,4	2,6	1,4

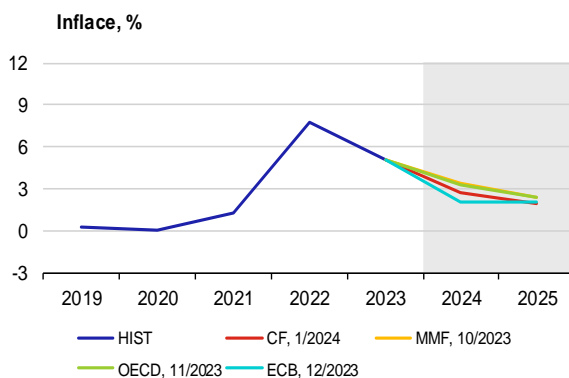
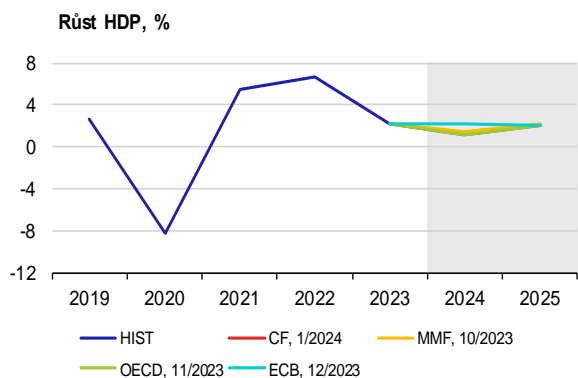
Finsko



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	1,0	0,9	1,5
2025	1,5	1,3	1,8	1,3

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,9	1,9	2,2	1,4
2025	1,9	2,0	2,3	1,7

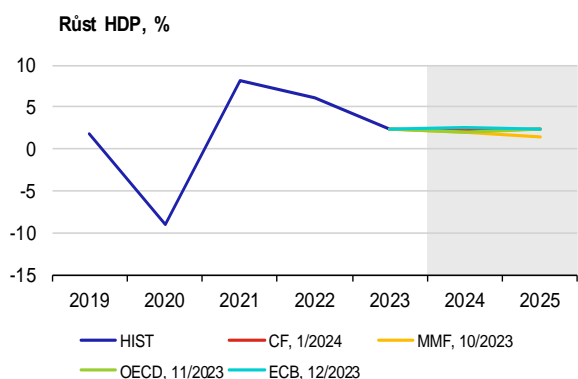
Portugalsko



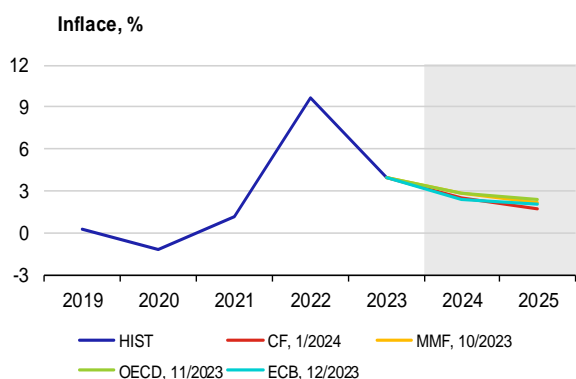
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,2	1,5	1,2	2,2
2025	2,0	2,2	2,0	2,0

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,7	3,4	3,3	2,0
2025	1,9	2,4	2,4	2,0

Řecko

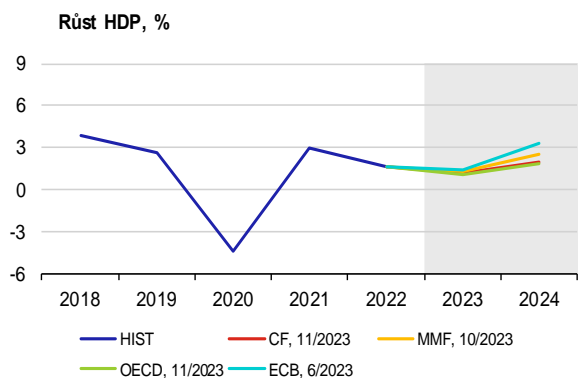


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,0	2,0	2,5
2025	2,4	1,4	2,4	2,3

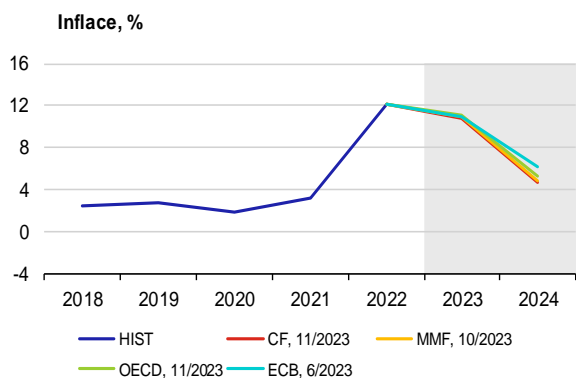


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,8	2,8	2,4
2025	1,7	2,2	2,4	2,1

Slovensko

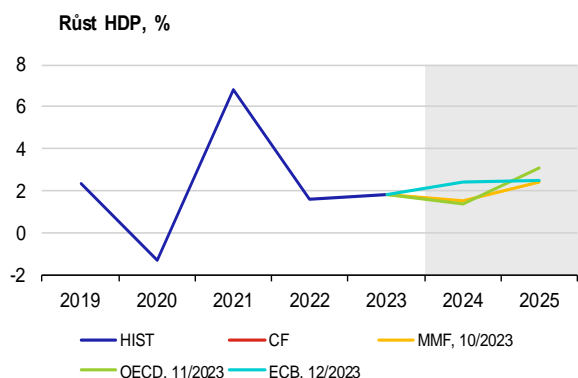


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,2	1,3	1,1	1,4
2024	1,9	2,5	1,8	3,3

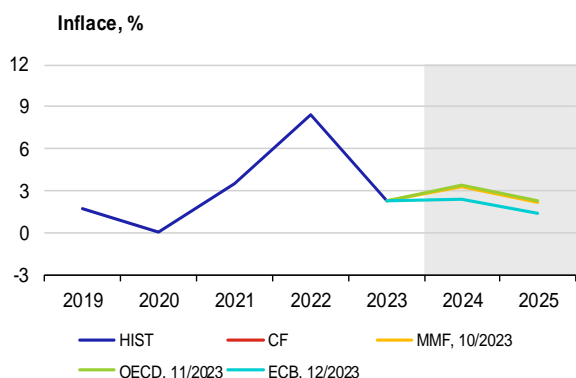


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,8	10,9	11,1	11,0
2024	4,6	4,8	5,2	6,2

Lucembursko

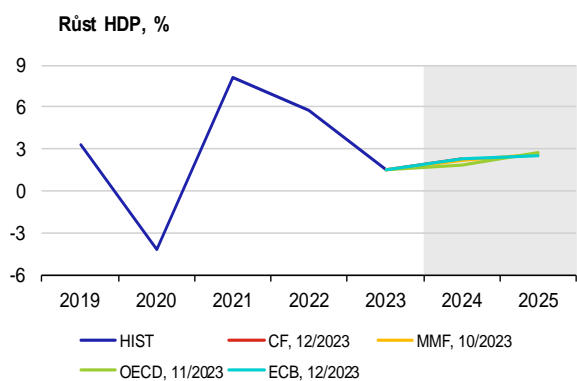


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	1,5	1,4	2,4
2025	n. a.	2,4	3,1	2,5

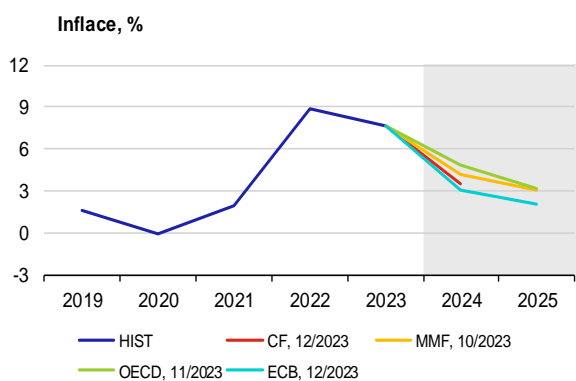


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	3,3	3,4	2,4
2025	n. a.	2,2	2,3	1,4

Slovinsko

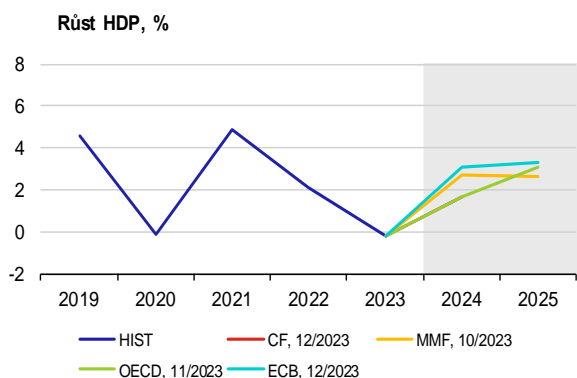


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,3	2,2	1,8	2,3
2025	n. a.	2,6	2,7	2,5

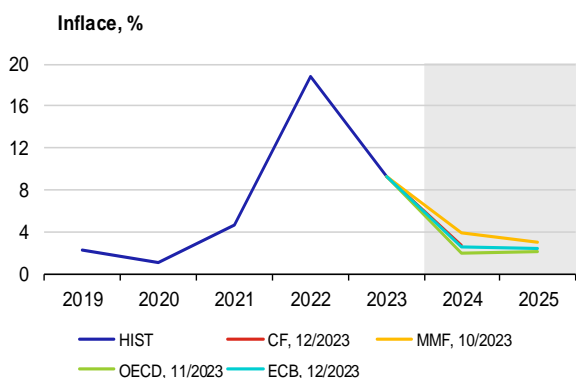


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,5	4,2	4,8	3,1
2025	n. a.	3,1	3,2	2,1

Litva

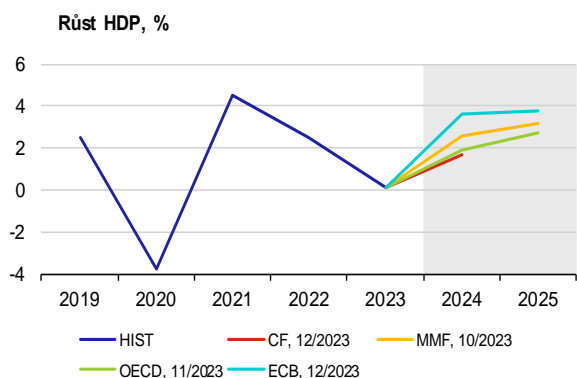


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	2,7	1,7	3,1
2025	n. a.	2,6	3,1	3,3

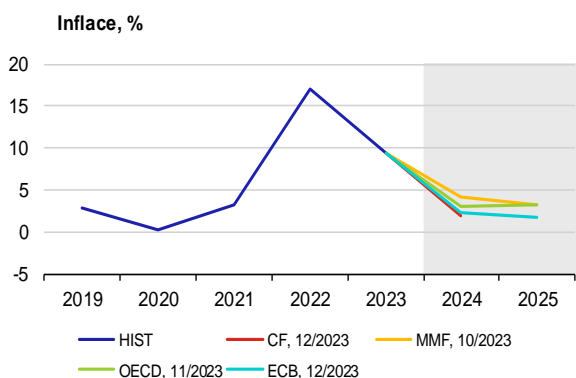


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,7	3,9	2,0	2,5
2025	n. a.	3,0	2,1	2,4

Lotyšsko

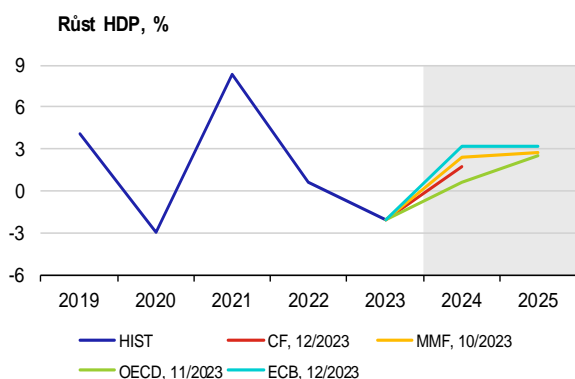


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	2,6	1,9	3,6
2025	n. a.	3,2	2,7	3,8

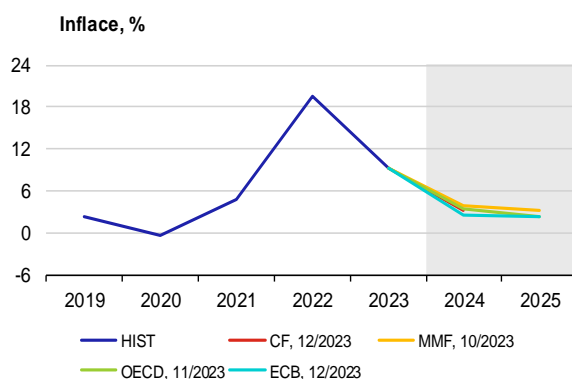


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,9	4,2	3,1	2,3
2025	n. a.	3,3	3,3	1,8

Estonsko

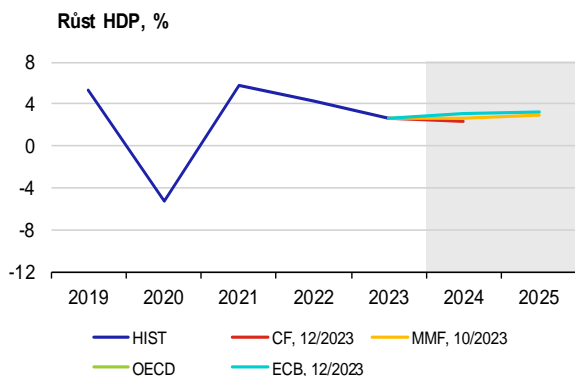


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	2,4	0,6	3,2
2025	n. a.	2,7	2,5	3,2

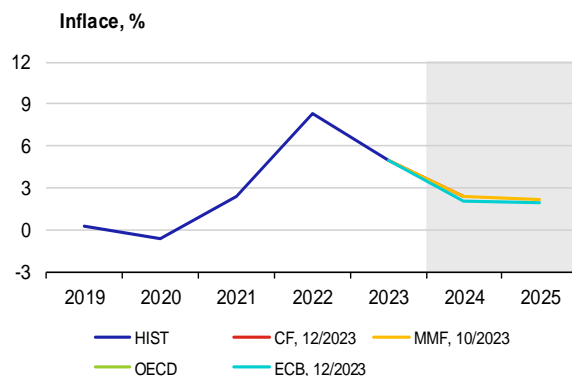


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,2	3,8	3,4	2,5
2025	n. a.	3,2	2,4	2,2

Kypr

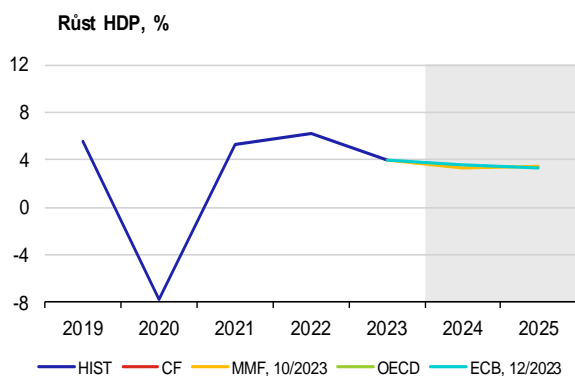


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,3	2,7	n. a.	3,1
2025	n. a.	3,0	n. a.	3,2

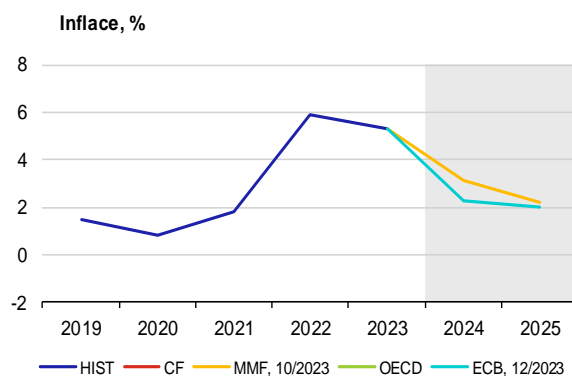


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,4	2,4	n. a.	2,0
2025	n. a.	2,2	n. a.	1,9

Malta



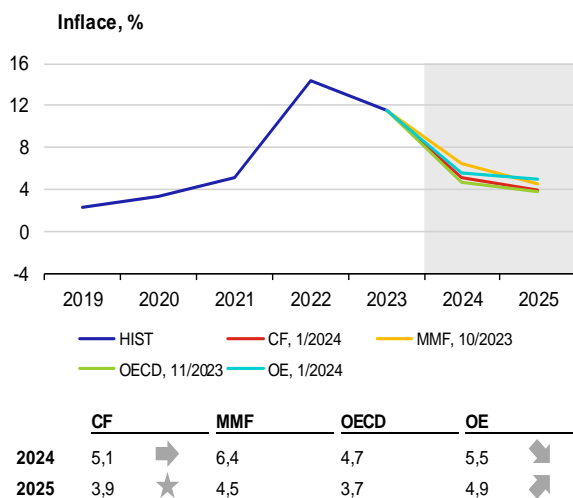
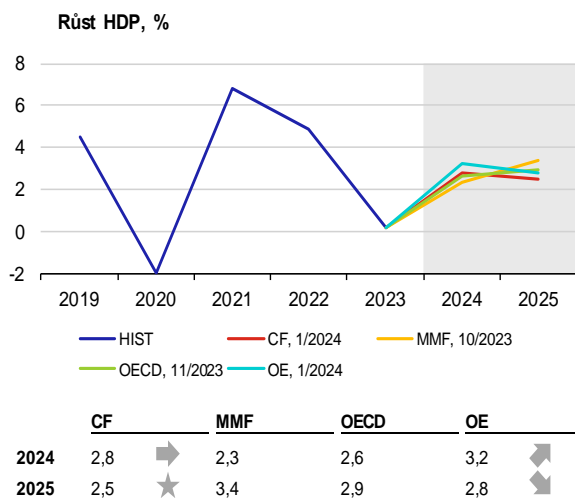
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	3,3	n. a.	3,6
2025	n. a.	3,5	n. a.	3,3



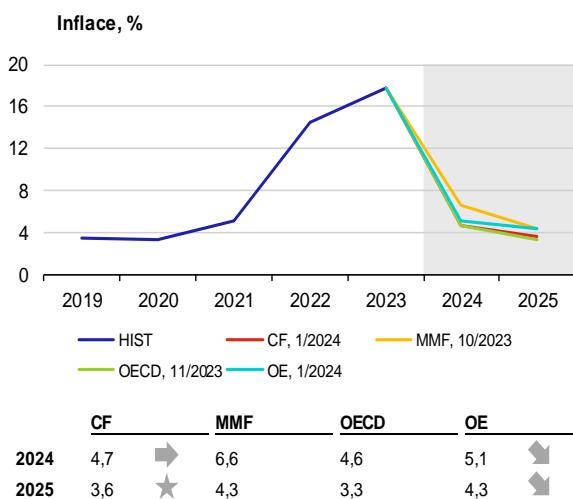
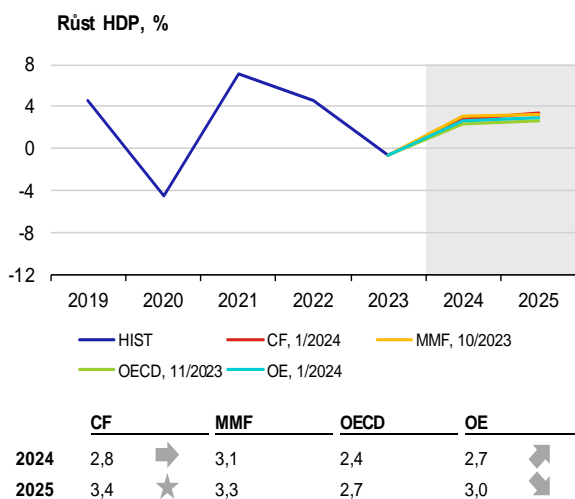
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	3,1	n. a.	2,3
2025	n. a.	2,2	n. a.	2,0

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

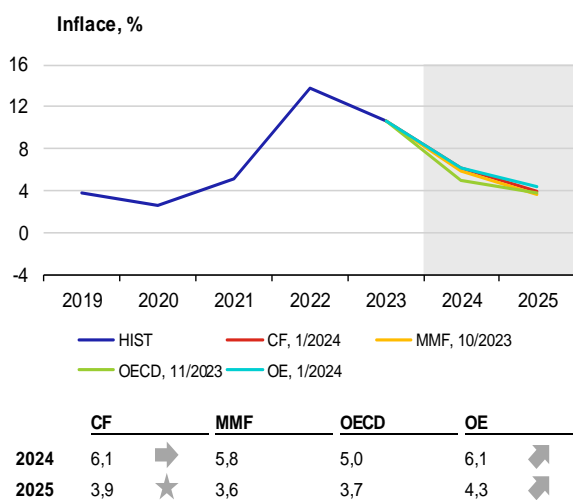
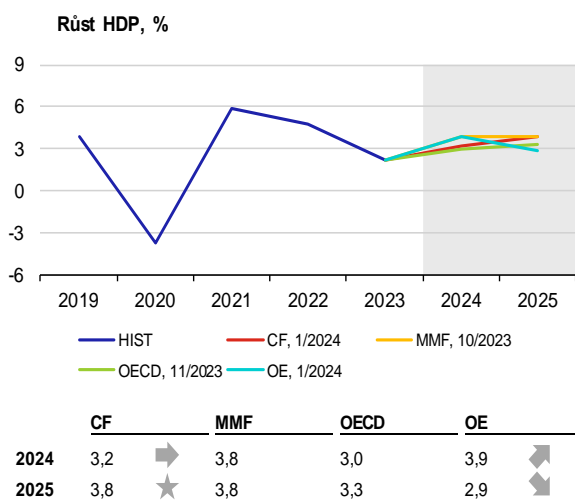
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

AT	Rakousko	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b	barel	ISM	Institute for Supply Management
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IT	Itálie
BE	Belgie	JP	Japonsko
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JPY	japonský jen
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CB	centrální banka	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský renminbi	MKT	Markit
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	MMF	Mezinárodní měnový fond
CXN	Caixin	MNB	Maďarská národní banka
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NBP	Polská národní banka
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	OE	Oxford Economics
EE	Estonsko	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ES	Španělsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	p. b.	procentní bod
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PT	Portugalsko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RU	Rusko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	RUB	ruský rubl
FI	Finsko	SI	Slovinsko
FOMC	Federální komise pro volný trh	SK	Slovensko
FR	Francie	SPF	Survey of Professional Forecasters
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	TTF	Title Transfer Facility (virtuální obchodní bod pro zemní plyn v Nizozemsku)
GBP	britská libra	UK	Spojené království
GR	Řecko	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
HDP	hrubý domácí produkt	US	Spojené státy americké
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen	USD	americký dolar
HR	Chorvatsko	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research
IEA	International Energy Agency		
IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich		

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