

# Globální ekonomický výhled

— říjen 2021



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — říjen 2021

|  |           |
|--|-----------|
| <b>I. Úvod</b>   | <b>2</b>  |
| <b>II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích</b>                  | <b>3</b>  |
| II.1 Eurozóna  | 3         |
| II.2 Výběr z eurozóny – Španělsko                                      | 4         |
| II.3 Spojené státy   | 5         |
| II.4 Spojené království  | 6         |
| II.5 Japonsko  | 6         |
| II.6 Čína  | 7         |
| II.7 Rusko   | 7         |
| II.8 Polsko  | 8         |
| II.9 Maďarsko  | 8         |
| II.10 Dánsko   | 9         |
| <b>III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>                      | <b>10</b> |
| <b>IV. Vývoj na komoditních trzích</b>                                 | <b>11</b> |
| IV.1 Ropa  | 11        |
| IV.2 Ostatní komodity  | 12        |
| <b>V. Zaostřeno na...</b>  | <b>13</b> |
| Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?                    | 13        |
| <b>A. Přílohy</b>  | <b>19</b> |
| A1. Změna predikcí pro rok 2021  | 19        |
| A2. Změna predikcí pro rok 2022  | 19        |
| A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny                      | 20        |
| A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny | 20        |
| A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích     | 27        |
| A6. Seznam zkratk použitých v GEVu                                     | 28        |

#### Datum uzávěrky dat

15. října 2021

#### Sběr dat CF

11. října 2021

#### Datum publikace GEVu

22. října 2021

#### Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Databstreamu.

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

|                        |  |
|------------------------|--|
| <b>Luboš Komárek</b>   | Garant, I. Úvod                                |
| <b>Petr Polák</b>      | Editor, II.3 Spojené státy, V. Zaostřeno na... |
| <b>Filip Novotný</b>   | II.1 Eurozóna, II.2 Španělsko                  |
| <b>Michaela Ryšavá</b> | II.4 Spojené království                        |
| <b>Martin Kábrt</b>    | II.5 Japonsko                                  |
| <b>Martin Motl</b>     | II.6 Čína                                      |
| <b>Oxana Babecká</b>   | II.7 Rusko                                     |
| <b>Jaromír Tonner</b>  | II.8 Polsko, II.9 Maďarsko, II.10 Dánsko       |
| <b>Jan Hošek</b>       | IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity               |

## I. Úvod

**Podzim přináší očekávané zvýšení počtu nakažených covid-19, epidemická situace ve světě je však prozatím příznivější než tomu bylo před rokem.** Mezinárodní měnový fond přesto ve své aktualizované [prognóze](#) označil za největší rizika pro světovou ekonomiku šířící se delta mutaci koronaviru, stále nízkou dostupnost očkování v chudších zemích (96 % obyvatelstva v nízkopříjmových zemích není stále naočkováno) a přetrvávající komplikace na nabídkové straně ekonomik. Delší než očekávané problémy v dodavatelských řetězcích spolu s masivními fiskálními stimuly vlád a efekty odložené spotřeby (zejména ve vyspělých zemích) se odrážejí ve vztlínající inflaci. Nárůst cenových tlaků se tak zdá být trvalejší a plošnější, než se ještě před několika měsíci předpokládalo. Prudké zdražování energií na světových trzích tyto inflační tlaky posiluje.

**Centrální banky začínají na zvýšené hodnoty inflace reagovat.** Klíčové centrální banky sice „jen“ pozvolna mění rétoriku jestřábím směrem, v některých zemích ale ke zvýšení sazeb již došlo. Od listopadového zasedání Fedu se očekává

### Říjnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

| HDP     | EA    | DE    | US    | UK    | JP     | CN    | RU    |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 2021    | 5,1 ↗ | 2,8 ↘ | 5,7 ↘ | 6,9 ↗ | 2,3 ↗  | 8,2 ↘ | 4,0 ↗ |
| 2022    | 4,4 ↗ | 4,4 ↗ | 4,1 ↘ | 5,1 ↘ | 3,0 ↗  | 5,5 ↘ | 2,8 ↗ |
| Inflace | EA    | DE    | US    | UK    | JP     | CN    | RU    |
| 2021    | 2,3 ↗ | 3,0 ↗ | 4,4 ↗ | 2,3 ↗ | -0,2 ↗ | 1,2 ↘ | 6,0 ↗ |
| 2022    | 2,0 ↗ | 2,2 ↗ | 3,4 ↗ | 3,3 ↗ | 0,5 ↗  | 2,1 ↘ | 4,1 ↗ |

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

začátek omezování nákupů dluhopisů (tzv. tapering), které by se měly do poloviny příštího roku zcela ukončit. ECB sice stále akcentuje přechodnost stávajících inflačních tlaků, zároveň však uvnitř centrální banky probíhá debata o rizicích vztlínající inflace (zvětšují se názorové rozdíly mezi holubičím a jestřábím křídlem) a o budoucnosti programů kvantitativního uvolňování po ukončení pandemického programu PEPP v březnu 2022.

**Říjnové výhledy růstu HDP** doznaly změn u všech námi sledovaných ekonomik kromě Japonska. Letos si povedou lépe Spojené státy a také eurozóna jako celek, naopak hůř si povede Německo. Ukazuje se tak, že současné celosvětové problémy dopadají na každou ekonomiku rozdílně. Dle MMF porostou vyspělé země letos 5,2% a příští rok 4,5% tempem. U rozvíjejících se trhů a rozvojových ekonomik bude tempo mírně vyšší - lze očekávat růst o 6,4 %, respektive 5,1 %.

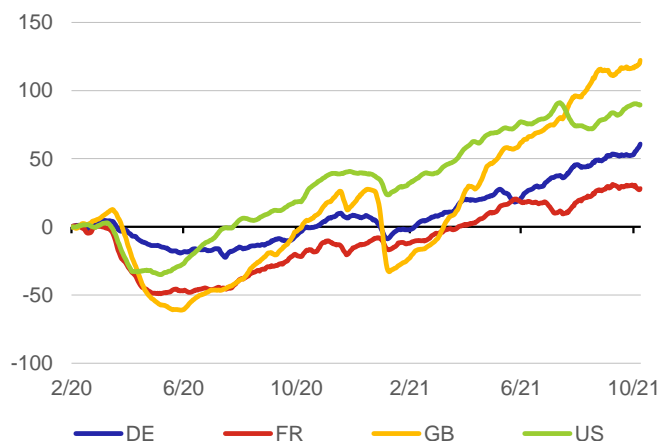
**Výhledy spotřebitelské inflace** byly oproti září opět všeobecně přehodnoceny vzhůru, a to jak pro letošní, tak příští rok. Zářijové hodnoty inflace v USA a v Německu jsou nejvyšší od roku 2007, resp. 1993. Výjimkou z výše uvedeného trendu rostoucí inflace je pro následující období cenový vývoj v Číně, kde byl výhled přehodnocen směrem dolů.

**Americký dolar** bude dle říjnového CF v ročním i dvouletém horizontu oslabovat oproti měnám námi sledovaných rozvinutých ekonomik (euro, britská libra a japonský jen). Oproti rublu a čínskému žen-min-pi pak bude kolísat. Předpověď CF pro **cenu ropy Brent** v ročním horizontu se oproti minulému měsíci posunula mírně výše na hodnotu necelých 71 USD/barel (interval 55 až 85 USD/barel). **Výhled tržních sazeb 3M USD LIBOR i 3M EURIBOR** je rostoucí, nicméně 3M EURIBOR nadále zůstává v záporných hodnotách.

**Graf aktuálního čísla doplňuje** pohled na pošramocené dodavatelské řetězce pomocí vývoje nabídek práce v oblasti skladů a zásobování. Nechybí jen řidiči nákladních vozidel, ale s velkým nedostatkem pracovníků se potýkají i samotné sklady. V důsledku tak dochází k přetížení celých logistických tras, zejména v námořní dopravě. Ve Spojeném království byl vlivem naplnění kapacity omezen provoz největšího přístavu Felixstowe. Nápor na dopravu nepolevuje ani přes neustálý růst cen v mezinárodní dopravě (viz graf čísla v [GEVU 06/2021](#)).

**Aktuální číslo dále přináší tematický článek „Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?“.** Článek se zaměřuje na finanční trhy a další vývoj klíčových referenčních úrokových sazeb. Rok 2021 je totiž posledním rokem pro velmi významné mezibankovní sazby obchodované prostřednictvím burzy v Londýně. Článek nastiňuje důvody pro reformu sazeb a budoucí vývoj.

### Vývoj nabídek práce v oblasti skladů a zásobování, %



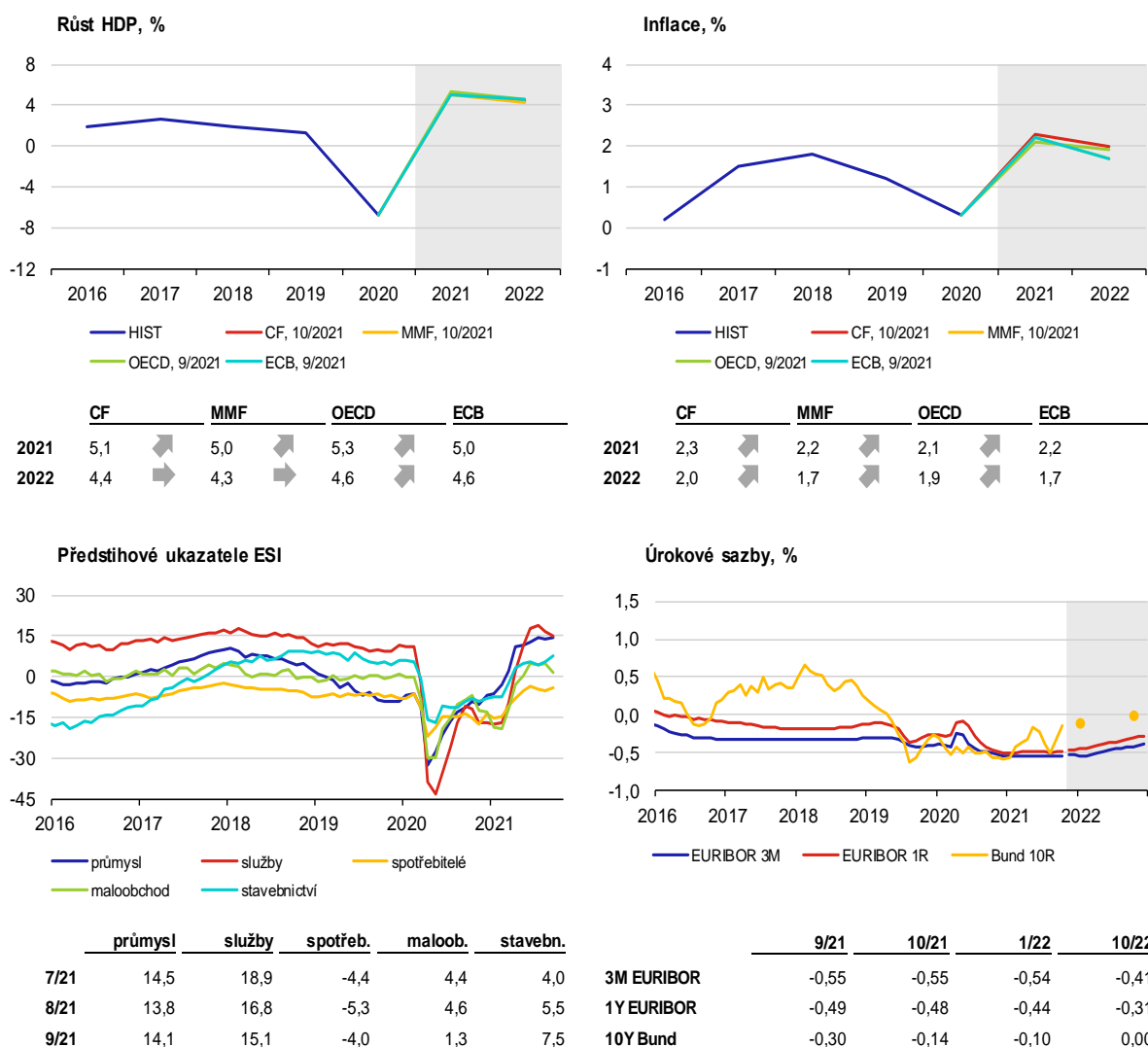
Zdroj: Indeed.com

Pozn.: Sezónně očištěno, týdenní data, základem je předpandemický únor 2020.

## II.1 Eurozóna

**Na prahu topné sezóny zasáhl eurozónu výrazný nárůst cen zemního plynu a elektřiny, který negativně dopadá jak na domácnosti, tak na podniky.** Společně s přetrvávajícím napětím v dodavatelských řetězcích (zejména zpoždění dodávek a vysoké ceny jejich dopravy) se tento faktor negativně projeví na ekonomickém výkonu ve zbytku letošního roku. Narušení plynulosti dodávek materiálu a komponent se přitom v závislosti na konkrétních sektorech se může protáhnout hluboko do roku 2022. Výrazně zasaženy jsou zejména dodávky čipů, a to do té míry, že v srpnu došlo k meziročnímu propadu produkce automobilů v Německu o celou jednu třetinu. Varovně tak vyznívá srpnový meziměsíční pokles průmyslové produkce v eurozóně, přičemž v samotném Německu se průmyslová produkce snížila o výrazných 4,1 %. Po silném růstu HDP ve druhém čtvrtletí (o 2,2 % mžč.), bude dynamika růstu ve třetím čtvrtletí při dodavatelských problémech v průmyslu živena hlavně otevřením sektoru služeb po koronavirem vyvolaných uzavírkách na začátku letošního roku. Ve čtvrtém čtvrtletí pak dojde k dalšímu zpomalení ekonomiky. Díky relativně vysoké proočkovánosti a promořenosti evropské populace zůstává epidemie koronaviru pod kontrolou a ani případný nárůst počtu nakažených by již neměl přinést plošné uzavírky.

**Pro letošní rok došlo k mírnému zvýšení očekávaného růstu HDP v eurozóně, přičemž výhled pro rok 2022 zůstává beze změny.** Situace se ale v jednotlivých zemích liší. V případě Německa byl růst HDP pro letošní rok přehodnocen již druhý měsíc v řadě relativně výrazně směrem dolů, až na 2,8 %. Stejně tak růst španělské ekonomiky byl pro letošek přehodnocen výrazně směrem níže, což souviselo s výraznou revizí růstu HDP ve druhém čtvrtletí směrem dolů. Naopak Francie a Itálie si budou letos užívat přibližně 6% růstu. Pro rok 2022 se očekávaný růst výše uvedených ekonomik bude pohybovat okolo 4 %. Ve Španělsku dokonce překročí růst HDP 6% hranici. Zároveň se opět posunula výše předpověď inflace, a to pro rok 2021 i 2022. Podle panelistů CF bude inflace v eurozóně kulminovat v listopadu letošního roku v blízkosti 4% úrovně. V příštím roce inflace v eurozóně zvolní.

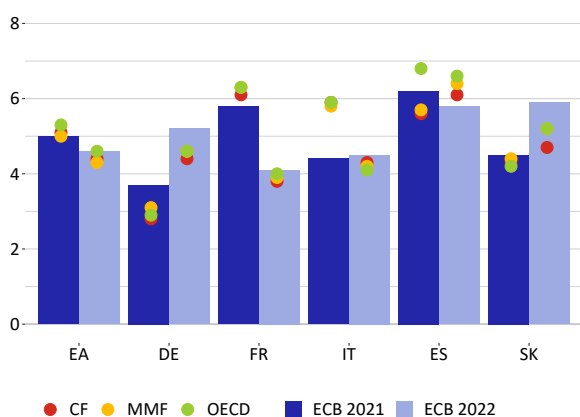


## II.2 Výběr z eurozóny – Španělsko

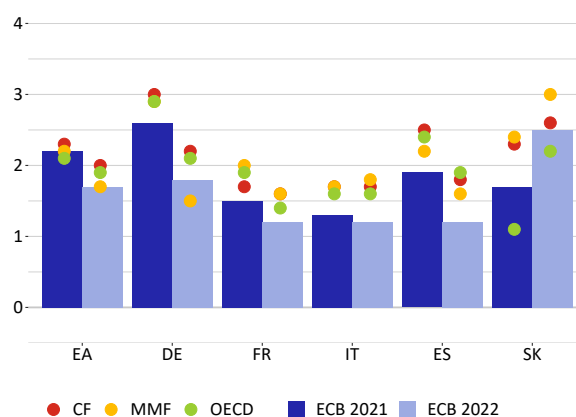
**Opětovný náběh cestovního ruchu během letních měsíců povede ke zlepšení situace španělské ekonomiky ve třetím čtvrtletí letošního roku.** Širší oživení ekonomiky bude však závislé až na viditelném zlepšení zahraničního obchodu. Růst HDP za druhé čtvrtletí byl v září výrazně revidován směrem dolů, když namísto původně oznámeného růstu o 2,8 % ukazuje zpřesněné číslo na růst pouze o 1,1 % mezičtvrtletně (stejně jako ve Francii, ale méně ve srovnání s Německem či Itálií). Revize růstu byla z velké míry ovlivněna sektorem služeb, na který nejvíce dopadla protipandemická opatření. Ve druhém čtvrtletí přispěl k celkovému růstu negativně vnější sektor, když dovozy rostly rychleji než vývozy. Zároveň mezičtvrtletně poklesly investice. Naproti tomu rostla spotřeba domácností i vlády. Negativně bude však jak na domácnosti, tak na podnikový sektor působit růst nákladů, zejména raketové zrychlení cen energií v posledním období. Výrobní ceny vzrostly v srpnu meziročně bezmála o jednu pětinu a také inflace spotřebitelských cen zrychlila, když v září dosáhla 4% úrovně. Růst průmyslové produkce se na rozdíl od mnoha jiných ekonomik eurozóny udržel v srpnu v kladných číslech. Španělský průmysl si tak zatím vede dobře, ale ani jemu se nevyhnula zpoždění v dodávkách materiálů a rostoucí ceny vstupů.

**Růst španělské ekonomiky byl analytiky CF revidován pro letošní rok výrazně směrem dolů při mírném zvýšení růstu pro rok 2022.** V letošním roce tak vzroste HDP o 5,6 % a v příštím roce dojde k zrychlení jeho růstu na 6,1 %, přičemž někteří analytici očekávají růst až o 7 %. Je očekáván silný růst spotřeby domácností. Výhled inflace byl zvýšen jak pro letošní, tak pro příští rok na 2,5, resp. 1,8 %. Španělská centrální banka nicméně očekává ve svých projekcích nižší růsty spotřebitelských cen.

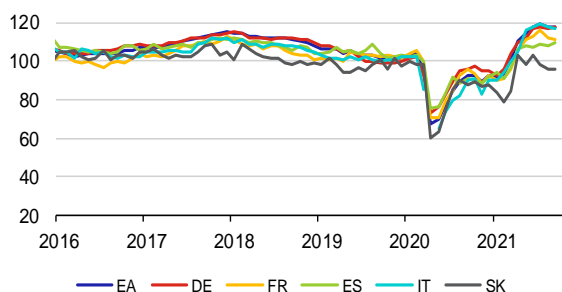
**Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %**



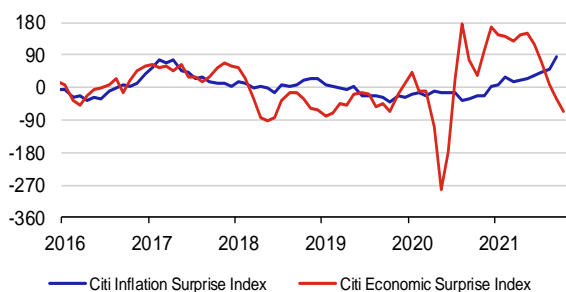
**Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %**



**Předstíhové ukazatele ESI**



**Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně**



|      | EA    | DE    | FR    | ES    | IT    | SK   |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 7/21 | 119,0 | 117,5 | 116,4 | 108,9 | 119,6 | 97,9 |
| 8/21 | 117,6 | 117,2 | 112,4 | 107,7 | 117,7 | 95,8 |
| 9/21 | 117,8 | 118,0 | 111,1 | 109,4 | 116,8 | 96,2 |

**Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:**

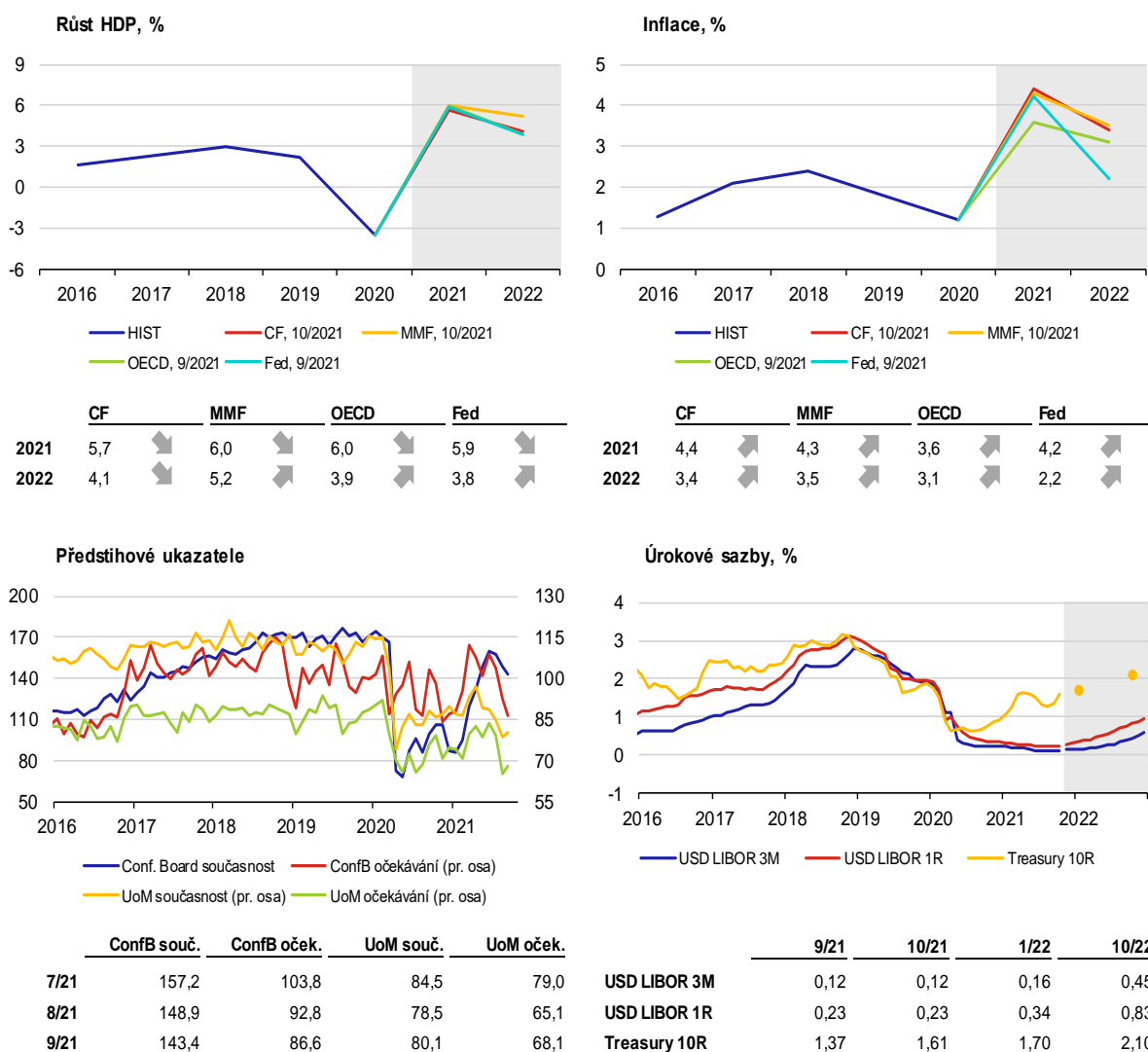
|       | 5y5y | SPF  |
|-------|------|------|
| 8/21  | 1,68 | 1,82 |
| 9/21  | 1,75 | 1,82 |
| 10/21 | 1,82 | n.a. |

## II.3 Spojené státy

**Oživení ekonomiky je bržděno nedostatečnou logistickou kapacitou.** Problémy s námořní dopravou postihují celý svět. Obrovská poptávka po transportu surovin a zboží po znovuootevření ekonomik způsobuje nejen nárůst ceny dopravy, ale tvoří velký nápor i na logistická centra, zejména přístavy. Dle dat je situace nejhorší v Los Angeles, kde musel být zaveden nepřetržitý provoz. Závažnost situace dokládá apel prezidenta J. Bidena na logistické firmy na zvýšení kapacit. Kromě logistiky řeší Bílý dům rovněž jak upravit návrh ambiciózního plánu obnovy, aby prošel Kongresem.

**Nový výhled CF přepokládá letošní růst reálného HDP o 5,7 %, což je opět méně než před měsícem.** Optimističtější ohledně růstu americké ekonomiky jsou nejen nejnovější výhledy z dílny MMF a OECD, ale také z amerického Fedu. Všechny byly sice revidovány směrem dolů, ale přepokládají 6% respektive 5,9% růst v letošním roce. Výhledy na příští rok se liší významněji. Nejpesimističtější je nová prognóza Fedu s hodnotou 3,8 % a nejvíce optimistická pak ta od MMF s hodnotou 5,2 %. Zářijová čísla o nových pracovních místech (194 000) byla opět nižší než očekávání, ale míra nezaměstnanosti se snížila o 0,4 p. b. na 4,8 % a o 0,2 p. b. se zvýšila míra zaměstnanosti. Mzdy rostly v srpnu 9,5% tempem. Předstihové indikátory stále značí optimismus, neboť PMI ve službách se drží v pásmu expanze (54,9) a průmyslový PMI je ještě o něco výše (60,7).

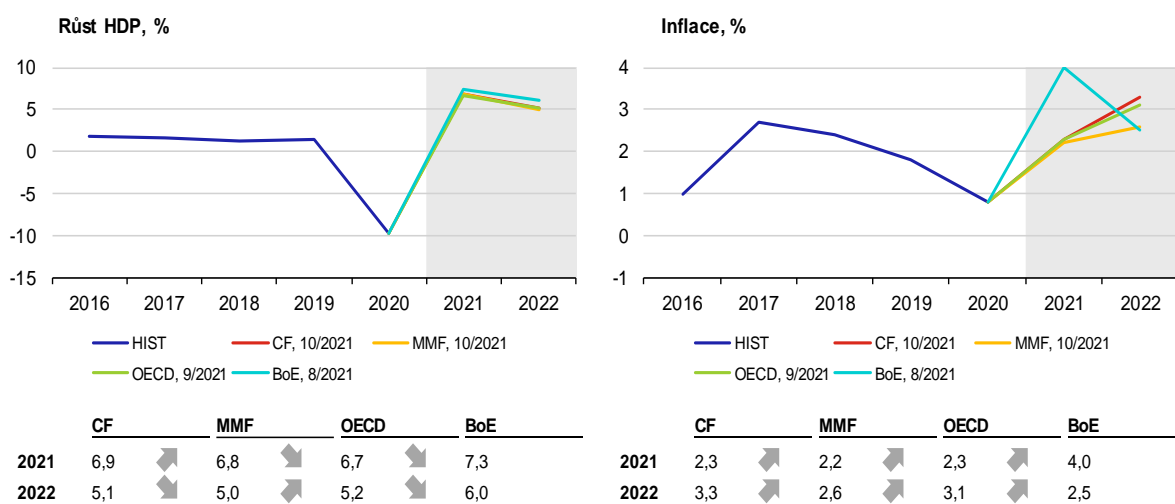
**Inflace v USA setrvává na vysokých hodnotách a ze zářijového zasedání Fedu opět zaznávají více jestrábí názory.** V srpnu rostly spotřebitelské ceny meziročním tempem 5,4 %, což bylo způsobeno zejména růstem cen potravin (4,6 %), služeb (2,9 %) a zejména energií (24,8 %). Vedle spotřebitelských cen rostou velmi rychle rovněž ceny průmyslových výrobců (8,6%), především hotových výrobků (11,7 %). Výhled CF pro letošní i příští rok byl opět revidován směrem vzhůru. Nejvyšší hodnota pro letošní rok 4,4 % pochází od analytiků CF a nejnižší 3,6 % pak z dílny OECD. Pro příští rok očekávají výhledy růst spotřebitelských cen v rozmezí 2,2 % až 3,5 %.





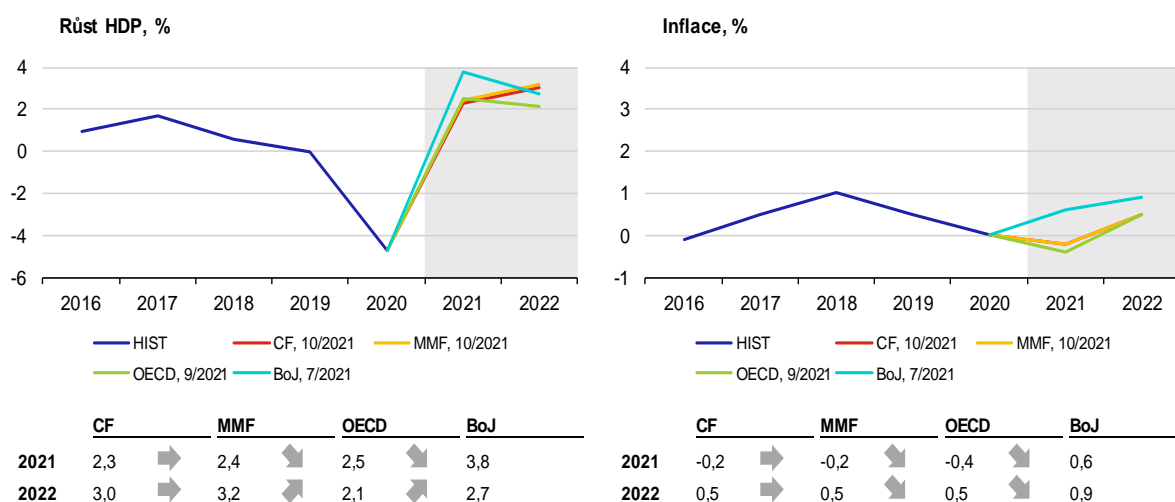
## II.4 Spojené království

**Pobrexitový vztah UK a EU se vyhrcojuje a hrozí obchodní válka kvůli požadavkům Londýna ohledně zásadní změny Severoirského protokolu.** UK se navíc potýká s obrovským nedostatkem fidičů, což ekonomiku citelně zasahuje: od problémů se zásobováním čerpacích stanic až po prázdné regály v supermarketech a vyšší ceny zboží. Navzdory situaci v zemi a silným inflačním tlakům ponechala BoE v září základní úrokovou sazbu na 0,1 % a objem QE na hodnotě 895 mld. liber. Guvernér A. Bailey však zdůraznil, že BoE je připravena zvýšit úrokovou sazbu do konce roku, pokud to bude nutné pro zmírnění přetrvávající vyšší inflace, která je především důsledkem vývoje cen energií a zboží. Premiér B. Johnson pak prezentuje rozvrat ekonomiky po brexitu a pandemii jako šanci pro reset britského hospodářství. Růst HDP pro letošní rok je nově predikován (CF, MMF i OECD) těsně pod 7 % a pro rok 2022 mírně nad 5 %. Kompozitní ukazatel PMI se v září nepatrně zvýšil na hodnotu 54,9, avšak stále poukazuje na slabý růst aktivity soukromého sektoru, který je dán hlavně vážným narušením dodavatelských řetězců.



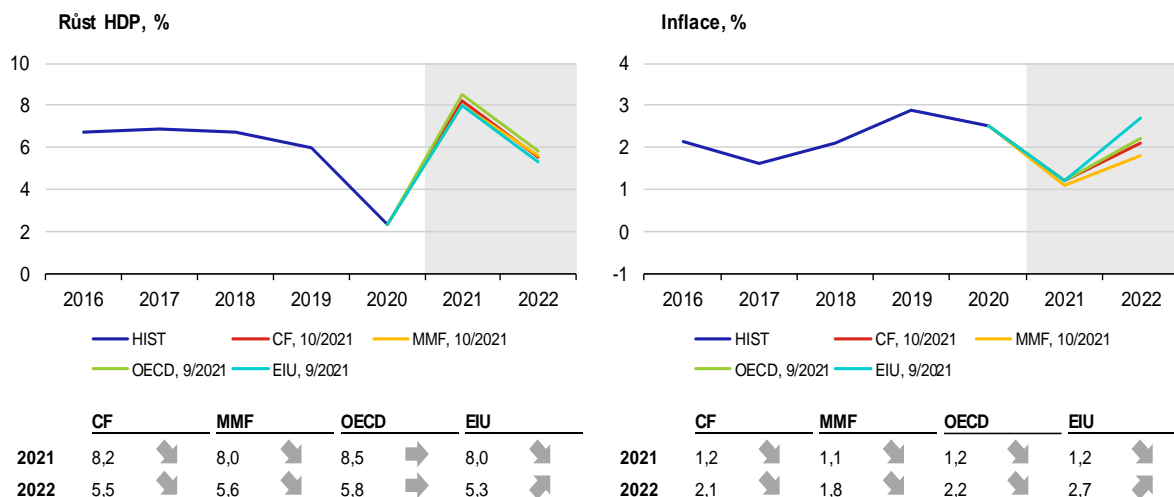
## II.5 Japonsko

**Nový premiér Fumio Kishida se chystá změnit kurz japonské hospodářské politiky důrazem na inkluzivnější růst a rovnější rozdělení bohatství.** Vítězství vládnoucí strany ve volbách na konci října je sice široce očekáváno, průzkumy ale zatím ukazují relativně nízká hodnocení popularity nového premiéra. Šetření BoJ Tanken ve třetím čtvrtletí 2021 ukázalo pokračující mírné zlepšování podnikatelského sentimentu. Ve strojírenství dosáhl podíl firem, které považují podnikatelské podmínky za příznivé, dokonce nejvyšších hodnot od roku 2018. Ve službách a mezi menšími podniky se sentiment stále nachází hluboko pod předpandemickými hodnotami, navzdory mírnému zlepšení. Postupný ústup pandemie z vysokých letních hodnot vedl k opuštění nouzového stavu a uvolnění vládních restrikcí. Globální inflační tlaky se nadále propisují pouze do cen výrobců, spotřebitelské ceny stále meziročně klesají.



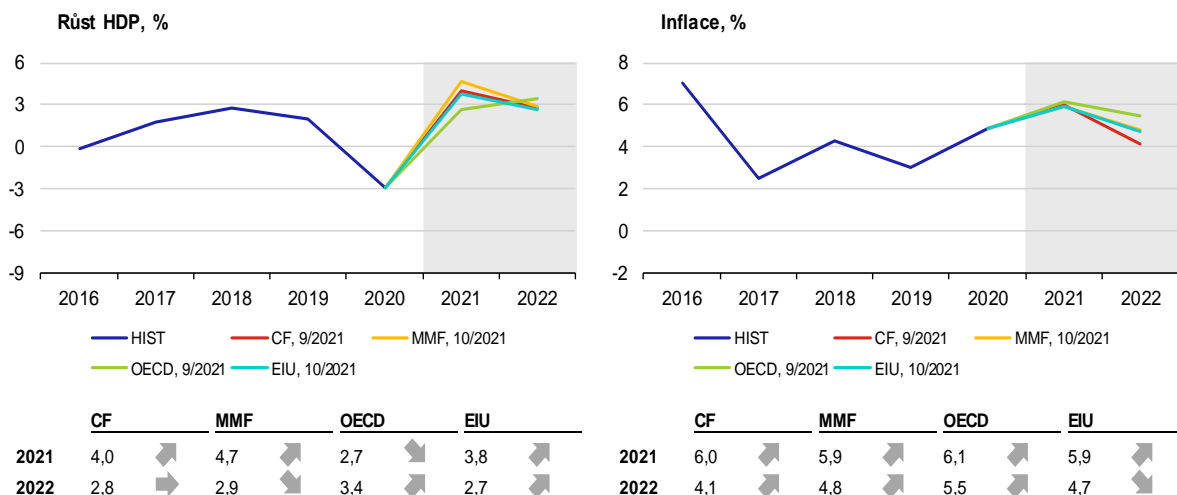
## II.6 Čína

**Růst čínské ekonomiky ve třetím čtvrtletí meziročně zpomalil ze 7,9 % na 4,9 % v důsledku déletrvající nepříznivé epidemické situace i výpadků některých klíčových vstupů do produkce.** Šíření koronavirové varianty delta a tvrdá karanténní opatření mají negativní dopad na soukromou spotřebu a investice, stejně jako regulatorní kroky čínské vlády omezující podnikání některých firem. Celosvětový nedostatek polovodičů a dalších součástí rovněž brzdí průmyslovou produkci, která je zasažena prudkým růstem cen energetických komodit, včetně výpadků dodávek elektrické energie, se kterými se v posledních týdnech potýkají miliony domácností a firem. To se projevuje v meziročním růstu cen výrobců, který v srpnu dosáhl nejvyšších hodnot od roku 2008 (9,5 %). Dle říjnového výhledu analytiků CF dosáhne meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce 8,2 %, resp. 5,5 % v roce 2022. Spotřebitelské ceny v roce 2021 porostou v průměru 1,2% tempem, v příštím roce zrychlí na 2,1 %.



## II.7 Rusko

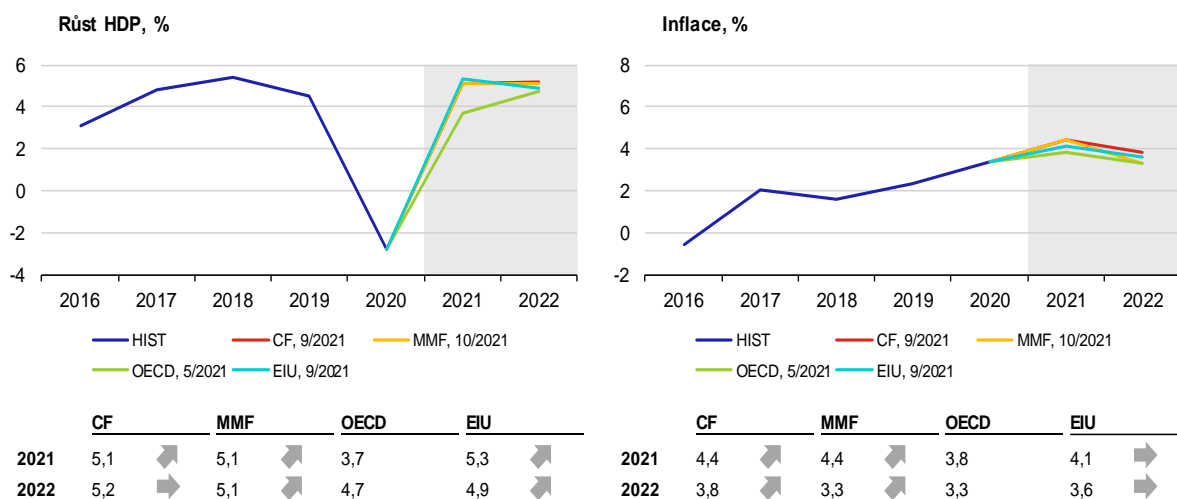
**Ruská ekonomika profituje z vývoje na komoditních trzích.** Ve třetím čtvrtletí její běžný účet zaznamenal historický rekordní přebytek 40,8 mld. USD. Kladné saldo obchodní bilance (po výrazném snížení začátkem roku 2020) pravidelně stoupá. K aktuálnímu zrychlení došlo díky prudkému růstu vývozu taženému především ropou, ropnými produkty a také zemním plynem, přičemž export rostl jak objemově, tak z hlediska ceny. Ve výsledku přebytek obchodní bilance stoupl na 56,8 mld. USD – hodnotu srovnatelnou se závěrem roku 2018. Příznivý impuls rovněž dostala ruská měna. K polovině měsíce rubl posílil k hranici 70 RUB/USD a byl nejsilnější od července 2020. Rubl navíc podporují očekávání dalšího zvýšení úrokových sazeb. Ministerstvo ekonomického rozvoje představilo novou prognózu, v níž letos očekává 4,2% růst HDP a jeho zpomalení na 3 % v následujících třech letech. Inflace ke konci roku 2021 by dle této prognózy měla zpomalit na 5,8 % a v dalších letech se vrátit se k 4% cíli, ačkoli zářijová inflace zrychlila na 7,4 %.





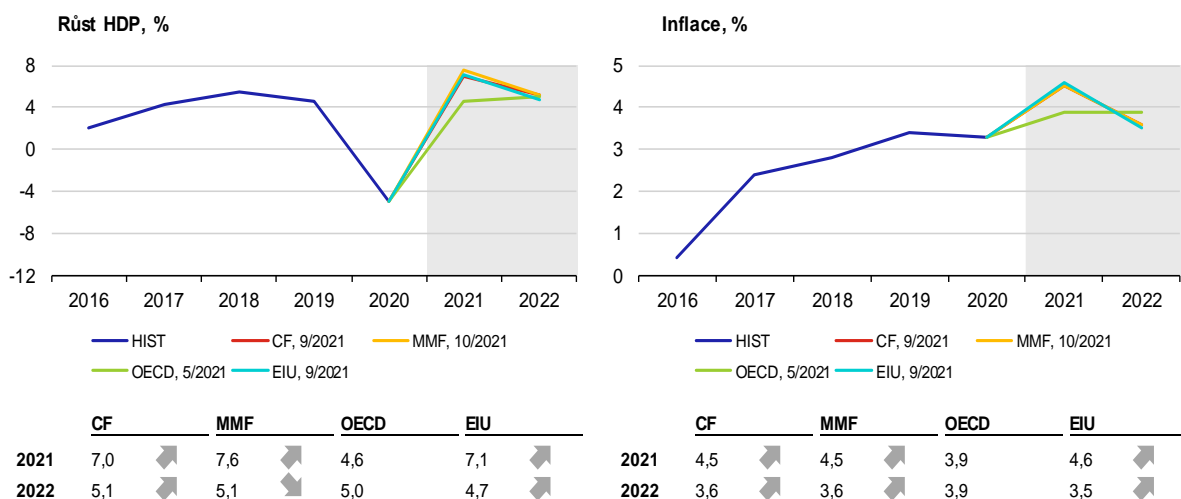
## II.8 Polsko

**Bankovní rada Polské národní banky se na svém zasedání 6. října rozhodla zvýšit úrokové sazby na 0,5 %.** Meziroční růst spotřebitelských cen podle předběžného odhadu v září dále zrychlil na rekordních 5,9 % ze srpnových 5,5 %. Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny v září o 0,7 % (v srpnu o 0,3 %), což odrazilo především růst cen energií, ale i ekonomické oživení v podobě růstu disponibilního příjmu domácností. Růst maloobchodních tržeb v srpnu meziročně zrychlil na 10,7 % (v červenci 8,9 %) díky zotavení prodeje prakticky ve všech segmentech (motoristický, vybavení domácností, textil, oděvy a obuv). Také průmyslová produkce v srpnu meziročně vzrostla (o 13,2 % oproti 9,5 % v červenci) v důsledku návratu těžby a dobývání k růstu a zrychlení ve zpracovatelském průmyslu. Na druhou stranu důvěra podnikatelů v polskou ekonomiku zaznamenala v září nejhorší výsledek od dubna tohoto roku.



## II.9 Maďarsko

**Bankovní rada Maďarské národní banky (MNB) se na svém zasedání 21. září rozhodla už počtvrté za sebou zvýšit základní úrokovou sazbu, a to z 1,50 % na 1,65 %.** Rozhodnutí MNB je i nadále zaměřeno na potlačení přetrvávajících inflačních tlaků, opětovné ukotvení inflačních očekávání a snížení inflačních rizik při silném oživení hospodářského růstu, rychlém růstu mezd a jádrové inflace (v září meziročně 4,0 %). Meziroční růst spotřebitelských cen v září zrychlil na 5,5 % ze srpnových 4,9 %, a byl tak výše, než MNB ve své zářijové prognóze očekávala. Důvěra podnikatelů v maďarskou ekonomiku se dle GKI Economic Research zvýšila na nejsilnější hodnotu od listopadu 2019 (na 6,5 ze srpnových 6,1). Naproti tomu průmyslová produkce podle předběžného odhadu v srpnu meziročně vzrostla pouze o 0,6 % (v červenci 10,2 %), což byl nejhorší výsledek od ledna tohoto roku.

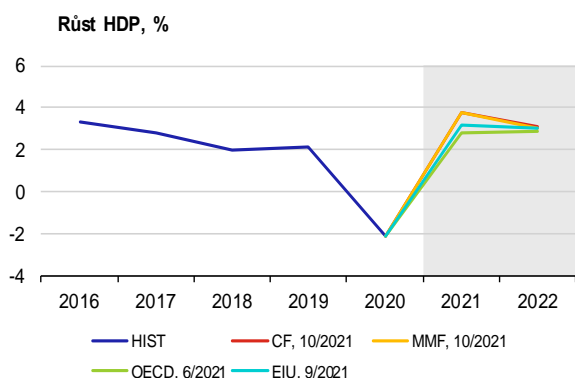


## II.10 Dánsko

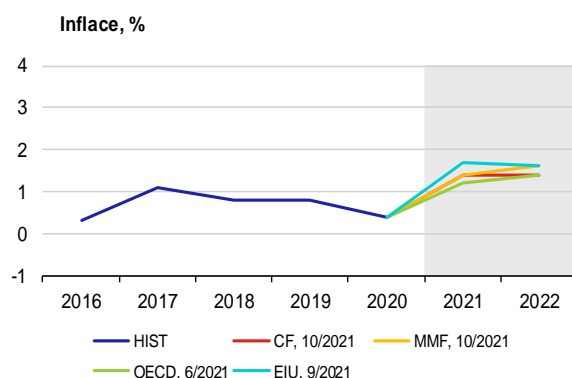
**Dánská vláda zrušila v září většinu protiepidemických opatření vzhledem k vysoké proočkování populace.** Současně však deklarovala, že je připravena rychle zasáhnout, pokud by se situace výrazně zhoršila. Život v Dánsku se tak relativně rychle navrácí do normálu, a to i z hlediska národního hospodářství. Ani během roku 2020 si dánská ekonomika, nevedla špatně, když poklesla pouze o 2,1 %, třebaže podíl služeb přesahuje 75 %. Ve druhém čtvrtletí letošního roku ekonomika vzrostla meziročně o 9,8 %, což byla nejvyšší hodnota od roku 1992, a i v mezičtvrtletní dynamice dosáhl růst vysoké hodnoty téměř 3 %. Dánská ekonomika se tímto navrátila na předpandemickou úroveň, a pro letošní a příští rok se očekávají růsty mezi 3 a 4 %. Podobně pozitivně vyznívají indexy spotřebitelské a podnikatelské důvěry.

**Růst spotřebitelských cen je dlouhodobě nízký a stabilní.** V roce 2019 inflace dosáhla hodnoty 0,8 %, v roce 2020 0,3 %, pro rok 2021 i následující roky se očekávají poměrně nízké hodnoty kolem 1,5 %. Nicméně i v dánské ekonomice je patrný růst nákladů v souvislosti s dopady odeznívající pandemie, vzhledem ke struktuře ekonomiky ale není příspěvek těchto faktorů tak výrazný. V září zrychlil meziroční růst spotřebitelských cen na hodnotu 2,2 % (ze srpnových 1,8 %). Tento výsledek byl z velké části způsoben růstem cen energií, rychleji rostly také ceny za bydlení a služby, dopravu a potraviny. Ceny se zvýšily i v restauracích a hotelích v důsledku odstranění protiepidemických omezení. Růst inflačních tlaků byl rovněž spojen s vyšší zaměstnaností, která posílila výdaje domácností na spotřebu.

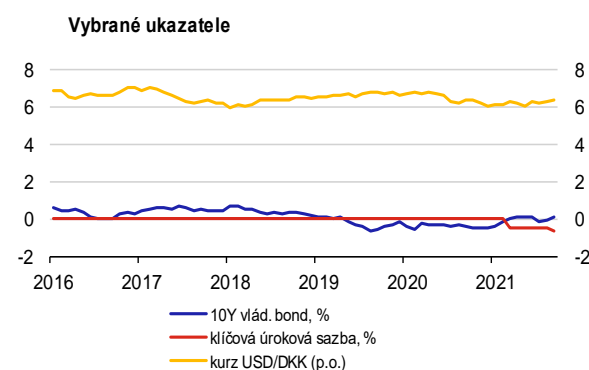
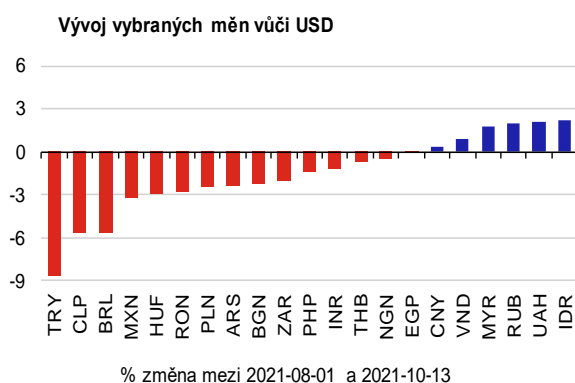
**Měnová politika dánské centrální banky (DNB) je zaměřena na udržení stability měny vůči euru.** Aby DNB zabránila posilování koruny v důsledku vysokého zájmu investorů, zavedla v roce 2012 záporné úrokové sazby a od té doby tuto politiku neopustila. Současná základní úroková sazba je -0,6 %, což drží úrokové sazby hypotečních úvěrů a výnosy z vládních dluhopisů na rekordních minimech. Tato politika výrazně přispívá k poptávce domácností po vlastním bydlení a tak i k vysokému růstu cen nemovitostí. Ty setrvale rostou už několik let a v současnosti dosahují rekordních hodnot.



|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 3,8 | 3,8 | 2,8  | 3,2 |
| 2022 | 3,1 | 3,0 | 2,9  | 3,0 |



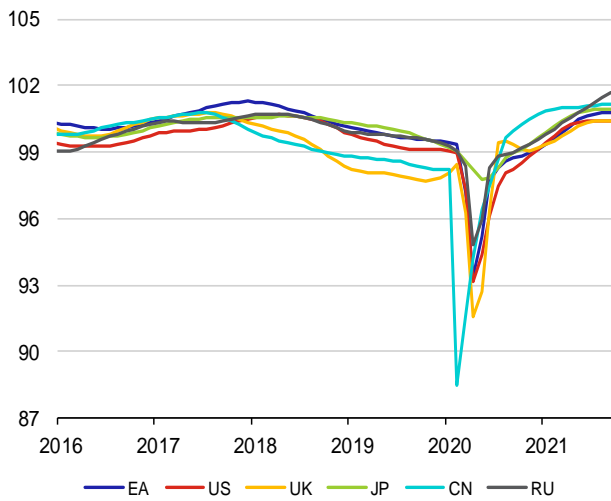
|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,4 | 1,4 | 1,2  | 1,7 |
| 2022 | 1,4 | 1,6 | 1,4  | 1,6 |



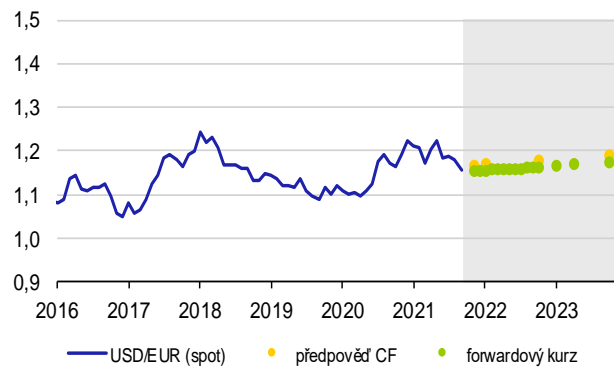
|        | 10Y vládní bond, % | úrok. sazba, % | USD/DKK |
|--------|--------------------|----------------|---------|
| 7/2021 | -0,14              | -0,50          | 6,27    |
| 8/2021 | -0,07              | -0,50          | 6,30    |
| 9/2021 | 0,10               | -0,60          | 6,42    |

### III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

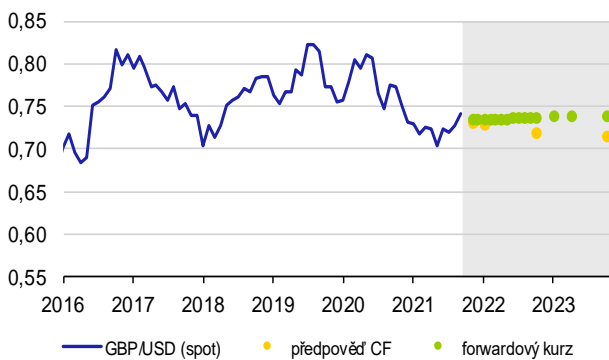


Americký dolar (USD/EUR)



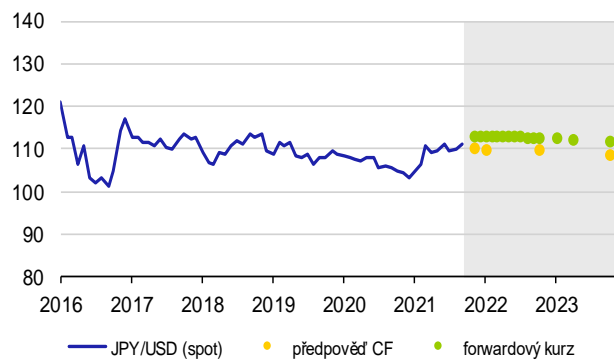
|                 | 11/10/21 | 11/21 | 1/22  | 10/22 | 10/23 |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz    | 1,157    |       |       |       |       |
| předpověď CF    |          | 1,170 | 1,172 | 1,181 | 1,192 |
| forwardový kurz |          | 1,156 | 1,158 | 1,165 | 1,178 |

Britská libra (GBP/USD)



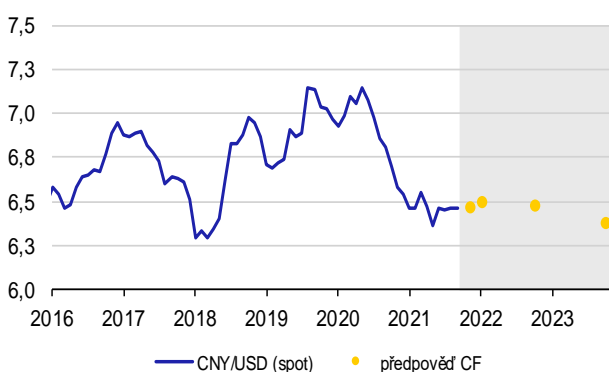
|                 | 11/10/21 | 11/21 | 1/22  | 10/22 | 10/23 |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz    | 0,734    |       |       |       |       |
| předpověď CF    |          | 0,731 | 0,729 | 0,720 | 0,716 |
| forwardový kurz |          | 0,736 | 0,735 | 0,738 | 0,740 |

Japonský jen (JPY/USD)



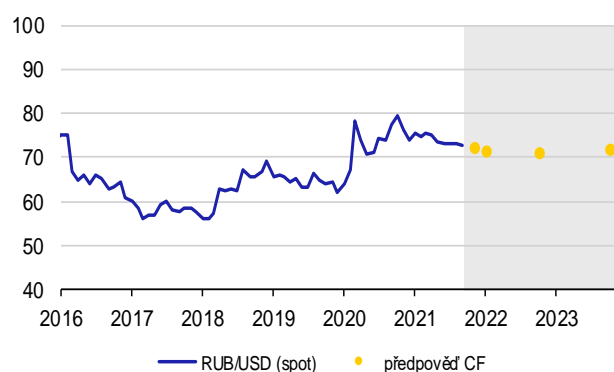
|                 | 11/10/21 | 11/21 | 1/22  | 10/22 | 10/23 |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz    | 113,3    |       |       |       |       |
| předpověď CF    |          | 110,2 | 110,1 | 110,0 | 108,8 |
| forwardový kurz |          | 113,3 | 113,2 | 112,8 | 111,8 |

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



|              | 11/10/21 | 11/21 | 1/22  | 10/22 | 10/23 |
|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 6,438    |       |       |       |       |
| předpověď CF |          | 6,474 | 6,506 | 6,479 | 6,383 |

Ruský rubl (RUB/USD)



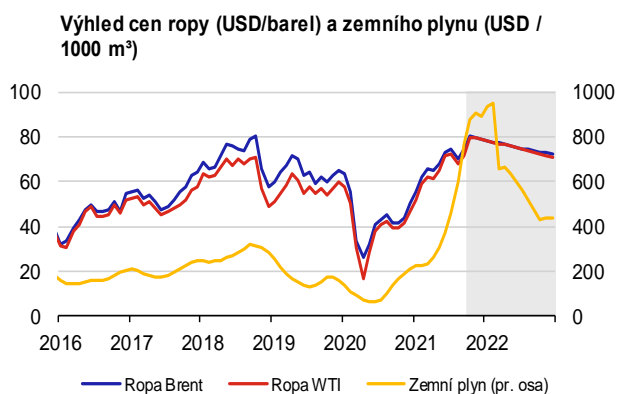
|              | 11/10/21 | 11/21 | 1/22  | 10/22 | 10/23 |
|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 71,69    |       |       |       |       |
| předpověď CF |          | 72,18 | 71,67 | 71,19 | 72,12 |

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

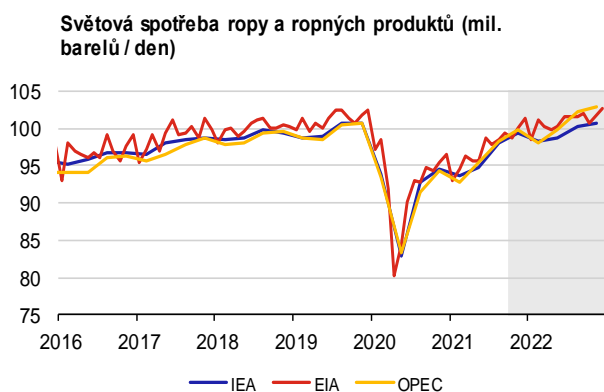
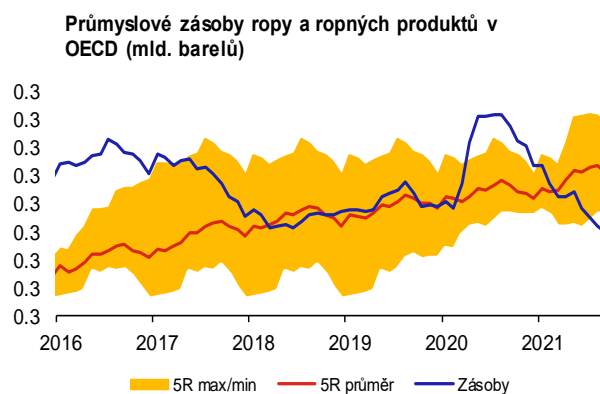
## IV.1 Ropa

**Cena ropy Brent začala ve druhé polovině září opět silně růst a v polovině října se již přiblížila k hranici 85 USD/barel. Důvodem je růst očekávané poptávky po ropě při nadále omezené těžbě ze strany aliance OPEC+. Zotavování zejména asijských ekonomik z pandemie a nečekaně dlouhé výpadky těžby v Mexickém zálivu po hurikánu Ida (v kumulované výši až 35 mil. barelů) zvýšily napětí na trhu s ropou. Následně raketově rostoucí ceny zemního plynu v Evropě a Asii vyvolaly dodatečnou poptávku po ropě, jejíž produkty mohou částečně nahradit plyn při výrobě elektřiny a tepla zejména v Asii. Zástupci aliance OPEC+ ale na začátku října potvrdili původní plán zvyšování těžby každý měsíc o 400 tis. barelů denně, i když tento plán vznikl v době, kdy napětí na trhu s ropou bylo výrazně nižší. Cenu ropy ženou vzhůru i nákupy z Číny, kde státní elektrárny dostaly od vlády pokyn zajistit dodávky energetických surovin bez ohledu na náklady. Zvyšuje se rovněž poptávka z Indie. Ještě vyššímu růstu cen ropy bránil v září posilující dolar. Situace na trhu s ropou by se mohla dále zhoršit v průběhu zimy, pokud by bylo počasí na Severní polokouli chladnější než normálně.**

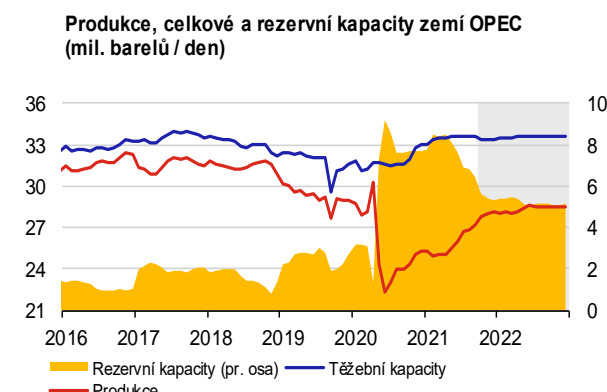
**EIA výrazně přehodnotila vzhůru výhled cen ropy Brent pro toto a příští čtvrtletí** (o cca 10 USD/barel na 81 resp. 78 USD/barel) kvůli rychlejšímu poklesu globálních zásob, než předpokládala před měsícem. Později v roce 2022 by již růst těžby aliance OPEC+, břidlicové těžby v USA a těžby v dalších zemích měl převážit nad slábnoucím růstem poptávky po ropě a cena ropy Brent by měla dle EIA klesnout na průměrných 72 USD/barel (66 USD/barel v prosinci 2022). Tržní křivka ze začátku října signalizuje poněkud slabší pokles cen (na cca 72 USD/barel na konci příštího roku). Říjnový CF je pak se svou předpovědí 70,6 USD/barel v horizontu jednoho roku zhruba uprostřed výše uvedených výhledů.



|      | Brent |   | WTI   |   | Plyn |
|------|-------|---|-------|---|------|
| 2021 | 70,84 | ↗ | 68,51 | ↗ | ↗    |
| 2022 | 75,30 | ↗ | 74,79 | ↗ | ↗    |



|      | IEA   | EIA | OPEC   |
|------|-------|-----|--------|
| 2021 | 96,43 | ↗   | 96,57  |
| 2022 | 99,45 | ★   | 100,73 |



|      | Produkce | Těžební kapacity | Rezervní kapacity |
|------|----------|------------------|-------------------|
| 2021 | 26,36    | ↗                | 7,11              |
| 2022 | 28,36    | ↗                | 5,21              |

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

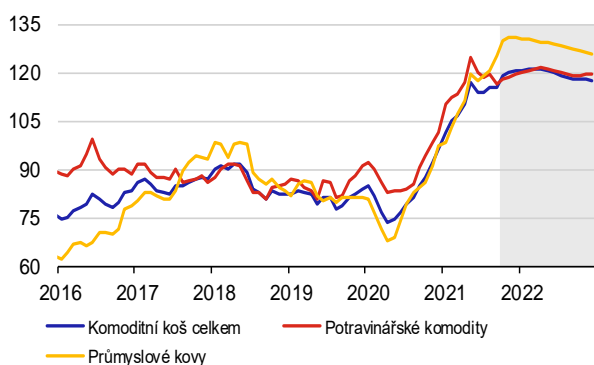
Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce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

## IV.2 Ostatní komodity

**Růst cen ostatních energetických komodit koncem září dále zrychlil a na začátku října zaznamenaly ceny zemního plynu a uhlí další rekordní hodnoty. Poté do poloviny měsíce předchází růst mírně korigovaly.** Průměrná cena zemního plynu v Evropě v září vzrostla meziměsíčně o dalších 48 % kvůli nadále silně podprůměrným zásobám a vysoké poptávce, způsobené rekordními cenami emisních povolenek. Dodávky zkapalněného plynu (LNG) přitom nadále směřují především do Asie, kde je rovněž silná poptávka a dlouhodobě vyšší ceny. Ruský prezident Putin sice přislíbil zmírnit nedostatek plynu v Evropě, ale vyšší dodávky lze pravděpodobně očekávat až po spuštění plynovodu Nord Stream II. **Cena uhlí** zaznamenala v září meziměsíční růst o 20 % a v první polovině října přidala dalších 36 %. Důvodem je zejména silná poptávka z Číny. Tamní elektrárny mají nízké zásoby kvůli předchozí slabé produkci vodních elektráren v důsledku sucha a utlumení domácí těžby uhlí. Globální nedostatek uhlí byl způsoben i výpadky těžby u hlavních exportérů (Austrálie, Indonésie) následkem špatného počasí. Vysoké ceny energetických surovin ženou vzhůru i ceny elektřiny v mnoha zemích.

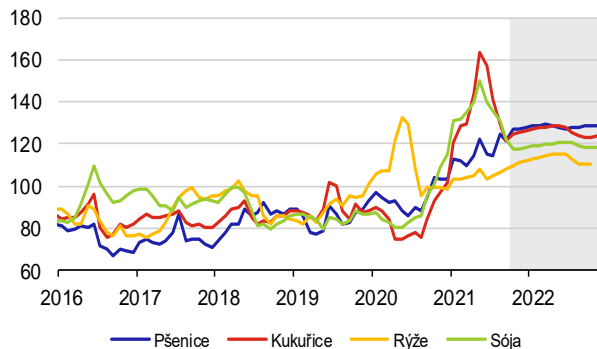
**Průměrný měsíční index cen neenergetických komodit v září prakticky stagnoval, v první polovině října ale obnovil svůj růst.** Zatímco v průběhu září byl růst dílčího indexu cen základních kovů ještě kompenzován poklesem dílčího indexu cen potravinářských komodit, v první polovině října již opět mírně rostly i tyto ceny (především pšenice, rýže, cukru, kávy, kakaa a hovězího masa). V rámci dílčího indexu cen základních kovů pokračuje v silném růstu zejména cena hliníku kvůli slabé produkci v Číně. Cena mědi sice v září mírně klesla, nicméně nadále se pohybuje poblíž květnového historického maxima, mj. i díky dalšímu poklesu zásob na LME, který svědčí o nadále silných fundamentech. Od srpna silně klesá cena železné rudy kvůli silícímu poklesu produkce oceli v Číně (z důvodu omezování dodávek elektřiny ocelárnám).

Indexy cen neenergetických komodit



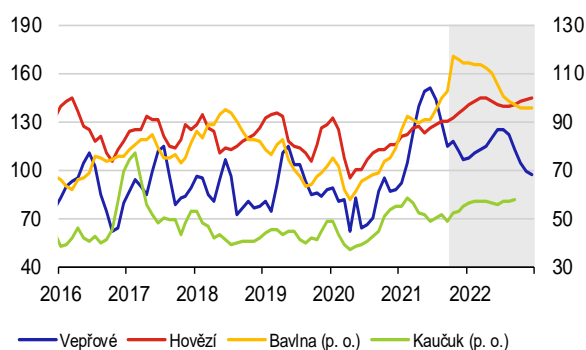
|      | Celkem  | Potraviny | Kovy    |
|------|---------|-----------|---------|
| 2021 | 113,3 ↕ | 117,3 ↕   | 117,7 ↕ |
| 2022 | 119,4 ↗ | 120,2 ↗   | 128,5 ↗ |

Potravinářské komodity



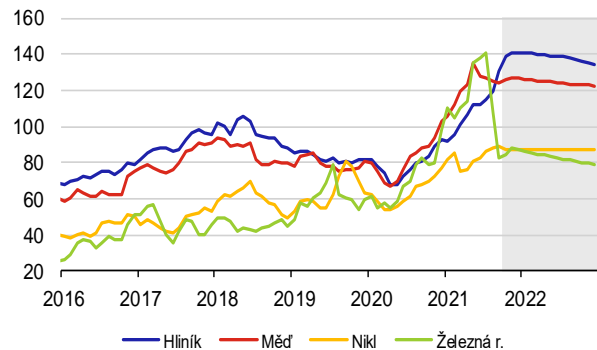
|      | Pšenice | Kukuřice | Rýže    | Sója    |
|------|---------|----------|---------|---------|
| 2021 | 119,0 ↕ | 134,3 ↕  | 106,7 ↕ | 130,8 ↕ |
| 2022 | 128,5 ↗ | 125,9 ↗  | 113,0 ↗ | 119,4 ↗ |

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



|      | Vepřové | Hovězí  | Bavlna  | Kaučuk |
|------|---------|---------|---------|--------|
| 2021 | 123,3 ↕ | 128,0 ↕ | 98,7 ↕  | 52,6 ↕ |
| 2022 | 112,5 ↗ | 142,0 ↗ | 104,3 ↗ | 56,8 ↗ |

Základní kovy a železná ruda



|      | Hliník  | Měď     | Nikl   | Železná r. |
|------|---------|---------|--------|------------|
| 2021 | 116,9 ↕ | 123,3 ↕ | 83,8 ↕ | 108,7 ↕    |
| 2022 | 138,1 ↗ | 124,1 ↗ | 87,3 ↗ | 82,5 ↗     |

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.

## Konec éry LIBORů na finančních trzích: Co bude dál?<sup>1</sup>

Úrokové sazby na nezajištěném<sup>2</sup> mezibankovním trhu, známé jako IBORy (interbank offered rate), fungují již více než čtyři dekády a na finančních trzích se používají jako referenční sazby pro celou paletu finančních instrumentů a derivátů z nich. Pověst těchto sazeb však byla výrazně narušena případy jejich manipulace ze strany některých bank. V návaznosti pak došlo k reformě na poli referenčních úrokových sazeb s plánem nereformované sazby postupně opustit. Protože pro některé důležité sazby je termín ukončení na konci tohoto roku, shrnuje článek aktuální situaci a budoucnost referenčních sazeb na finančních trzích.

### Důležitost referenční úrokové sazby

**Referenční úroková sazba je vedle základní sazby centrální banky jednou z klíčových informací o ceně peněz na finančních trzích.** Z teoretického pohledu je její výše dána nastavením základní úrokové sazby (stanovené centrální bankou) navýšené o premii na peněžním trhu<sup>3</sup>. Referenční sazby (někdy také benchmarkové sazby) tvoří základ pro ocenění finančních produktů a navazující deriváty. Referenční sazby měly být odrazem situace na finančním trhu, proto je důležitá jejich nezávislost, tržní princip a univerzálnost. Proto jsou sazby vypočítané nezávislým subjektem, měly by vyjadřovat skutečné náklady financování na různých trzích a taková informace je užitečná pro všechny ekonomické subjekty. Příkladů využití je mnoho. Například banky mohou sazbu použít pro kótování úrokové sazby při poskytování úvěrů, což je transparentní i pro příjemce úvěru. Vedle toho se referenční sazby používají při složitějších finančních transakcích či jsou s jejich pomocí oceňovány finanční deriváty. V neposlední řadě je pak hodnota referenční sazby zdrojem informací pro centrální banku při nastavení měnové politiky. Jednak by tato sazba měla reagovat na měnověpolitická rozhodnutí a současně poskytuje informaci o tom, jak snadné či obtížné je pro banky získat peníze na mezibankovním trhu, tedy jaké jsou náklady na financování podniků a spotřebitelů.

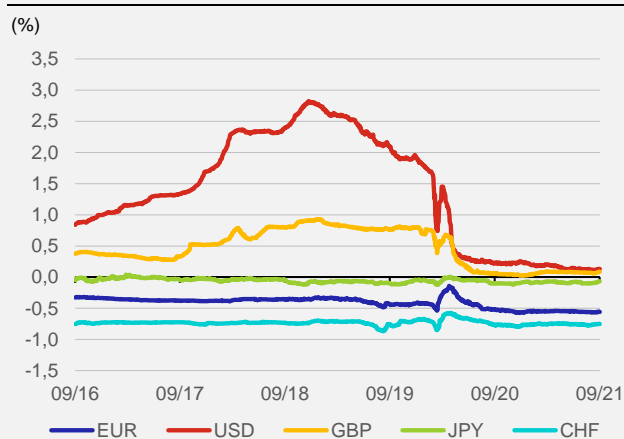
**Referenční sazby poskytují užitečnou a spolehlivou informaci za předpokladu, že jsou nezkraslené a kredibilní.** Pokud je referenční sazba skutečně nezávislou, pak její použití ve smluvních vztazích je výhodné pro obě strany, protože žádná z nich nemůže její hodnotu ovlivnit. Proto je metodika výpočet sazby pevně ukotvena a referenční sazba je známá veřejně.

### Dosud jako referenční sazby sloužily takzvané IBORy.

Jejich výpočet však zpravidla nebyl založen na skutečných transakcích. Probíhal tak, že se vyčlení užší skupina bank (tedy ne všichni hráči na trhu) a každá byla pak oslovena s otázkou, aby učinila odhad, za kolik si může od ostatních bank půjčit<sup>4</sup>. Způsob výpočtu, kdy se z těchto odhadů vyřadí nejvyšší a nejnižší cena a ze zbytku se vypočte průměr, pak umožnil bankám sazbu ovlivňovat, což se v roce 2008 dostalo na titulní stránky novin (Mollenkamp, 2008). Nejvýznamnější a v mnoha měnách nejpoužívanější byly sazby LIBOR (London Interbank Offered Rate) a to především se splatností 3 měsíců (Graf 1)<sup>5</sup>.

**Na IBORy jsou kromě finančních derivátů navázány také hypoteční úvěry s plovoucí sazbou.** Navázání na plovoucí sazbu přispělo k velkému množství nesplácených úvěrů spojených s finanční krizí 2008. Současně pak během této krize došlo k tomu, že se naplno projevila další slabina IBORů – nezajištěnost sazeb. V turbulentních časech klesla ochota půjčovat bez zajištění na nulu a tento trh byl nahrazen zajištěnými finančními operacemi. Hodnota IBORových sazeb tak byla skutečně jen virtuální a nevytvářela o skutečné situaci na trhu.

Graf 1 – 3M LIBOR Referenční sazby



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

<sup>1</sup> Autorem je Petr Polák. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Autor děkuje Lubošovi Komárkovi, Martinu Kábrtovi, Petru Frydrychovi, Ivaně Matalíkové a Ondřeji Strádalovi za cenné komentáře a připomínky.

<sup>2</sup> Nezajištěným peněžním trhem se označuje trh, kde finanční instituce směňují krátkodobou likviditu bez využití kolaterálu a zahrnuje nejen sazby typu „IBOR“, ale také overnight sazby typu „ONIA“.

<sup>3</sup> Sazba stanovená centrální bankou obvykle představuje spodní limit pro IBORové sazby. Důvodem pro nižší sazby může být např. obrovský přebytek likvidity, nebo očekávání o dalším snížení základních sazeb. Premie by měla zohledňovat jak úvěrové riziko, tak časovou složku. V Evropě je paradoxně základní sazba centrální banky vyšší nežli mezibankovní sazby na finančních trzích.

<sup>4</sup> Metoda výpočtu je dostupná na [https://www.theice.com/publicdocs/ICE\\_LIBOR\\_Methodology.pdf](https://www.theice.com/publicdocs/ICE_LIBOR_Methodology.pdf)

<sup>5</sup> V rámci Evropy je pro euro používanější sazbou 3M EURIBOR nežli 3M EUR LIBOR, tyto dvě sazby jsou rozdílné.



## Manipulace sazeb a jejich reforma

**Úroková míra, za kterou je banka ochotna půjčit peníze jiné bance odráží vedle jiného i zdraví úvěrované banky (likviditu a solventnost).** Banky jakožto základní stavební kameny finančního trhu poskytují úvěry, tedy zprostředkovávají financování firem a jednotlivců (domácností). Banky k tomu využívají buď zdroje uložené klienty v rámci tzv. pasivních operací (vklady klientů) a nebo si je mohou půjčovat na mezibankovním trhu, potažmo mezi sebou navzájem. Protože finanční instituce musí působit věrohodně (hospodaří primárně s cizími zdroji), docházelo zejména v minulosti k tomu, že situace na peněžním trhu byla jiná, než jaká by odpovídala ohlašovaným sazbám – docházelo zejména k podstřelování nabízené úrokové míry a ve výsledku pak i ke snížení IBORové sazby (Hou a Skeie, 2014).

**Ještě větší problém představovala skutečnost, že banky se současně podílejí na tvorbě sazeb IBOR a samy mají své bilanční pozice na tuto sazbu navázané.** Dochází tak ke vzniku morálního hazardu, protože banky by mohly realizovat zisk pomocí finančních instrumentů neboť vyhlášená sazba má přímý vliv na jejich portfolio. Pokud má banka například v portfoliu úrokové swapy<sup>6</sup>, kde vystupuje jako plátce fixní nohy a příjemce variabilní (např. aby se zbavila úrokového rizika na hypotečním portfoliu), pak snížení IBORové sazby snižuje její úrokové výnosy a zvyšuje ztráty.

**Tento systém umožnil manipulaci sazeb. Objevené případy pak vedly k nutnosti sazby reformovat<sup>7</sup>, aby byla obnovena důvěryhodnost a signalizační hodnota této sazby.** Je důležité zdůraznit, že banky mezi sebou komunikovaly, v rámci panelového šetření uváděly záměrně podvodná čísla a současně to ušlo pozornosti bankovního dohledu. Důležitou zásadou je, aby nově byly sazby založeny nikoli na odhadech, ale na skutečných transakcích. Zde však existuje problém, neboť z definice IBORů se jedná o mezibankovní trh nezajištěných depozit, ale reálných transakcí mezi bankami ve skutečnosti moc není. A ještě méně jich je pro výpočet sazeb s různými splatnostmi. Řešením je rozšíření výpočtové základny pro IBORy také na jiné než pouze mezibankovní transakce.

**Reforma referenčních sazeb byla i jedním z doporučení globálního fóra finančních regulátorů FSB (Financial Stability Board).** Důležitým faktorem reformy je zajištění stability financování podnikového sektoru pomocí kapitálových trhů. Aby toho bylo dosaženo, vznikla v rámci legislativního rámce EU regulace BMR (Benchmark regulation), která představuje pravidla pro poskytovatele benchmarků, aby byla zajištěna jednotnost a přesnost napříč EU. U naprosté většiny IBORových sazeb tak došlo k úpravě jejich výpočtu, aby byly s touto regulací v souladu a mohly být i nadále používány.

## Nové referenční sazby

**Končí LIBORové sazby,** neboť současný administrátor těchto sazeb, IBA (ICE Benchmark Administration) oznámil, že nebude nutit ani přemlouvat banky, které jsou v panelovém šetření pro LIBORové sazby, aby po konci roku 2021 zasílaly své odhady nutné pro výpočet současných referenčních sazeb. Tímto rozhodnutím se snaží urychlit přechod k novým alternativním referenčním sazbám. S koncem roku 2021 tak skončí kotování všech sazeb pro britskou libru, japonský jen, švýcarský frank, euro a některé splatnosti amerického dolaru. Aby byla prodloužena přechodná doba, budou v roce 2022 ještě sazby publikovány pro japonský jen a britskou libru se splatností pro jeden, tři a šest měsíců. Tyto kotace však budou platné jen pro dobíhající obchody, nikoli pro ty nové (FCA, 2021).

**Ne každý LIBOR však končí na konci roku 2021.** V některých případech se jedná jen o určité splatnosti. Např. USD LIBOR skončí na konci roku 2021 ve splatnosti týdne a 2 měsíců. Roční pak v polovině roku 2023, kdy ztratí reprezentativnost také splatnosti pro jeden, tři a šest měsíců. Týká se to i známé sazby 3M USD LIBOR. Ten by měl být kótován až do poloviny roku 2023, kdy by měl ztratit reprezentativnost. Je samozřejmě otázkou, jak dlouho bude finančním trhům trvat, než plně přejdou na nové sazby.

**Velké množství IBORových sazeb pokračuje s tím, že byly v posledních letech reformovány.** V mnoha zemích sice vznikly nové referenční sazby, původní IBORy však byly současně zachovány (např. Dánsko, Norsko, Švédsko, Kanada, Brazílie, Rusko)<sup>8</sup>. Souběh obou sazeb umožňuje plynulejší přechod a zvyšuje stabilitu. Důvodem pro zachování IBORů je především dále diskutovaná potřeba finančních trhů mít vpředhledící sazbu. Tato potřeba však omezuje další rozvoj sazeb přes noc.

**Nová referenční sazba ESTER (€STR) nahrazuje doposud používané a existující evropské referenční sazby EONIA a EUR LIBOR.** Poté, co britská FCA oznámila, že dojde k ukončení kotací sazeb LIBOR, vznikly pracovní skupiny, které měly za cíl vytvořit a publikovat nové referenční sazby. Zatímco pracovní skupiny pro jiné měny se snažily vycházet z již existujících bezrizikových sazeb, tak pracovní skupina pro euro zaměřila použití sazby EONIA (the Euro Over Night Index

<sup>6</sup> Jde do dohodu o výměně peněžních toků denominovaných v jedné měně, které jsou odvozeny od pevné nebo pohyblivé báze. Strana A se zavazuje zaplatit straně B dohodnutý pevný úrok ze sjednané jistiny za sjednané období ke sjednaným datům splatnosti a současně se strana B zavazuje zaplatit straně A dohodnutý variabilní úrok ze sjednané jistiny za sjednané období ke sjednaným datům splatnosti.

<sup>7</sup> Nejznámějším příkladem je rozsáhlá, soudem prokázaná manipulace londýnské sazby LIBOR, za kterou banky musely v roce 2012 zaplatit vysoké pokuty, viz např. <https://www.bbc.com/news/business-20767984>. Podle Evropské komise docházelo minimálně mezi roky 2005 a 2008 k manipulaci sazby EURIBOR za což udělila o několik let později vysoké pokuty (Evropská komise, 2013). Manipulace euriboru měla dopad i na koncové zákazníky, viz Rodríguez-López a kol. (2021).

<sup>8</sup> Přehled např. na <https://www.theia.org/sites/default/files/2020-09/20200924-iborsandarrstable.pdf>, či <https://think.ing.com/articles/libor-report-global-libor-overview/>

Average) protože tato sazba nebyla v souladu s evropskou BMR. Došlo k vytvoření nové sazby €STR (the Euro Short-Term Rate). €STR, kterou v roce 2017 ECB vytvořila, má zachycovat informaci, kolik musí banka zaplatit, když si vypůjčí na jeden den peníze od různých finančních protistran bez poskytnutí zajištění. Těmito protistranami mohou být banky, fondy peněžního trhu, investiční nebo penzijní fondy a další finanční aktéři, včetně centrálních bank. V praxi to znamená, že €STR má širší záběr než EONIA nebo EUR LIBOR, neboť ty jsou postaveny pouze na obchodech mezi bankami a dobrovolném reportování. Tento širší rozsah chrání před manipulacemi a díky němu může sazba €STR spolehlivě odrážet cenu, za kterou se v celé eurozóně půjčují peníze bez zajištění. Současně se na rozdíl od sazby EONIA počítá €STR z transakčních dat, které banky musí reportovat v souladu s Money Market Statistical Reporting Regulation, tj. v souladu s BMR.

**Velkým rozdílem mezi původními benchmarky a novými alternativními referenčními sazbami je časový pohled.**

Podstatou mezibankovních IBORových sazeb byla jejich vpředhledičnost. Tedy dopředu bylo jasné, kolik daná sazba je a tím současně sazby zahrnují i kreditní riziko. Tak tomu u alternativních sazeb být nemůže, neboť jsou počítány zpětně a na základě uskutečněných overnight transakcí. Tím, že je sazba počítána zpětně, je dostupná se značným zpožděním. To vytváří ale i nejistotu pro účastníky transakce, která tyto sazby zahrnuje, neboť není dopředu jasné, kolik sazba bude. Nové sazby, které jsou vypočteny pomocí overnight transakcí pak jsou lepším odhadem bezrizikové sazby, neboť právě denní splatnost omezuje kreditní riziko protistrany.

**Tabulka 1 – Přehled výběru z alternativních referenčních sazeb a IBORů.**

(jednotky)

| Měna | Sazba IBOR                                   | Administrátor IBORu  | ARR   | Administrátor ARR                         | Typ         |
|------|--|--|---|---|-------------|
| EUR  | EURO Interbank Offered Rate (EURIBOR), LIBOR | European Money Markets Institute (EMMI), IBA                   | Euro Short term rate (€STR)                                     | European Central bank                     | Nezajištěná |
| USD  | LIBOR  | IBA  | Secured Overnight Financing Rate (SOFR)                         | Federal Reserve Bank of New York (NY Fed) | Zajištěná   |
| GBP  | LIBOR  | IBA  | Sterling Overnight Index Average (SONIA)                        | Bank of England                           | Nezajištěná |
| JPY  | Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR)         | Japanese Bankers Association TIBOR Administrator (JBATA) JBATA | Tokyo Overnight Average Rate (TONA)                             | Bank of Japan                             | Nezajištěná |
| CHF  | London Interbank Offered Rate (LIBOR)        | ICE Benchmark Administration (IBA)                             | Swiss Average Rate Overnight (SARON)                            | SIX Swiss Exchange                        | Zajištěná   |
| CAD  | Canadian Dollar Offered Rate (CDOR)          | Refinitiv  | Canadian Overnight Repo Rate Average (CORRA)                    | Bank of Canada                            | Zajištěná   |
| AUD  | Bank Bill Swap Rate (BBSW)                   | Australian Securities Exchange (ASX)                           | Reserve Bank of Australia Interbank Overnight Cash Rate (AONIA) | Reserve Bank of Australia (RBA)           | Nezajištěná |

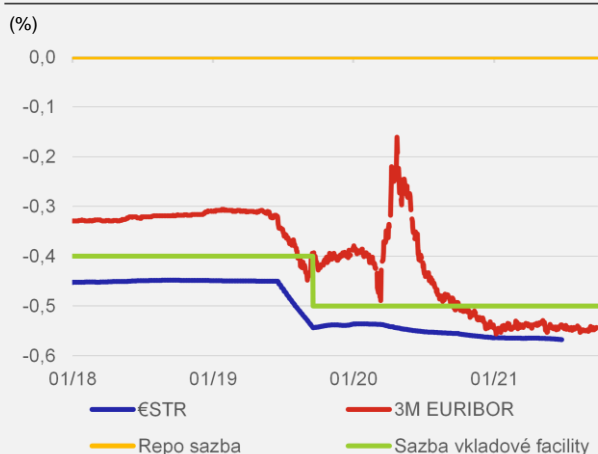
Zdroj: Autor

Pozn.: ARR = alternativní referenční sazba

### Přechod na nové sazby je tedy různý pro jednotlivé měny a jurisdikce, někde došlo k přechodu na zajištěné sazby.

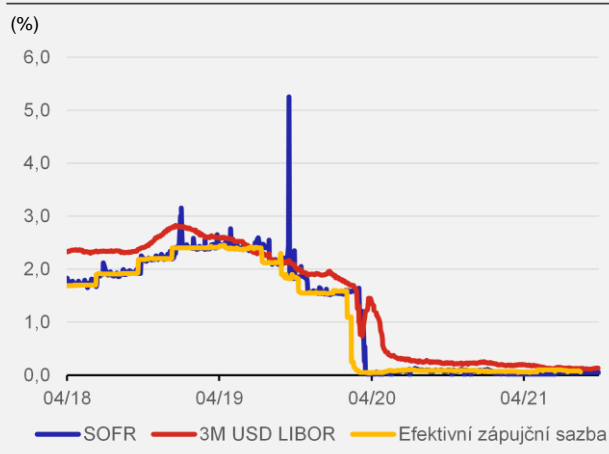
Pro různé trhy si administrátor rovněž volí mezi sazbou postavenou na zajištěných nebo nezajištěných transakcích (Tabulka 1). Zajištěné bezrizikové sazby jsou založeny na finančních transakcích, kde jsou cenné papíry zajišťovacím aktivem. Nezajištěné pak tím pádem znamenají o trochu vyšší riziko při daných transakcích právě z důvodu chybějícího zabezpečení. Reforma mezibankovních sazeb se pak současně snaží tento trh nezajištěných sazeb, po jeho velkém oslabení během finanční krize 2008, zachránit. Protože součástí reformy je i zaměření výpočtu referenčních sazeb na uskutečněné transakce, jsou sazby např. pro americký dolar a švýcarský frank počítány ze zajištěných transakcí právě s ohledem na hloubku trhu.

#### Graf 2 – Historický vývoj klíčových sazeb pro EUR



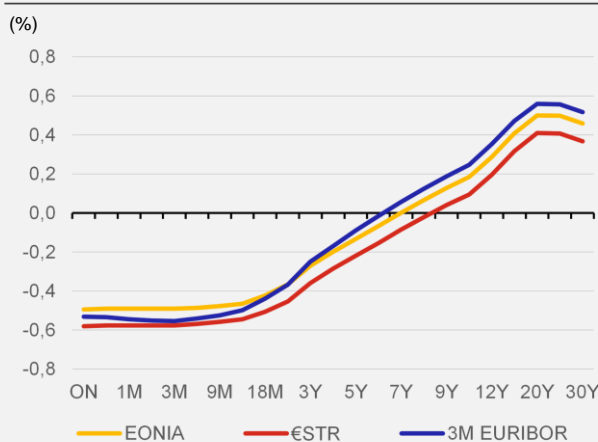
Zdroj: Bloomberg

#### Graf 3 – Historický vývoj klíčových sazeb pro USD



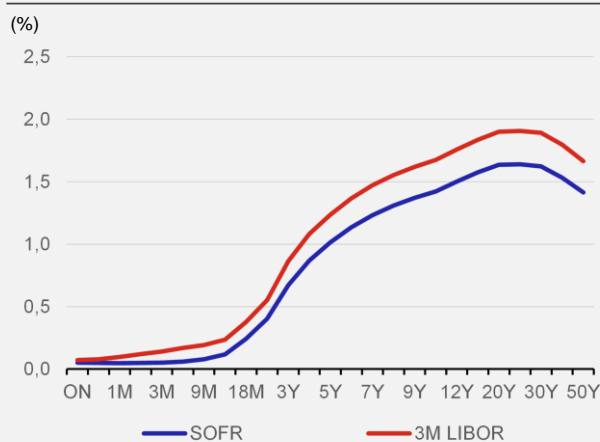
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

#### Graf 4 – Výhled pro klíčové sazby pro EUR



Zdroj: Refinitiv

#### Graf 5 – Výhled pro klíčové sazby pro USD



Zdroj: Refinitiv

**Změna sazeb má dopad na všechny finanční instituce,** neboť tyto sazby jsou používány pro účetní potřeby. Dle mezinárodních pravidel finančního výkaznictví IFRS i AIS, zejména u výpočtu opravných položek nebo při oceňování položek v bilanci dle jejich skutečné hodnoty, je nutné brát v potaz budoucí vývoj finančních toků. Pro diskontování se pak používají často právě referenční sazby. Tedy i pokud daná instituce nemá ve své bilanci žádné instrumenty přímo založené či odvozené od IBORových sazeb, je povinná tyto sazby pro účetní účely používat. Tím, že dochází k jejich změně, musí to být adekvátně reflektováno nejen při jednorázovém přecenění, ale také při budoucím vedení výkaznictví. (Pwc, 2018)

Grafy 2 a 3 zachycují historický vývoj klíčových sazeb pro euro a americký dolar a grafy 4 a 5 pak výhled pro klíčové sazby. Nové referenční sazby, které jsou současně velmi krátké, jsou velmi blízko centrální bankou vyhlášených sazeb. Centrální bankou vylášená sazba, zpravidla tvoří spodní hranici velmi krátkých sazeb (over-night)<sup>9</sup>. Graf také ukazuje, jak je velká zmíněná riziková a likvidní prémie mezi sazbami přes noc a 3 měsíce. Současně je volatilita těchto sazeb nižší, nežli u sazeb s delší splatností.

<sup>9</sup> Výjimkou je např. situace v Evropě, kde je pro ECB hlavní měnově politickou sazbou 1T refinanční repo sazba.

**S ohledem na existující kontrakty není možné, aby došlo k náhlé změně a současně by rychlý zlom destabilizoval finanční trhy.** Přechod na nové sazby byl nejen dopředu oznámen a následně i prodloužen, v rámci reformy pak došlo k prodloužení existence některých splatností původních referenčních sazeb. Současně se pro smlouvy, které budou platit i po konci kótování těchto sazeb zavádí záložní sazby, tzv. „fallback rates“, které jsou do nových finančních kontraktů rovněž zahrnovány. Jedná se o zjednodušený výpočet založený na historickém vztahu nových a původních sazeb (spreadu)<sup>10</sup>. Protože původní IBORové sazby mají svoji časovou strukturu (např. 3 měsíce), zatímco nové referenční sazby jsou postaveny na transakcích přes noc, je nutné vytvořit srovnatelnou sazbu pomocí složeného úročení ARR (adjusted reference rate). ARR je vytvořena pomocí indexů úrokových swapů, které přidávají časovou dimenzi k overnight referenčním sazbám. Fallback rates tak budou součtem spreadu a ARR. Podobně jako podkladové alternativní referenční sazby budou i fallbacky dostupné se zpožděním, tedy nikoli dopředu, ale vždy na konci platnosti daného kontraktu.

**Finanční kontrakty jsou postupně doplňovány o „fallback language“.** Od okamžiku oznámení ukončení sazeb LIBOR jsou účastníci trhu nabádáni k tomu, aby si ověřili do jaké míry jsou smlouvy ošetřeny proti zrušení referenčních sazeb. Existence fallback rates je důležitá pro plynulý přechod a stabilitu finančních trhů. Právě s ohledem na vysokou míru používání některých LIBORů budou tyto sazby počítány i v roce 2022 s tím, že mohou být použity pouze pro dobíhající kontrakty. Záložní sazby vychází z dokumentů ISDA (International Swaps and Derivatives Association) z roku 2020<sup>11</sup>.

### Eurové referenční sazby

**Zajímavá se jeví situace v Evropě pro eurové referenční sazby, kde zůstává v platnosti nejpoužívanější referenční sazba EURIBOR.** Sazba EUR LIBOR končí společně s dalšími na konci roku 2021. Trh však již měl a stále má alternativní referenční sazbu pro euro, kterým je EURIBOR. EURIBOR (the Euro Interbank Offered Rate) je referenční sazbou publikovanou EMMI (European Money Markets Institute) počítanou pro splatnosti v délce 1 týdne až několika měsíců, jedná se tedy podobně jako u sazeb LIBOR o vpředhledící sazbu. EMMI v únoru 2019 zveřejnila návrh úpravy EURIBORu tak, aby sazba byla v souladu s BMR. Úpravy spočívaly především v hybridním přístupu k výpočtu sazby. Kombinují se tedy dostupné transakce jak jen je to možné s modelovým přístupem a odhady. Tím, že došlo k této transformaci, se EURIBOR stal způsobilým pro další působení z hlediska BMR.

**Euro má tedy dvě sazby, čímž vzniká otázka, kterou sazbu používat.** Na jednu stranu se regulátoři snaží

motivovat k přechodu na bezrizikové sazby, tedy i €STR, EURIBOR je platnou a pokračující alternativou. Většina účastníků trhu vnímá vpředhledící sazby jako esenciální a potřebné jak zjistila pracovní skupina pro euro. Na základě tohoto zjištění byla publikována metodologie, která by vytvořila vpředhledící sazby postavené na €STR. Nicméně pro vznik takové sazby by byla potřeba dostatečná likvidita na trhu s deriváty. Došlo tedy pouze k tomu, že pokud by někdy měl být EURIBOR zrušen, pak by tato metoda mohla být použita jako jeho náhrada ve smlouvách navázaných na EURIBOR.

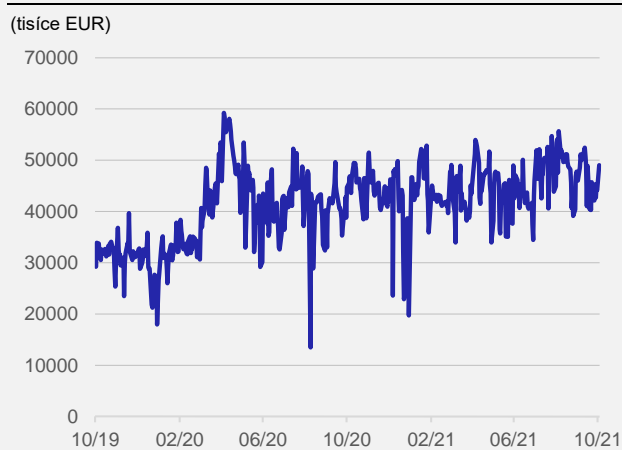
**Konec EURIBORu se zatím neplánuje, ale nedá se vyloučit.** Zatím regulátoři podporují udržitelnost EURIBORu právě s ohledem na jeho vpředhledičnost. Otázkou je ale udržitelnost právě hybridní metodologie jeho výpočtu. FCA před tím, než oznámila konec LIBORu, diskutovala hybridní metodologii pro jeho výpočet, ale došla k závěru, že taková metoda je neudržitelná s ohledem na nedostatečnost uskutečněných transakcí. Podobný vývoj u EURIBORu nemůže být vyloučen. Bude záležet čistě na tom, jak moc bude která sazba používaná na finančních trzích.

### Závěr

**Konec roku 2021 bude rovněž znamenat konec éry důležitých referenčních sazeb LIBOR.** Úplný konec nastane ještě trochu později, ale pro nové obchody se jedná o historický milník, neboť LIBORové sazby nebude možné používat v nových finančních derivátech. Přechod na nové sazby se jeví jako plynulý, neboť data z finančních trhů nevykazují nárůst volatility ani v původních IBORech, ani v nových sazbách.

**Mezi novými referenčními sazbami a původními LIBORy jsou tři základní rozdíly.** Prvním rozdílem je, že nové referenční sazby jsou založeny na uskutečněných transakcích, nikoli na průzkumech a odborných odhadech. Druhým důležitým rozdílem je jejich časový pohled. Nové sazby nemají vpředhledící charakter, což původní LIBOR sazby měly.

Graf 6 – €STR objemy



Zdroj: Bloomberg

<sup>10</sup> Spread se počítá na základě 5letého mediánu a představuje kreditní prémii.

<sup>11</sup> <https://www.isda.org/protocol/isda-2020-ibor-fallbacks-protocol/>

Právě s ohledem na časovou strukturu je tu třetí rozdíl a to, že nové benchmarkové sazby jsou mnohem blíže bezrizikovým sazbám, tedy riziková prémie ani likviditní prémie v nich na rozdíl od IBORů s delší splatností není obsažena. Tento rozdíl, neboli spread, pak slouží pro zjednodušený výpočet fallbackových sazeb.

**Specifická je situace pro euro, kdy nadále zůstává v platnosti EURIBOR, který má stejné vlastnosti jako LIBORové sazby a vedle něj vznikla €STR.** Účastníci trhu si tak mohou vybrat, jakou sazbu pro své transakce budou používat a jednou možná dojde ke zrušení vpředhledícího EURIBORu. S ohledem na priority (např. Evropské komise) je tato situace zatím v nedohlednu.

### Zdroje

Duffie, D., & Stein, J. C. (2015). Reforming LIBOR and other financial market benchmarks. *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 191-212.

Euro Working Group (2019), únor

Evropská komise (2013), Antitrust: Commission fines banks € 1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivatives industry (Amended). Press release IP 13-1208\_in, Brussels, 4. prosinec. Dostupné na [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_13\\_1208](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_13_1208).

FCA (2021). „Further arrangements for the orderly wind-down of LIBOR at end-2021“, Financial Conduct Authority, 29. září 2021, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/further-arrangements-orderly-wind-down-libor-end-2021>

Hou, D., & Skeie, D. R. (2014). LIBOR: Origins, economics, crisis, scandal, and reform. FRB of New York Staff Report, (667).

Mollenkamp, Carrick. 2008. „Bankers Casr Doubt on Key Rate Amid Crisis.“ *Wall Street Journal*, April 16, 2008.

PWC (2018). „Financial reporting impacts from replacement of LIBOR and other interbank offered rates“, Prosinec 2018, 2018-04, <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/pwc-financial-reporting-impacts-from-replacement-of-libor-and-other-interbank-offered-rates-pwc-in-depth.pdf>

Rodríguez-López, A., Fernández-Abascal, H., Maté-García, J. J., Rodríguez-Fernández, J. M., Rojo-García, J. L., & Sanz-Gómez, J. A. (2021). Evaluating Euribor Manipulation: Effects on Mortgage Borrowers. *Finance Research Letters*, 40, 101795.

### Klíčová slova

Mezibankovní sazby, měnová politika, referenční sazby, reforma LIBOR

### JEL Klasifikace

E58, F31, F41

## A1. Změna predikcí pro rok 2021

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

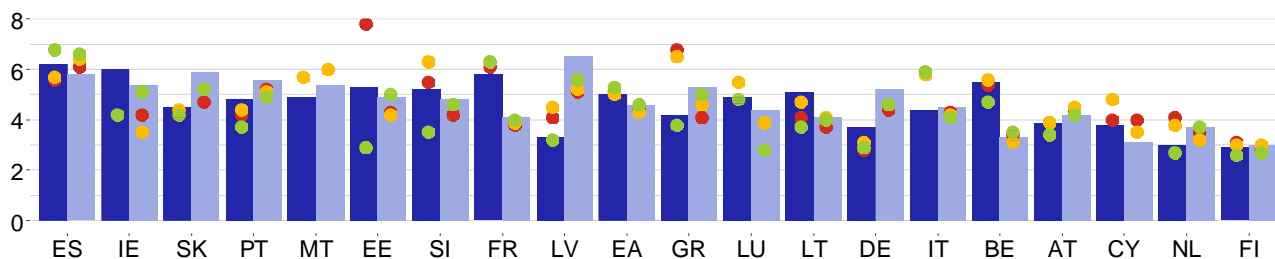
## A2. Změna predikcí pro rok 2022

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

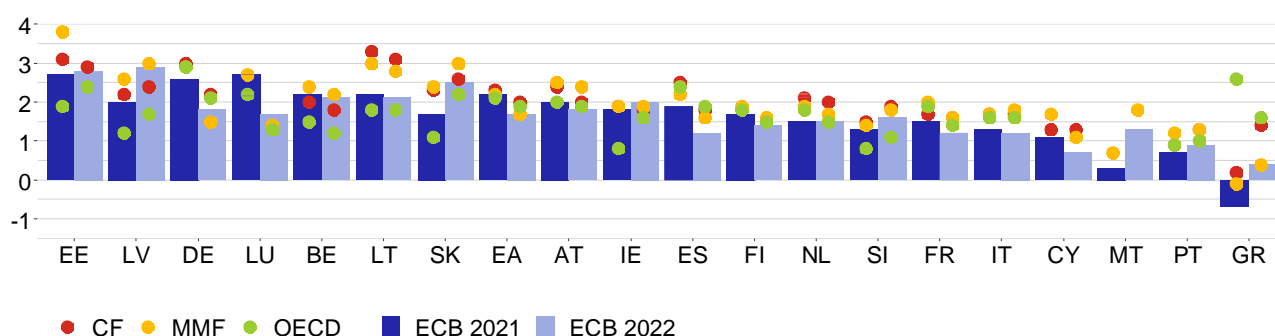


### A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



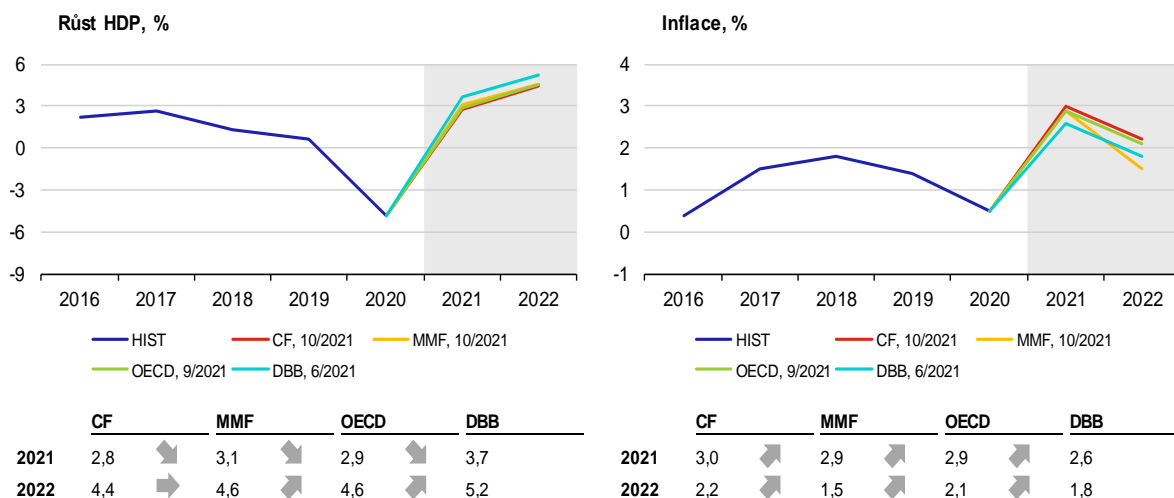
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



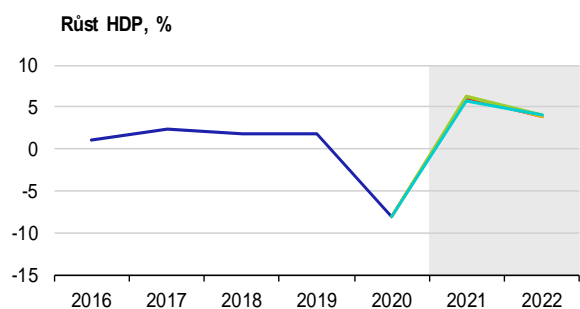
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

#### Německo

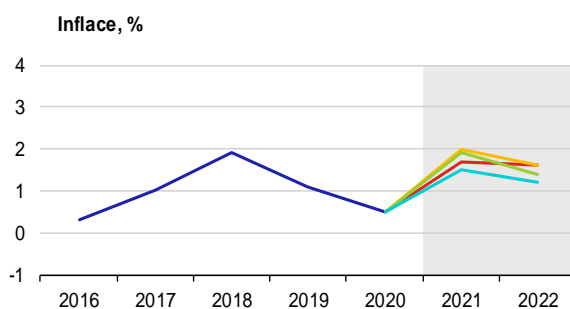


## Francie



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

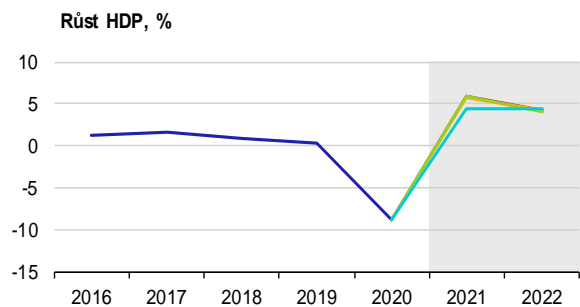
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 6,1 | 6,3 | 6,3  | 5,8 |
| 2022 | 3,8 | 3,9 | 4,0  | 4,1 |



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

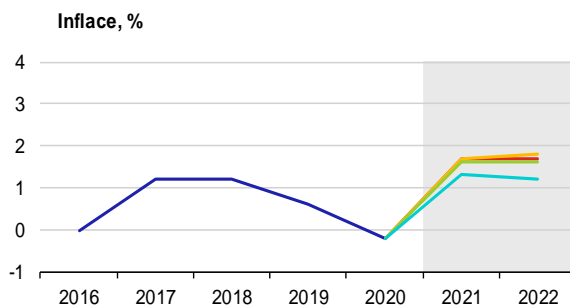
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,7 | 2,0 | 1,9  | 1,5 |
| 2022 | 1,6 | 1,6 | 1,4  | 1,2 |

## Itálie



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

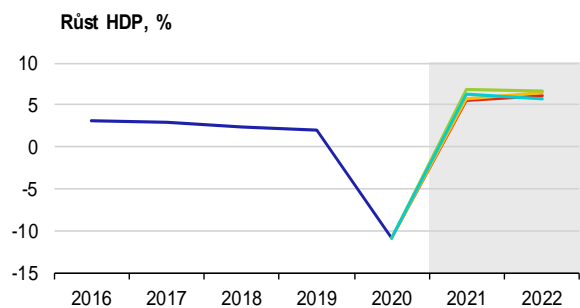
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 5,9 | 5,8 | 5,9  | 4,4 |
| 2022 | 4,3 | 4,2 | 4,1  | 4,5 |



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

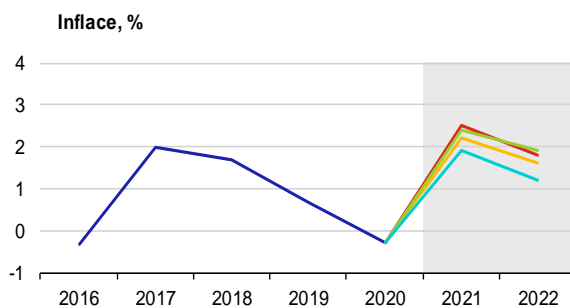
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,7 | 1,7 | 1,6  | 1,3 |
| 2022 | 1,7 | 1,8 | 1,6  | 1,2 |

## Španělsko



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

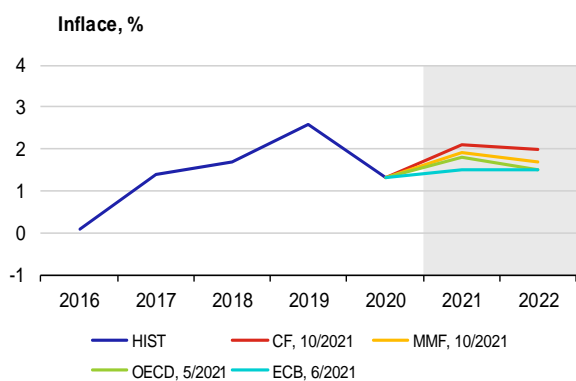
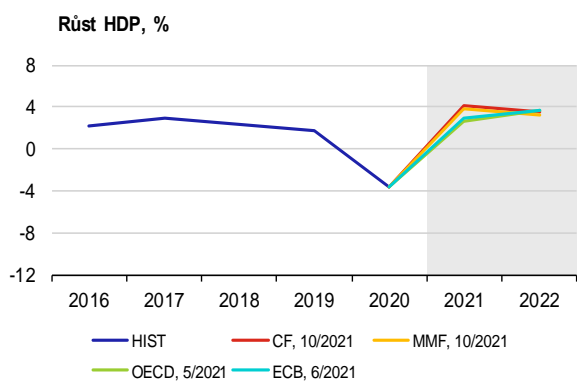
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 5,6 | 5,7 | 6,8  | 6,2 |
| 2022 | 6,1 | 6,4 | 6,6  | 5,8 |



— HIST — CF, 10/2021 — MMF, 10/2021  
— OECD, 9/2021 — ECB, 6/2021

|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,5 | 2,2 | 2,4  | 1,9 |
| 2022 | 1,8 | 1,6 | 1,9  | 1,2 |

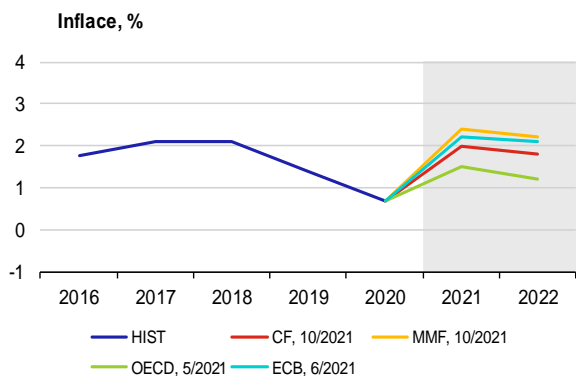
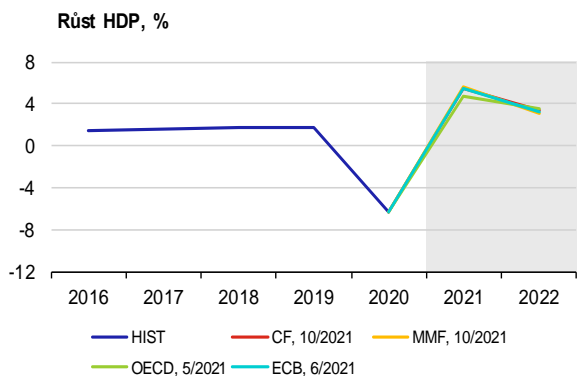
## Nizozemsko



|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,1 | 3,8 | 2,7  | 3,0 |
| 2022 | 3,5 | 3,2 | 3,7  | 3,7 |

|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,1 | 1,9 | 1,8  | 1,5 |
| 2022 | 2,0 | 1,7 | 1,5  | 1,5 |

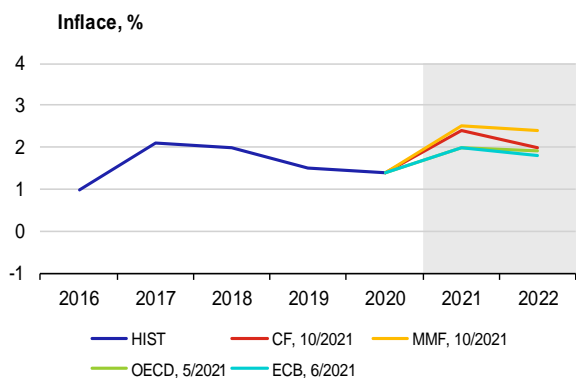
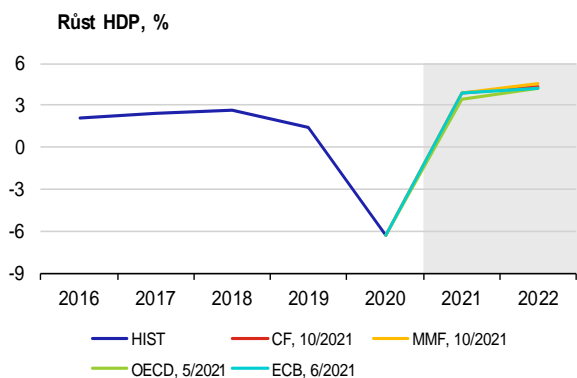
## Belgie



|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 5,4 | 5,6 | 4,7  | 5,5 |
| 2022 | 3,4 | 3,1 | 3,5  | 3,3 |

|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,0 | 2,4 | 1,5  | 2,2 |
| 2022 | 1,8 | 2,2 | 1,2  | 2,1 |

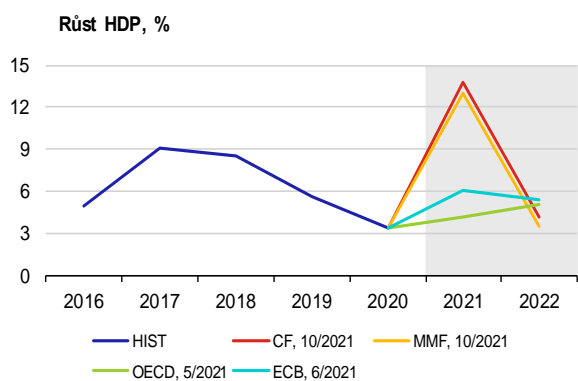
## Rakousko



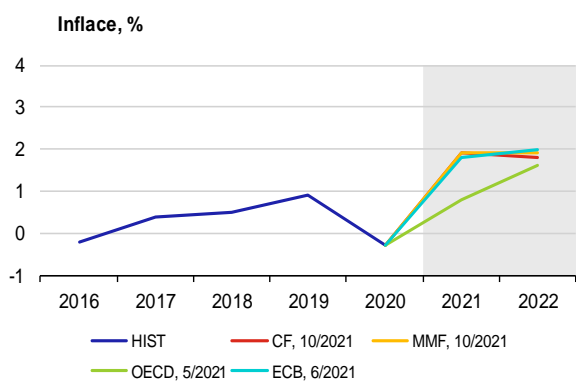
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 3,9 | 3,9 | 3,4  | 3,9 |
| 2022 | 4,3 | 4,5 | 4,2  | 4,2 |

|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,4 | 2,5 | 2,0  | 2,0 |
| 2022 | 2,0 | 2,4 | 1,9  | 1,8 |

## Irsko

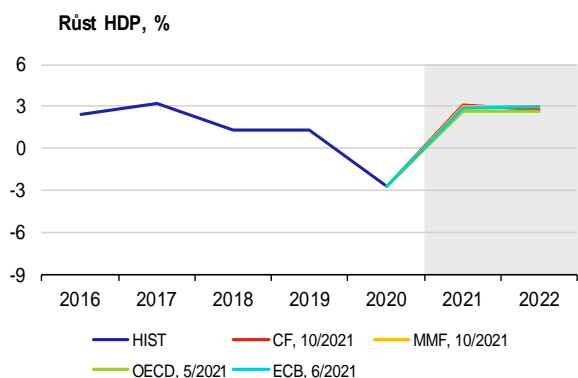


|      | CF   | MMF  | OECD | ECB |
|------|------|------|------|-----|
| 2021 | 13,8 | 13,0 | 4,2  | 6,0 |
| 2022 | 4,2  | 3,5  | 5,1  | 5,4 |

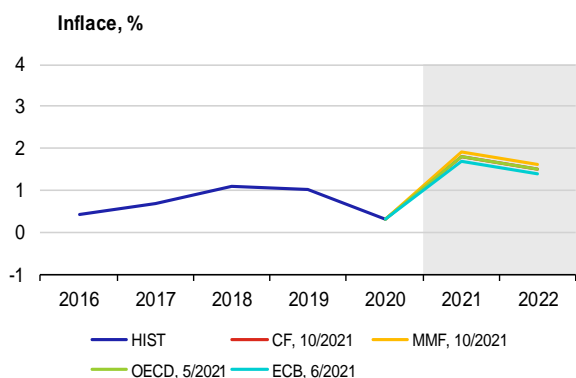


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,9 | 1,9 | 0,8  | 1,8 |
| 2022 | 1,8 | 1,9 | 1,6  | 2,0 |

## Finsko

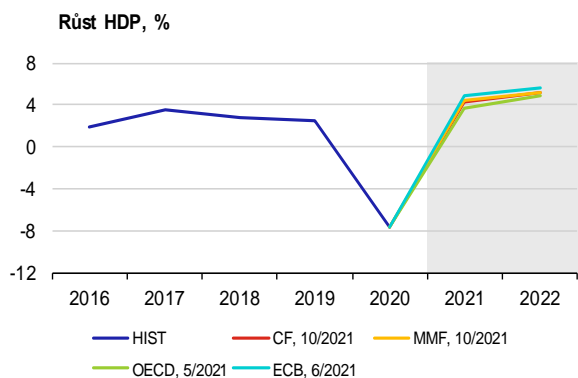


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 3,1 | 3,0 | 2,6  | 2,9 |
| 2022 | 2,8 | 3,0 | 2,7  | 3,0 |

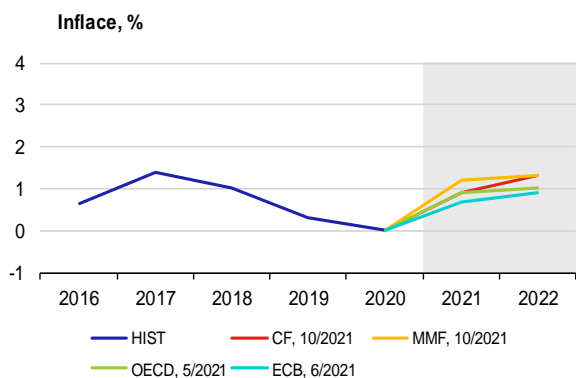


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,8 | 1,9 | 1,8  | 1,7 |
| 2022 | 1,5 | 1,6 | 1,5  | 1,4 |

## Portugalsko

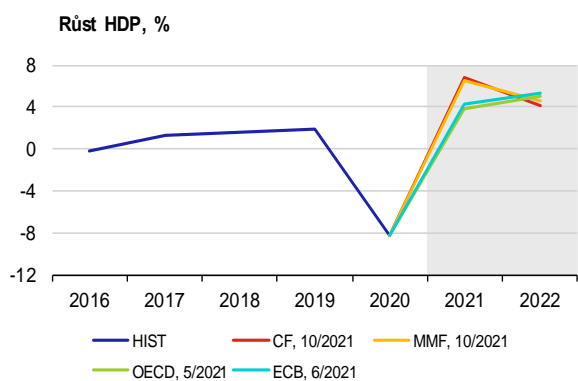


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,2 | 4,4 | 3,7  | 4,8 |
| 2022 | 5,2 | 5,1 | 4,9  | 5,6 |

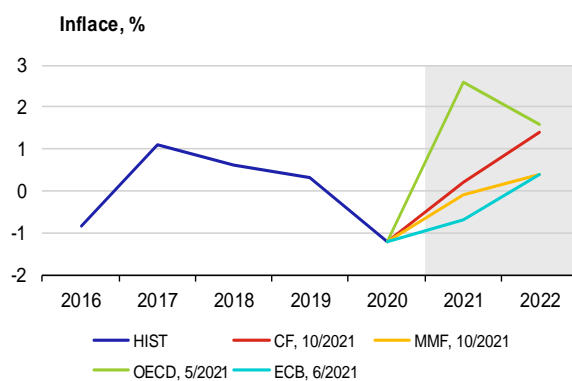


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 0,9 | 1,2 | 0,9  | 0,7 |
| 2022 | 1,3 | 1,3 | 1,0  | 0,9 |

## Řecko

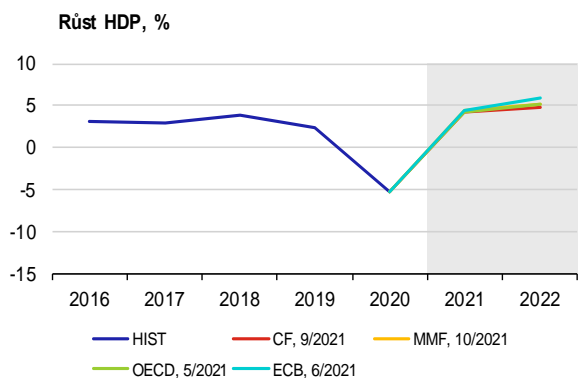


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 6,8 | 6,5 | 3,8  | 4,2 |
| 2022 | 4,1 | 4,6 | 5,0  | 5,3 |

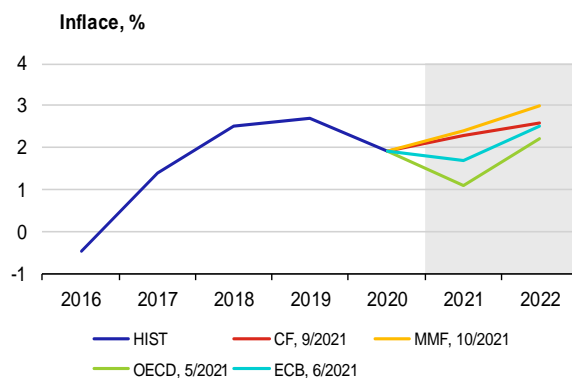


|      | CF  | MMF  | OECD | ECB  |
|------|-----|------|------|------|
| 2021 | 0,2 | -0,1 | 2,6  | -0,7 |
| 2022 | 1,4 | 0,4  | 1,6  | 0,4  |

## Slovensko

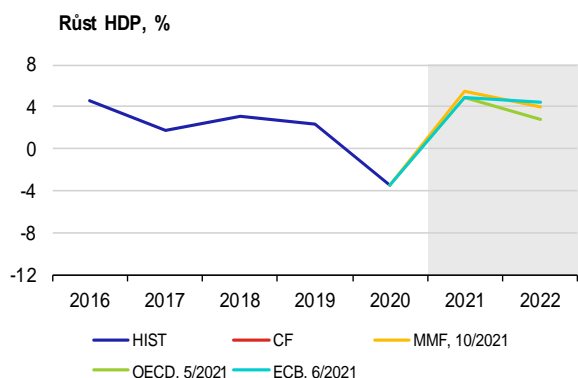


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,3 | 4,4 | 4,2  | 4,5 |
| 2022 | 4,7 | 5,2 | 5,2  | 5,9 |

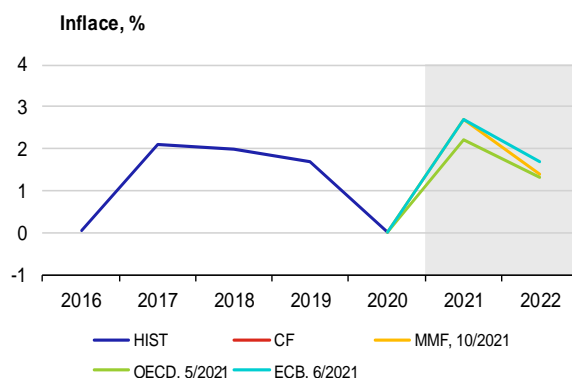


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,3 | 2,4 | 1,1  | 1,7 |
| 2022 | 2,6 | 3,0 | 2,2  | 2,5 |

## Lucembursko

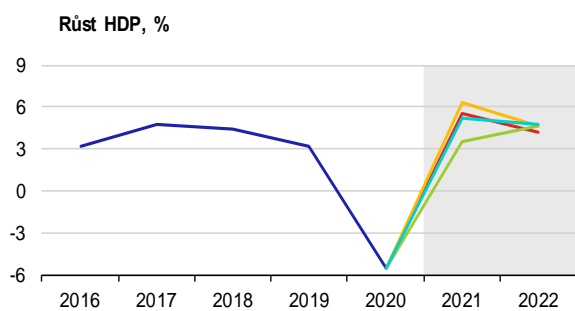


|      | CF    | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-----|
| 2021 | n. a. | 5,5 | 4,8  | 4,9 |
| 2022 | n. a. | 3,9 | 2,8  | 4,4 |

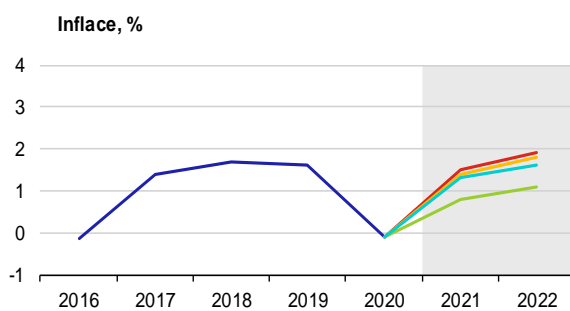


|      | CF    | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-----|
| 2021 | n. a. | 2,7 | 2,2  | 2,7 |
| 2022 | n. a. | 1,4 | 1,3  | 1,7 |

## Slovensko

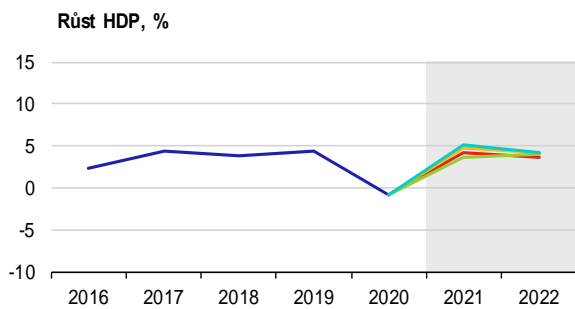


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 5,5 | 6,3 | 3,5  | 5,2 |
| 2022 | 4,2 | 4,6 | 4,6  | 4,8 |

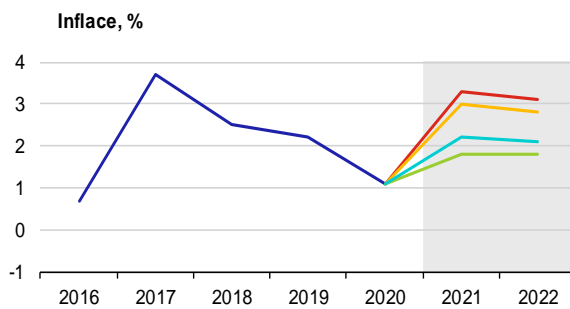


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 1,5 | 1,4 | 0,8  | 1,3 |
| 2022 | 1,9 | 1,8 | 1,1  | 1,6 |

## Litva

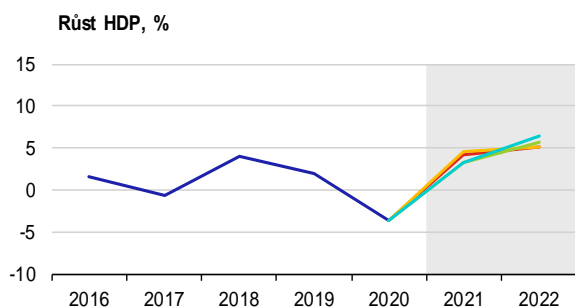


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,1 | 4,7 | 3,7  | 5,1 |
| 2022 | 3,7 | 4,1 | 4,0  | 4,1 |

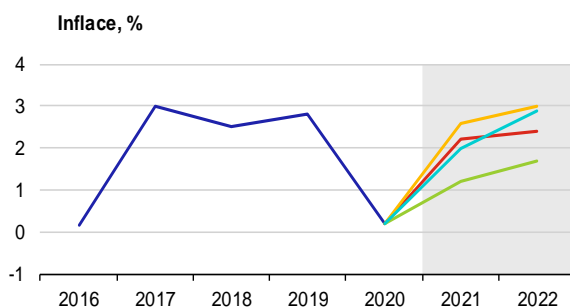


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 3,3 | 3,0 | 1,8  | 2,2 |
| 2022 | 3,1 | 2,8 | 1,8  | 2,1 |

## Lotyšsko



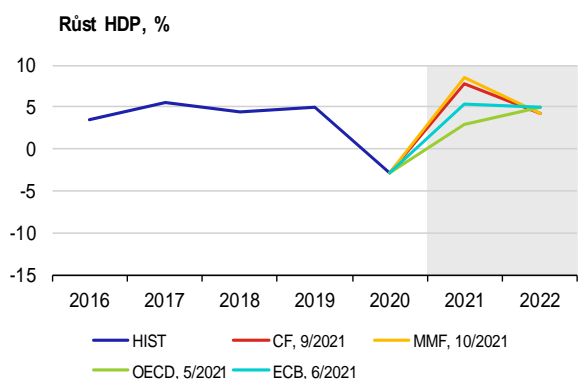
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,1 | 4,5 | 3,2  | 3,3 |
| 2022 | 5,1 | 5,2 | 5,6  | 6,5 |



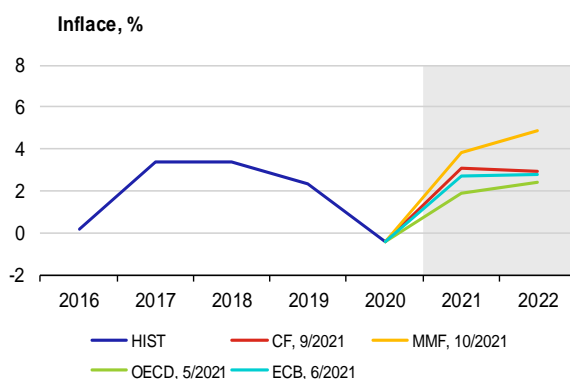
|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 2,2 | 2,6 | 1,2  | 2,0 |
| 2022 | 2,4 | 3,0 | 1,7  | 2,9 |



## Estonsko

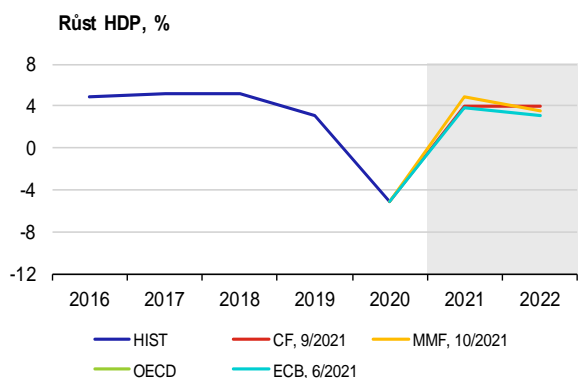


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 7,8 | 8,5 | 2,9  | 5,3 |
| 2022 | 4,3 | 4,2 | 5,0  | 4,9 |

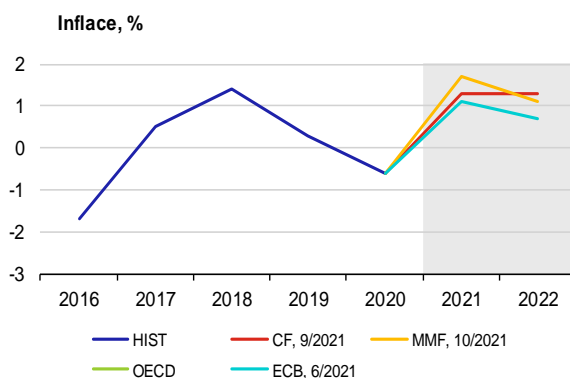


|      | CF  | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 3,1 | 3,8 | 1,9  | 2,7 |
| 2022 | 2,9 | 4,9 | 2,4  | 2,8 |

## Kypr

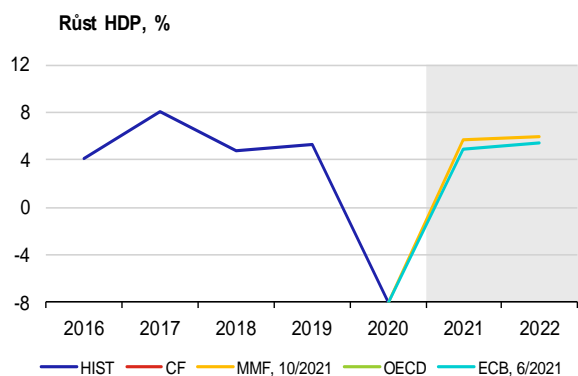


|      | CF  | MMF | OECD  | ECB |
|------|-----|-----|-------|-----|
| 2021 | 4,0 | 4,8 | n. a. | 3,8 |
| 2022 | 4,0 | 3,5 | n. a. | 3,1 |

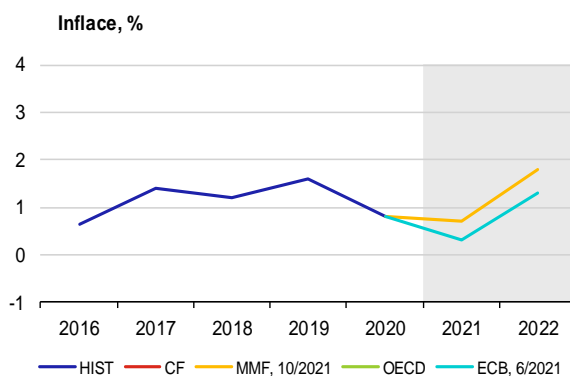


|      | CF  | MMF | OECD  | ECB |
|------|-----|-----|-------|-----|
| 2021 | 1,3 | 1,7 | n. a. | 1,1 |
| 2022 | 1,3 | 1,1 | n. a. | 0,7 |

## Malta



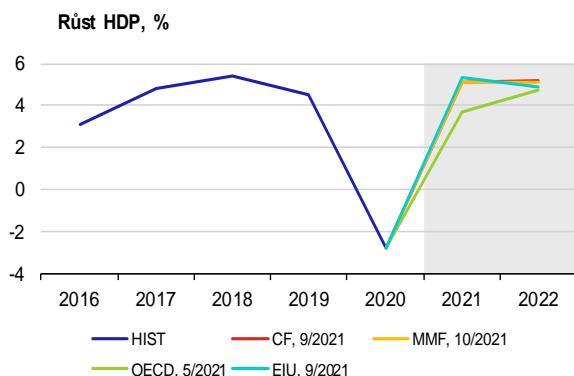
|      | CF    | MMF | OECD  | ECB |
|------|-------|-----|-------|-----|
| 2021 | n. a. | 5,7 | n. a. | 4,9 |
| 2022 | n. a. | 6,0 | n. a. | 5,4 |



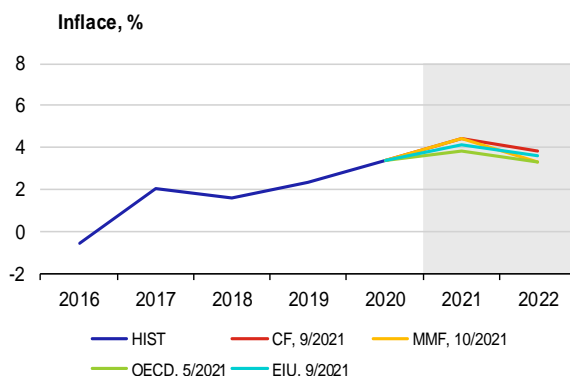
|      | CF    | MMF | OECD  | ECB |
|------|-------|-----|-------|-----|
| 2021 | n. a. | 0,7 | n. a. | 0,3 |
| 2022 | n. a. | 1,8 | n. a. | 1,3 |

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

### Polsko

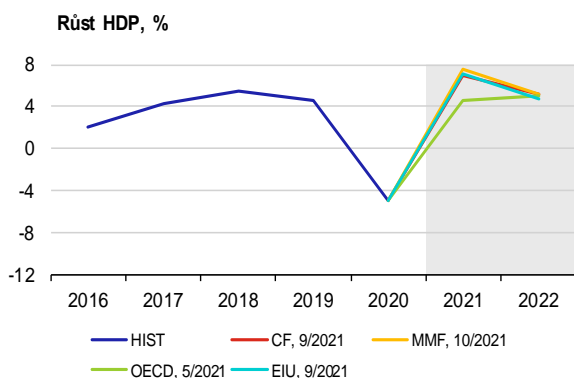


|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 5,1 | 5,1 | 3,7  | 5,3 |
| 2022 | 5,2 | 5,1 | 4,7  | 4,9 |

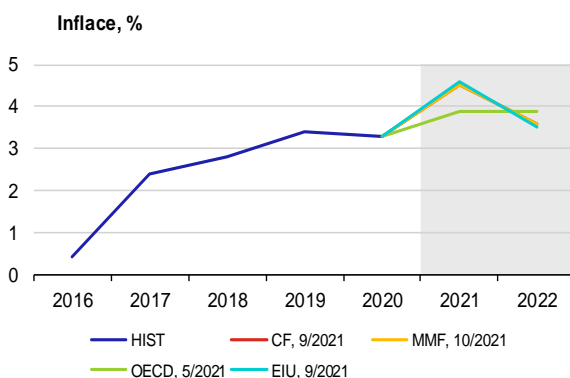


|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,4 | 4,4 | 3,8  | 4,1 |
| 2022 | 3,8 | 3,3 | 3,3  | 3,6 |

### Maďarsko

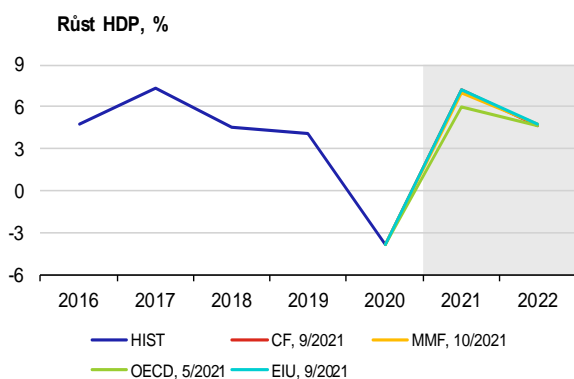


|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 7,0 | 7,6 | 4,6  | 7,1 |
| 2022 | 5,1 | 5,1 | 5,0  | 4,7 |

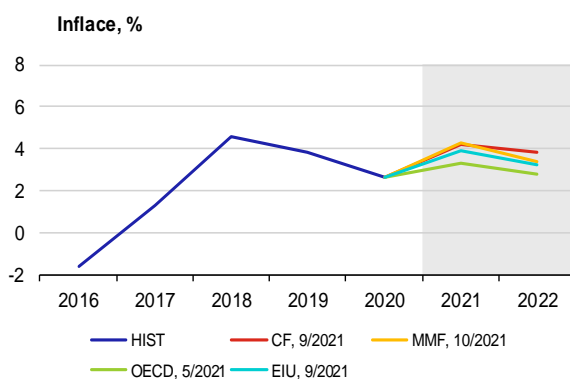


|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,5 | 4,5 | 3,9  | 4,6 |
| 2022 | 3,6 | 3,6 | 3,9  | 3,5 |

### Rumunsko



|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 7,2 | 7,0 | 6,0  | 7,2 |
| 2022 | 4,6 | 4,8 | 4,6  | 4,7 |



|      | CF  | MMF | OECD | EIU |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2021 | 4,2 | 4,3 | 3,3  | 3,9 |
| 2022 | 3,8 | 3,4 | 2,8  | 3,2 |

## A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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