

Globální ekonomický výhled

— prosinec 2021



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Výběr z eurozóny – Rakousko	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 Výběr ze zemí – Turecko	9
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	10
IV. Vývoj na komoditních trzích	11
IV.1 Ropa	11
IV.2 Ostatní komodity	12
V. Zaostřeno na...	13
Evropský plán obnovy a jeho význam pro budoucnost evropské integrace	13
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2021	21
A2. Změna predikcí pro rok 2022	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

10. prosince 2021

Sběr dat CF

6. prosince 2021

Datum publikace GEVu

17. prosince 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 první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

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

I. Úvod

Covid-19 je již ve variantě omikron, snad bude řecká abeceda stačit... Epidemie covid-19 nabrala s blížící se zimou opět na síle. Nepatrnou nadějí jsou aktuální náznaky poklesu vysokého počtu nakažených. Blížící se konec roku vybízí i k ekonomickému bilancování a vyhlídkám do budoucna. Klesající tempo hospodářského růstu bude v řadě vyspělých zemí v následujících dvou letech realitou. Nejnovější náhled do budoucnosti přináší prosincová prognóza [OECD](#). Její výhledy pro příští rok jsou velmi podobné názorům analytiků Consensus Forecasts (viz tabulka). Pro rok 2023 OECD očekává růst HDP v eurozóně 2,5 %, Německu a USA 2,4 %, UK 2,1 % a Japonsku jen 1,1 %. U vývoje inflace by postupně mělo rovněž dojít ke zklidnění. Spotřebitelská inflace by za rok 2023 měla klesnout k přijatelnějším úrovním (eurozóna 1,8 %, Německo

Prosincový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

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

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

2,2 %, USA 2,5 %, UK 2,4 % a Japonsko jen 0,8 %). Nicméně, aktuálně silné inflační tlaky, které lámou historické rekordy, jsou stále realitou. Přetrvávajícími faktory jsou narušené globální dodavatelské řetězce, efekty masivních fiskálních stimulů vlád, úspory plynoucí z odložené spotřeby domácností (zejména ve vyspělých zemích) a výrazný růst cen komodit a energií na světových trzích. Znepokojivě je vnímána aktuální dynamika a dosažená rekordní úroveň cen emisních povolenek a spojený

cenový vývoj plynu a elektrické energie, který jako by postrádal reálnou podstatu a spíše odrážel rostoucí geopolitické napětí s nenulovou hrozbou vojenského konfliktu na Ukrajině.

Prosincová jednání Fedu a ECB ukazují, jak rozdílně vidí zvyšování úrokových sazeb. Reakce amerického Fedu se vzhledem k vztlínající inflaci (v listopadu již 6,8 %), očekává bezprostředně po ukončení taperingu na počátku léta 2022. ECB stále a vytrvale akcentuje přechodnost stávajících inflačních tlaků, přičemž na nejbližším jednání rady guvernérů se očekává navýšení standardního programu APP, a to po ukončení pandemického programu v březnu 2022. Zvyšování úrokových sazeb v eurozóně by tak mohlo nastat nejdříve v roce 2023.

Výhled spotřebitelské inflace byly oproti listopadu, podobně jako v minulých měsících, všeobecně přehodnoceny vzhůru, a to jak pro končící letošní, tak příští rok. Inflační tlaky nepolevují a je otázkou, kdy skutečně odezní.

Americký dolar bude dle prosincového CF v ročním i dvouletém horizontu oslabovat oproti měnám námi sledovaných rozvinutých ekonomik (euro, britská libra, japonský jen). Oproti čínskému žen-min-pi bude kolísat. Předpověď CF pro **cenu ropy Brent** v ročním horizontu se oproti minulému měsíci posunula mírně níže na hodnotu necelých 72 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.

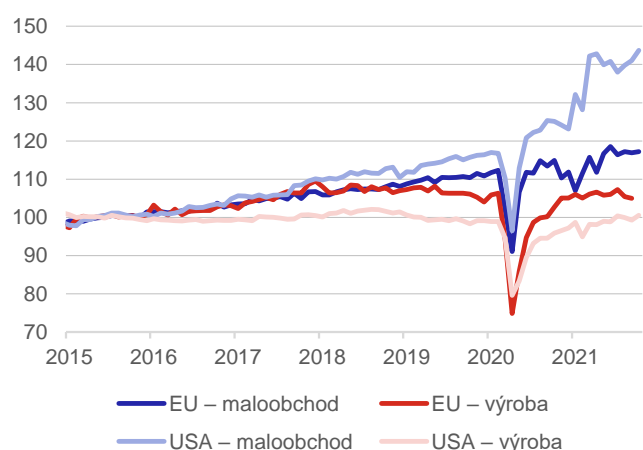
Graf aktuálního čísla zachycuje rozdílné chování spotřebitelů v USA a EU. Zatímco v USA maloobchodní prodeje prudce rostou a současně velmi rychle rostou i ceny, v EU se prodeje vrátili na trajektorii před pandemií. V USA roste i celková spotřeba a to na úkor služeb. Průmyslová výroba se v obou uvedených ekonomikách dostala zhruba na předpandemickou úroveň, stále to však nestačí pro uspokojení vysoké poptávky, což neustále tlačí ceny vzhůru. Celý letošní rok tak pozorujeme neutichající inflační tlaky.

Aktuální číslo dále přináší tematický článek

[„Evropský plán obnovy a jeho význam pro budoucnost evropské integrace“](#).

Článek poskytuje bližší pohled na trojí význam tzv. evropského plánu na podporu oživení (NGEU). Jedná se o největší rozpočtové sdílení v dějinách EU, dále o novinky na evropských finančních trzích a konečně nástroje pro transformaci evropské ekonomiky. V kontrastu s dřívějšími společnými finančními nástroji ale plán nevytváří dvourychlostní Evropu, protože se týká skutečně všech členů EU a ne pouze eurozóny.

Vývoj maloobchodních prodejů a průmyslové produkce v EU a USA, index 2015 = 100



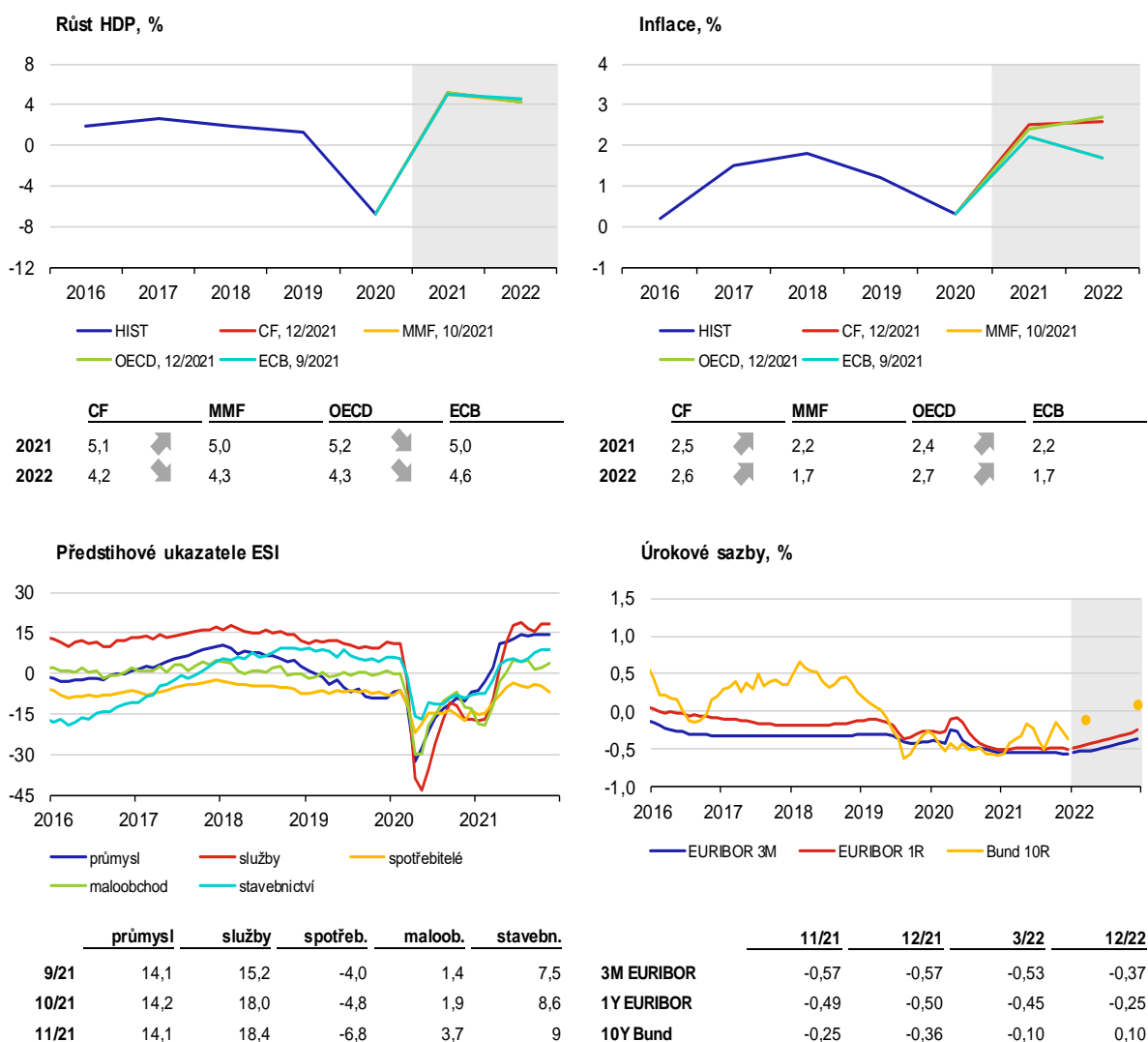
Zdroj: St. Louis Fed (FRED), Eurostat, výpočet autorů
Pozn.: Sezónně očištěná data

II.1 Eurozóna

Další vlna pandemie v evropských zemích se oproti minulosti nese ve znamení menších ekonomických ztrát.

Španělsko, Itálie či Francie hlásí více než 70% proočkovanost celkové populace, zatímco Německo se této hranici přibližuje a navíc velmi rychle aktuálně očkuje třetí dávkou. Země s nižší proočkovaností bohužel musely přistoupit k omezením, ať již plošného (Rakousko, Slovensko) nebo regionálního (Německo) charakteru. Uzavírky a s tím související omezení spotřeby potáhnou eurozónu dolů, stejně jako přetrvávající potíže v dodavatelských řetězcích. Oproti předchozím vlnám však dojde v závěru roku jen ke zpomalení, protože si spotřebitelé na složitou kovidou situaci zvykli a v řadě velkých ekonomik k žádným ekonomickým omezením nepřistoupili. Maloobchodní prodeje v eurozóně v říjnu ještě lehce dokonce rostly, ale listopadový indikátor důvěry spotřebitelů již naznačuje zhoršení. Podobně i situace v průmyslu se v říjnu pravděpodobně zlepšila, zejména díky obnoveným dodávkám čipů pro automobilový průmysl. Více stabilní situaci v průmyslu eurozóny potvrzuje i listopadové šetření PMI. Těžké časy německého či rakouského průmyslu vyvažuje rychlá expanze italských podniků. Při relativně slušné poptávce a omezených dodávkách vstupů ale dál roste tlak na prodejní ceny, což při očekávaném vývoji cen komodit (zejména plynu a elektřiny) znamená jen další zdražování v průmyslu.

Výhled pro spotřebitelskou inflaci v eurozóně se dál zvyšuje, zatímco očekávání hospodářského růstu se výrazně nezměnila. Podle analytiků CF inflace v eurozóně zrychlí z letošních 2,5 % na 2,6 % v příštím roce. Růst HDP naproti tomu zpomalí z letošních 5,1 % na 4,2 % v roce 2022. K neveselým vyhlídkám pro cenový vývoj v eurozóně přispívá i nástup varianty omikron, která by mohla přinést další drhnutí v dodavatelských řetězcích a prodloužit vlnu zdražování. To vytváří pro Evropskou centrální banku složitou situaci. Zatímco Fed již otočil kormidlo ještě širším směrem, ECB si stojí za dočasností inflačních tlaků v eurozóně. Při relativně stabilních inflačních očekáváním a značných nejistotách prognózy bude její zasedání příští týden ve znamení napjaté diskuze.

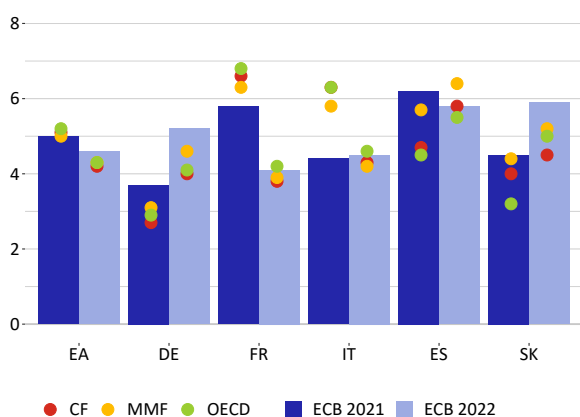


II.2 Výběr z eurozóny – Rakousko

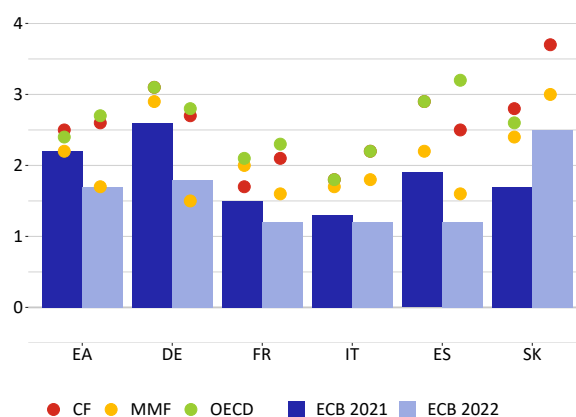
Mezi nejvíce postižené ekonomiky v poslední vlně pandemie patří Rakousko, které v listopadu na zhruba měsíc zavedlo plošnou uzávěru. Byly uzavřeny všechny prodejny s výjimkou těch nezbytných (potravin, lékárny, atd.) a služby (od restaurací přes kulturu až po hotely). Školy zůstaly otevřené, ale apel byl na maximální využívání práce z domova a péče o děti doma. Třebaže na začátku platil v jisté míře jen pro neočkované, vláda nakonec přistoupila od 22. listopadu k plošné uzávěře. Od 12. prosince se však opatření ruší pro očkované a uzdravené, neočkovaní si budou muset počkat. Navíc vláda trvá na zavedení povinného očkování od 1. února 2022 a již zveřejnila i sazebník pokut pro neočkované, což je v Evropě ojedinělý krok.

Podle analytiků CF dosáhne růst rakouské ekonomiky letos 4,6 % a v roce 2022 pak 4,0 %. Za nadprůměrným výkonem tamního hospodářství letos stojí silná mzč. dynamika růstu HDP ve druhém (+4 %) a ve třetím (+3,3 %) čtvrtletí. Ani měsíční plošná uzávěra by neměla způsobit výrazný propad rakouské ekonomiky. Tržní výhledy mzč. růstu HDP za 4. čtvrtletí se pohybují v kladných hodnotách okolo 0,5 %. Rakouská centrální banka také počítala se scénářem dalších uzavírek, ale skutečnost byla o mnoho mírnější, než jejich červnový předpoklad. Skutečnost však může dopadnout hůře, pokud těžce zkoušený rakouský průmysl nezaznamená do konce roku zlepšení dodávek materiálů a komponent. Z celkového mzč. růstu eurozóny pak uzávěry v Rakousku a Německu mohou ukrojit až 0,2 p. b. Cenový vývoj v Rakousku je pod průměrem eurozóny, a inflace by měla dosáhnout maximálních hodnot v závěru roku 2021. V průměru pak bude činit 2,7 % v roce 2021 a 2,5 % v roce 2022.

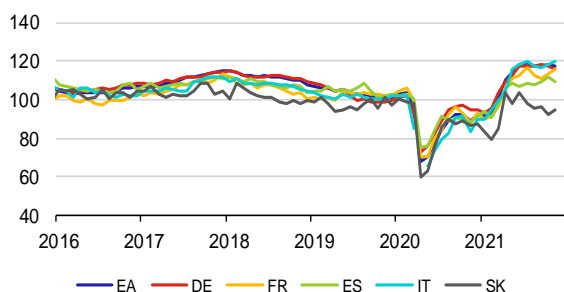
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



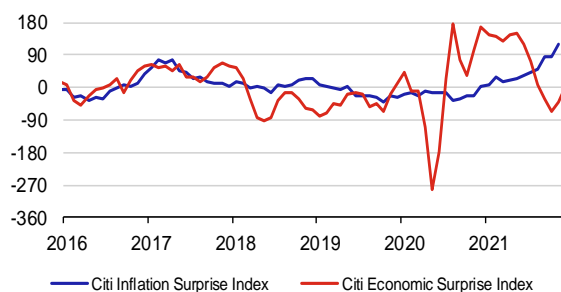
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

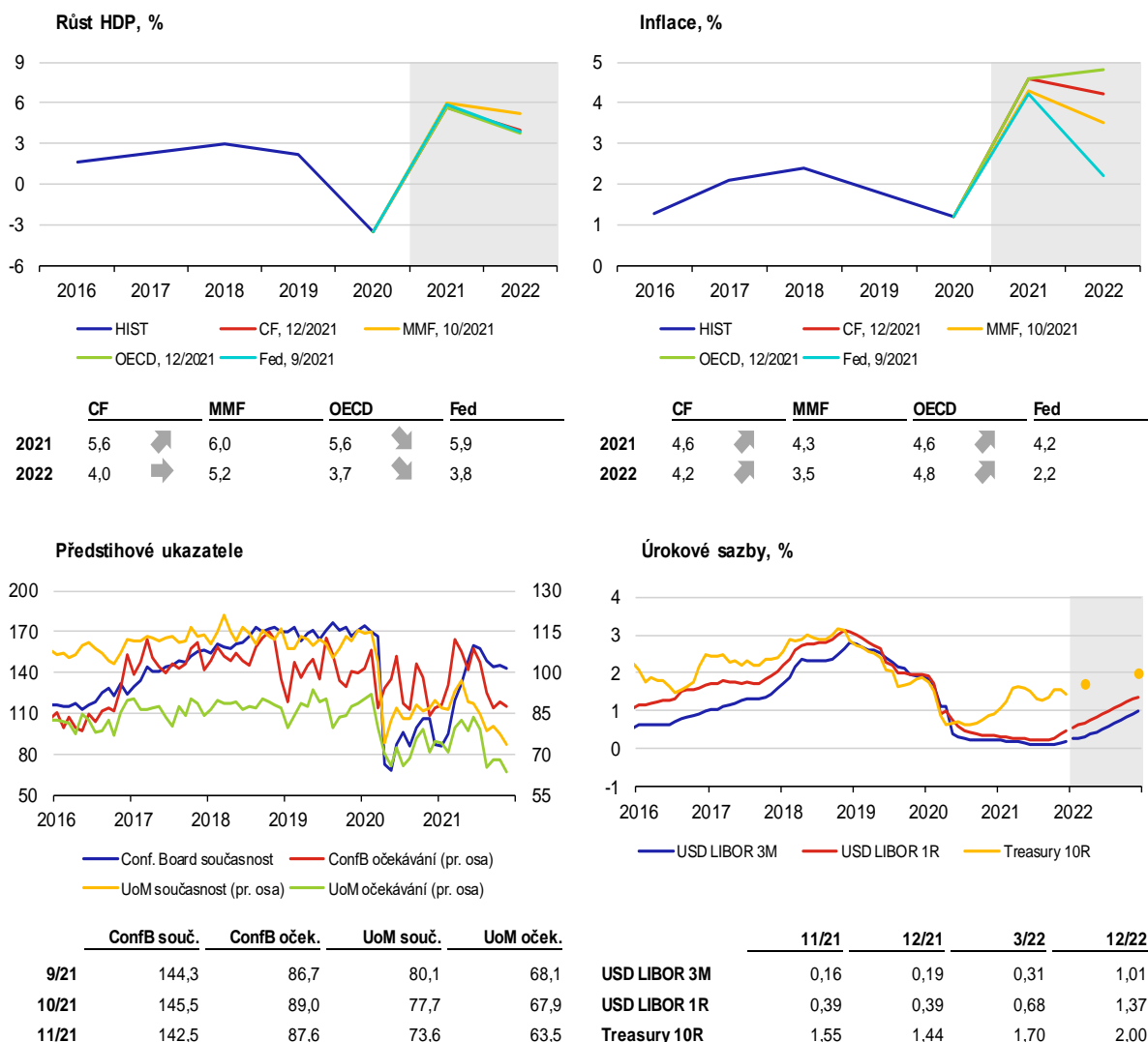
	EA	DE	FR	ES	IT	SK	5y5y	SPF
9/21	117,8	118,0	111,2	109,4	116,8	96,2	1,90	1,90
10/21	118,6	117,5	113,1	111,9	118,6	92,0	1,91	1,90
11/21	117,5	115,8	116,1	109,3	119,5	94,8	1,89	1,90

II.3 Spojené státy

Prezident Joe Biden zažívá těžké chvíle při jednáních v mezinárodní politice. Klíčové nebylo pouze jednání s V. Putinem ohledně geopolitického napětí na Ukrajině, ale rovněž jednání s jeho čínským protějškem Si Ťin-Pchingem. Čína nabírá čím dál větší ekonomickou sílu a naopak problémy Spojených států rostou.

Americká ekonomika se potýká se stále ne plně zotaveným trhem práce. Za listopad bylo vytvořeno v nezemědělských sektorech 210 tisíc nových pracovních míst, nicméně zaměstnanost je stále nižší než před krizí, ač je poptávka po nových zaměstnancích neutuchající (více než 10,5 mil. pracovních míst). Míra nezaměstnanosti klesla v listopadu na 4,2 % a v říjnu rostly mzdy téměř 10% meziročním tempem. Předstihové indikátory stále značí optimismus, neboť PMI ve službách se drží v pásmu expanze (58) a průmyslový PMI ještě o něco výše (58,3). Nový výhled růstu amerického hospodářství z dílny analytiků CF byl pro letošní rok revidován směrem vzhůru na 5,6 % a pro příští rok zůstal beze změny. Stejnou hodnotu pro letošní rok očekává i OECD, která je však ohledně růstu příští rok s hodnotou 3,7 % trochu pesimističtější.

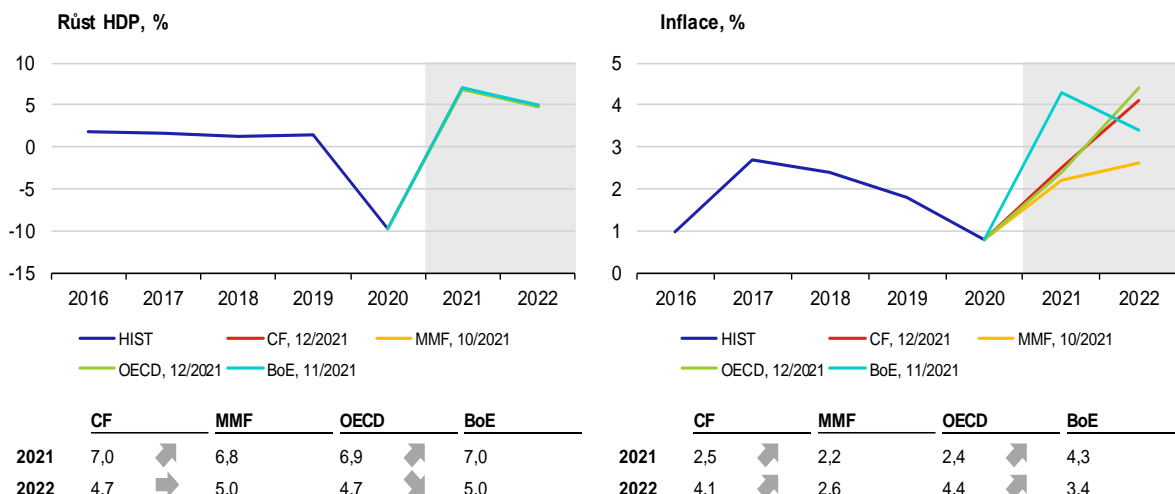
Růst spotřebitelských cen v americké ekonomice už začíná znepokojovat i předsedu Fedu J. Powella. Dosavadní rétorika americké centrální banky zdůrazňovala dočasnost inflačních tlaků a ke zpřísňování měnové politiky tak docházelo velmi zvolna. Před prosincovým měnovým zasedáním, po kterém Fed rovněž zveřejní novou prognózu dalšího vývoje, ale předseda J. Powell uvedl, že na současný vývoj růstu spotřebitelských cen bude nejspíše Fed reagovat rychlejším zpřísňováním měnové politiky, tedy rychlejším snižováním tempa nákupů aktiv a dřívějším zvedáním sazeb. V listopadu rostly spotřebitelské ceny tempem 6,9 % meziročně. Vedle spotřebitelských cen rostou velmi rychle rovněž ceny průmyslových výrobců (9,8 %). Výhled analytiků CF pro růst spotřebitelských cen v letošním roce byl revidován směrem vzhůru na hodnotu 4,6 %, pro příští rok byl navýšen na 4,2 % (oproti výhledu v listopadu jde o nárůst o 0,5 p. b.). Výhled inflace pro příští rok z dílny OECD pak dosahuje 4,8 %.



II.4 Spojené království

Británie se komunitně šíří nová varianta koronaviru omikron, která zvyšuje nejistotu ekonomického výhledu.

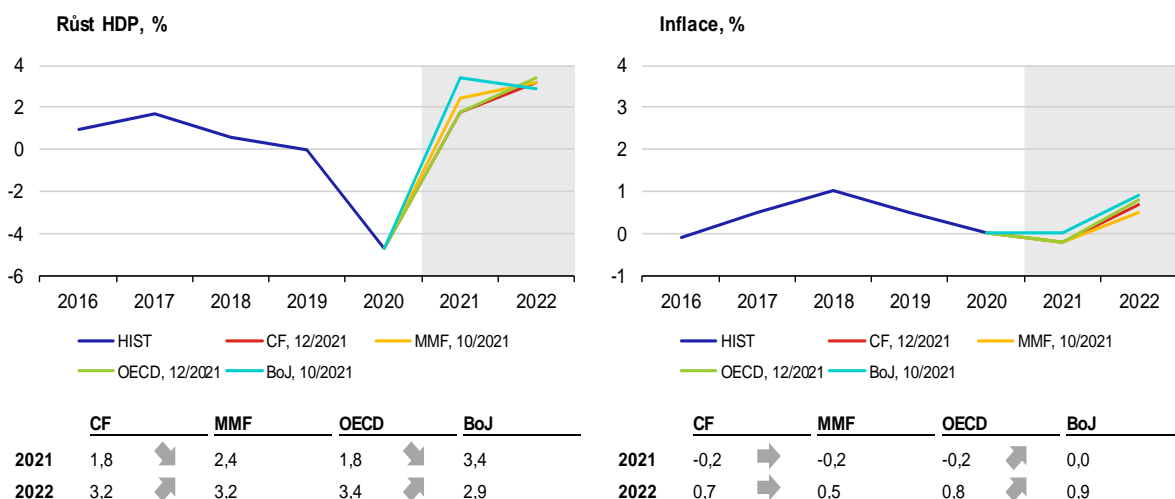
Dochází ke zpřísnění opatření a roste obava z oslabení důvěry spotřebitelů či nedostatku pracovních sil v klíčových odvětvích. Hnací silou oživení britské ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí jsou prozatím nadále spotřebitelské výdaje, přičemž listopad přinesl prudký růst maloobchodních tržeb (meziročně o 5 %). Nové prognózy CF a OECD se shodují na zhruba 7% růstu HDP pro letošní rok a téměř 5% pro rok 2022. Kompozitní ukazatel PMI v listopadu (57,6) poukazuje i nadále na silný růst soukromého sektoru. Růst v sektoru služeb zůstal mnohem vyšší než oživení ve zpracovatelském průmyslu, který byl opět přibrzděn nedostatkem surovin a elektronických součástek. Dále pokračují jednání UK s EU ohledně sporného severoirského protokolu, který je součástí dohody o brexitu. Do Vánoc se neočekává žádný zvrát, ovšem britská hrozba zrušení protokolu a ohrožení míru v regionu budí obavy a ovlivňuje také obchodní rozhovory mezi UK a USA.



II.5 Japonsko

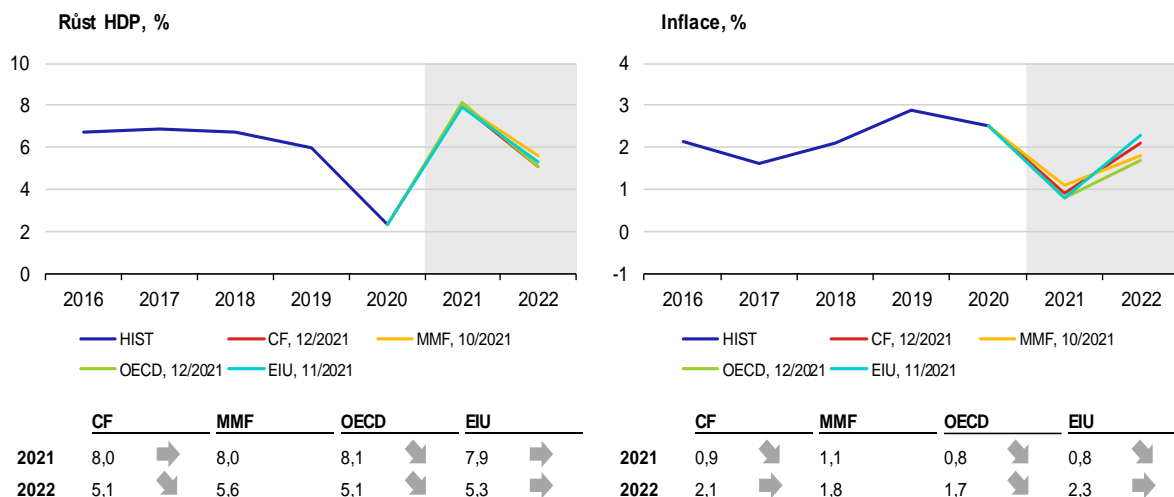
Nížší spotřeba domácností během letní vlny covid-19 v Japonsku vedla k mezičtvrtletnímu poklesu HDP ve třetím čtvrtletí o 0,9 %.

Revidovaná data ukázala hlubší ekonomickou kontrakci, než naznačovaly předběžné údaje. Pokles zaznamenaly všechny významné složky HDP kromě vládní spotřeby, největší vliv na pomalé zotavení má však zaostávající soukromá spotřeba. Tu se vláda pokusí stimulovat novým rozsáhlým fiskálním balíčkem, který mimo jiné rozdělí přímé finanční příspěvky rodinám s dětmi, studentům a nízkopříjmovým domácnostem. Japonsko se tak vymyká trendu v jiných vyspělých ekonomikách postupně fiskální podporu omezovat v obavě z přehřívání ekonomiky. Rekordně uvolněná zůstává i japonská měnová politika. Spotřebitelská inflace i tak nadále zůstává poblíž nuly, byť některé indikátory jádrové inflace sledované BoJ již naznačují pozvolný růst.



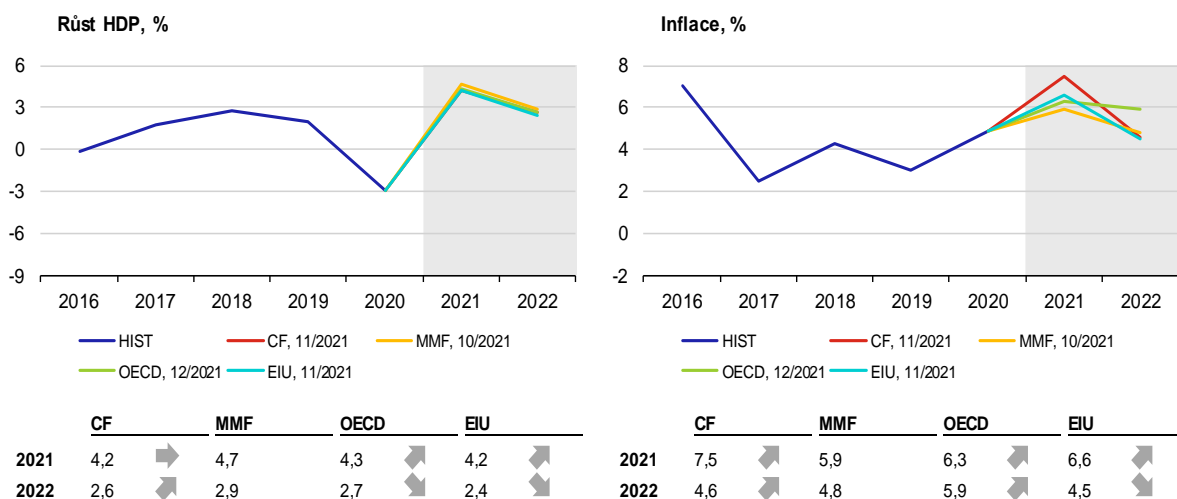
II.6 Čína

Zpomalování tempa růstu čínské ekonomiky bude rizikem pro světovou ekonomiku i v příštím roce. Nižší ekonomická aktivita v Číně se již v průběhu letošního roku zřetelně promítla prostřednictvím slabší poptávky do utlumenější průmyslové produkce ve světě. Analytici CF přitom předpokládají další snížení meziročního tempa růstu HDP Číny z letošních 8 % na 5,1 % v roce 2022. Motorem růstu bude v příštím roce i nadále spotřeba, která bude mimo jiné těžit také ze zlepšující se situace na trhu práce. Sílicí domácí poptávka se prostřednictvím vyšších dovozů bude na druhou stranu projevovat v nižším příspěvku čistých vývozů, které budou také tlumeny slabší poptávkou ze zahraničí. K ekonomickému růstu budou významně přispívat pokračující vládní investice do infrastruktury a digitalizace, a investice spojené s postupným směřováním k nízkou uhlíkové ekonomice. Spotřebitelské ceny v Číně letos dle prosincového výhledu CF porostou 0,9% tempem, v příštím roce jejich dynamika zrychlí na 2,1 %.



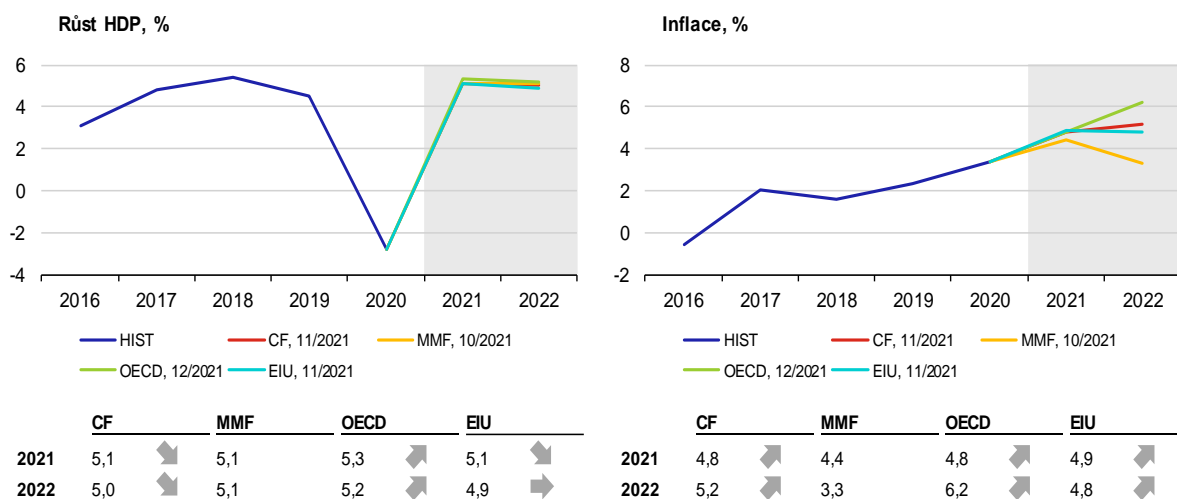
II.7 Rusko

Ve třetím čtvrtletí tempo růstu HDP Ruska zpomalilo. Podle předběžného odhadu Rosstatu ekonomická aktivita zpomalila své meziroční tempo na 4,3 %. HDP byl zároveň o pouhých 0,7 % větší v porovnání se stejným čtvrtletím roku 2019. Nejvíce se zvýšil objem osobní dopravy - meziročně zhruba o polovinu. V zemědělství naopak výroba klesla o více než 6 %. I přes mírné ochlazení domácí poptávky ve čtvrtém čtvrtletí zůstávají inflační tlaky vysoké a inflace i nadále zrychluje. V listopadu dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen 8,4 %. Ceny tlačí nahoru jak růst nákladů potravinářských výrobků (kvůli růstu cen zemědělských surovin), tak růst nákladů v nepotravinářských odvětvích, kde stále přetrvávají problémy v dodavatelských řetězcích nebo logistické problémy v některých regionech. Projevuje se i vliv růstu cen ropných produktů po jejich poklesu v září.



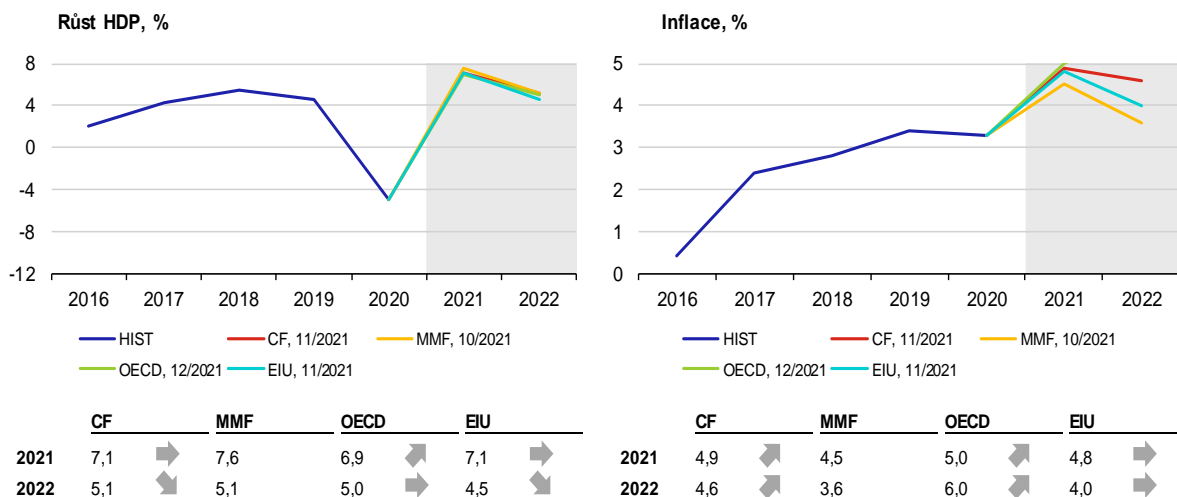
II.8 Polsko

Bankovní rada Polské národní banky se na svém zasedání 8. prosince rozhodla zvýšit úrokové sazby z 1,25 % na 1,75 %. Meziroční růst spotřebitelských cen podle předběžného odhadu v listopadu opět výrazně zrychlil na rekordních 7,7 % z říjnových 6,8 %. Mezi měsíčně vzrostly spotřebitelské ceny v listopadu o 1,0 % (v říjnu o 1,1 %), což odráželo především růst cen energií, ale i ekonomické oživení díky růstu disponibilního příjmu domácností. Růst HDP zpomalil ve třetím čtvrtletí roku 2021 meziročně na 5,3 % z historicky nejvyšší úrovně 11,2 % v předchozím čtvrtletí. Průmyslová produkce v říjnu meziročně zpomalila ze zářijových 8,8 % na 7,8 % v důsledku oslabení zpracovatelského průmyslu a zpomalení v těžbě a dobývání. Pesimisticky vyznívá šetření důvěry podnikatelů v polskou ekonomiku, které má již delší dobu klesající tendenci a konkrétně v listopadu zaznamenalo nejhorší výsledek od prosince roku 2020.



II.9 Maďarsko

Bankovní rada Maďarské národní banky (MNB) se na svém zasedání 16. listopadu rozhodla opět zvýšit základní úrokovou sazbu z 1,8 % na 2,1 %. MNB také oznámila, že je připravena i nadále pokračovat ve zpřísňování měnové politiky, dokud prognóza inflace nebude jednoznačně směřovat k inflačnímu cíli 3 %. Meziroční růst spotřebitelských cen výrazně zrychlil z říjnových 6,5 % na 7,4 % v listopadu. Čistá inflace zrychlila na 5,3 % z říjnových 4,7 %. Důvěra podnikatelů v maďarskou ekonomiku se dle GKI Economic Research zvýšila na nejsilnější hodnotu od května 2019 (na 9,1 z říjnových 8,7). Podle předběžného odhadu pokračovalo ve třetím čtvrtletí oživení hospodářské aktivity, i když pomalejším tempem (meziročně 6,1 % ve 3. čtvrtletí ze 17,8 % ve 2. čtvrtletí). Naproti tomu průmyslová produkce v říjnu podle předběžného odhadu meziročně poklesla o 3,4 % (v září poklesla o 2,3 %), což byl nejhorší výsledek od ledna tohoto roku.

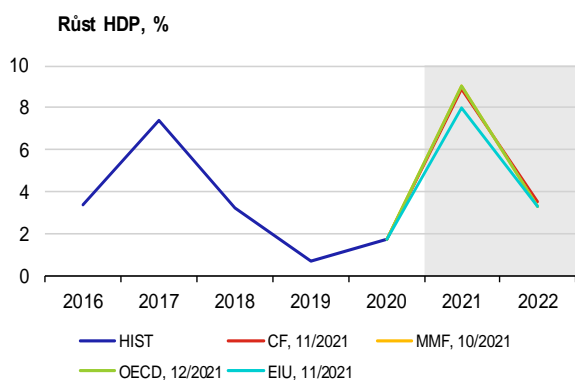


II.10 Výběr ze zemí – Turecko

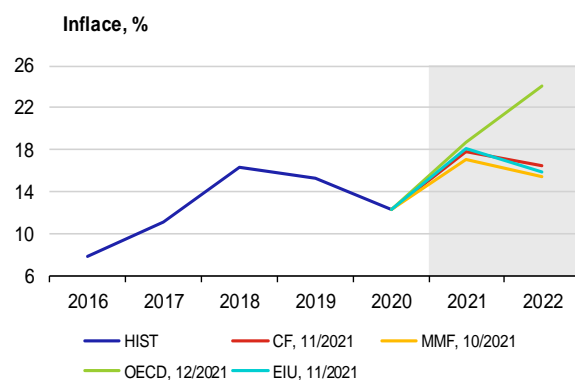
Turecko zažívá měnovou krizi. Od začátku roku ztratila turecká lira skoro polovinu své hodnoty vůči dolaru. Prodej aktiv nabral spád zejména na podzim poté, co centrální banka několikrát snížila úrokové sazby navzdory spotřebitelské inflaci, převyšující 20 %. Na začátku prosince se centrální banka krátce pokoušela měnu stabilizovat prodejem devizových rezerv, jejich objem je však tenký po neúspěšných pokusech měnu podržet intervencemi v letech 2019 a 2020.

Politika nízkých sazeb, která krizi způsobila, je dlouhodobou prioritou prezidenta Erdogana. Ten v uplynulých dvou letech zbavil funkce již tři guvernéry centrální banky a nedávno nahradil i post ministra financí politikem, který podpoří Erdoganovu vizi rozvoje pomocí levného financování investic. Zatímco během podobných krizí v minulých letech (zejména 2018) Erdogan nakonec ustoupil a nechal centrální banku sazby zvýšit, jeho letošní konsolidace moci nad ekonomickou politikou a agresivní rétorika „ekonomické války za nezávislost“ vyvolává obavy z eskalace krize do hyperinflační a hyperdepreciační spirály. Vláda navíc čelí nařčením, že zkresluje inflační data. Nezávislá výzkumná skupina ENAG odhadla spotřebitelskou inflaci až na dvojnásobek oficiálních údajů.

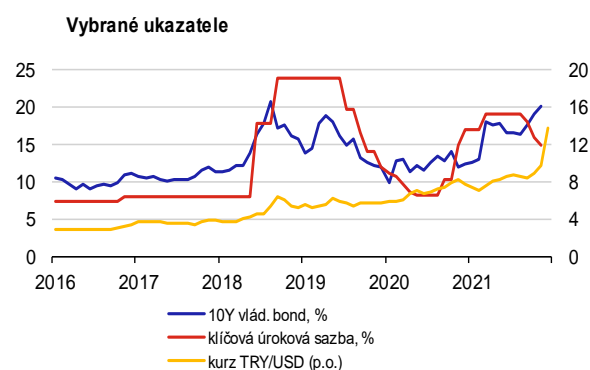
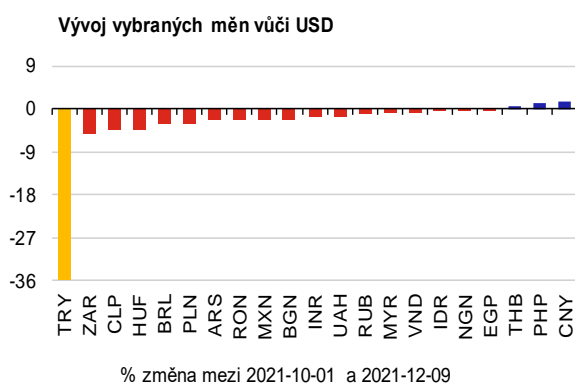
Ekonomický růst ve třetím čtvrtletí 2021 zůstal robustní. Turecká ekonomika vzrostla meziročně o 7,4 % a celkový růst za rok 2021 bude pravděpodobně mezi nejsilnějšími na světě. Současná měnová krize a její případná další eskalace však může další potenciál turecké ekonomiky vážně ohrozit. Rostoucí náklady na život, včetně cen potravin meziročně vyšších o 27 %, již podkopávají spotřebitelský sentiment. Ceny výrobců – citlivější na kurzový vývoj než spotřebitelské ceny – vzrostly v listopadu dokonce o 55 % meziročně. Další propad liry by v ekonomice, závislé na dovozech energií a materiálů, mohl měnovou krizi rozšířit i na rozsáhlejší ekonomickou. Mohl by také vést k další ztrátě důvěry v měnu, prohloubit dolarizaci ekonomiky a odříznout turecké banky od zahraničního financování. Výrazně se také prodraží obsluha státního dluhu, který je z asi tří pětín cizoměnový.



	CF	MMF	OECD	EIU
2021	8,9	9,0	9,0	8,0
2022	3,5	3,3	3,3	3,3



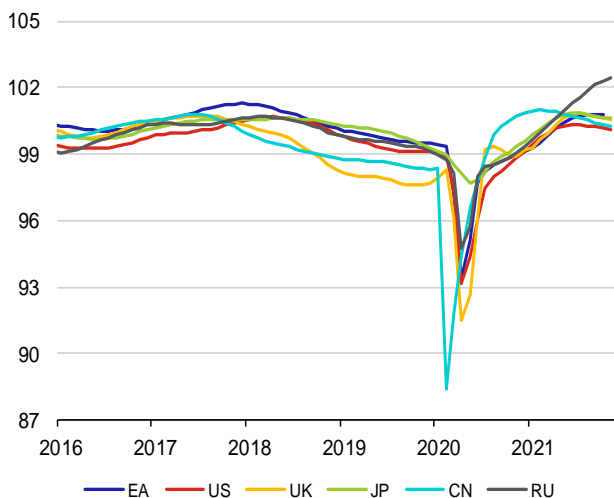
	CF	MMF	OECD	EIU
2021	17,8	17,0	18,7	18,1
2022	16,5	15,4	24,0	15,8



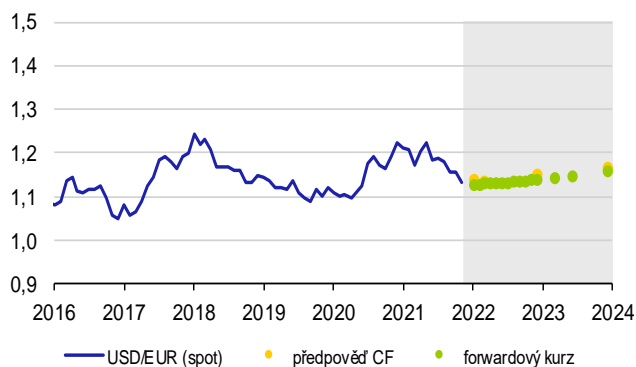
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	TRY/USD
9/2021	17,73	18,00	8,47
10/2021	19,08	16,00	8,91
11/2021	20,20	15,00	9,71

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

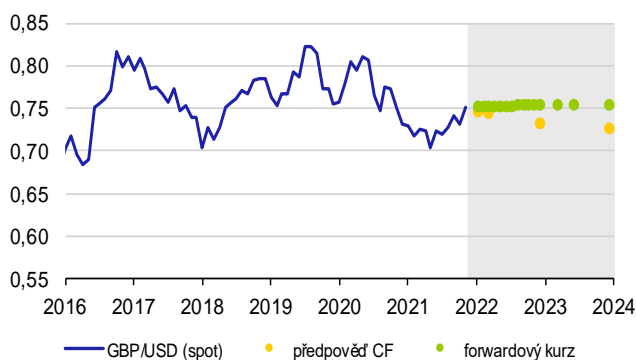


Americký dolar (USD/EUR)



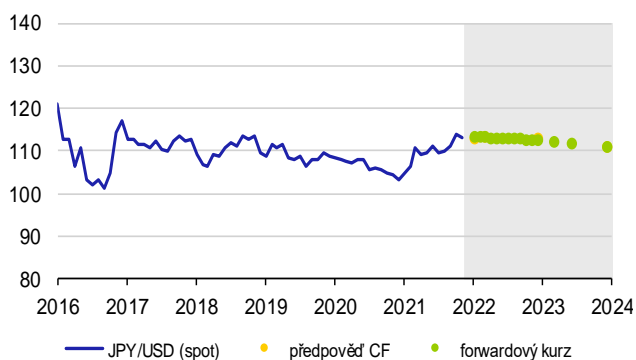
	6/12/21	1/22	3/22	12/22	12/23
spotový kurz	1,127				
předpověď CF		1,139	1,138	1,151	1,170
forwardový kurz		1,130	1,131	1,140	1,159

Britská libra (GBP/USD)



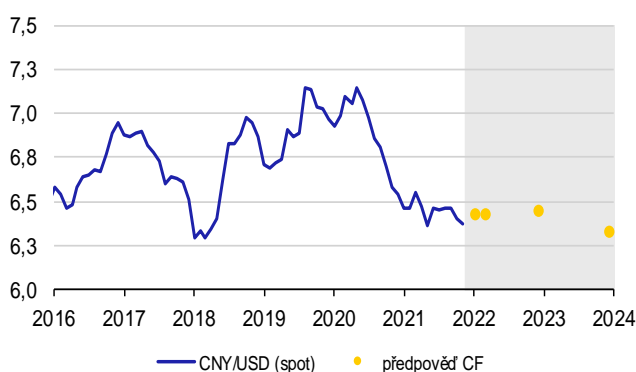
	6/12/21	1/22	3/22	12/22	12/23
spotový kurz	0,755				
předpověď CF		0,747	0,746	0,734	0,727
forwardový kurz		0,753	0,754	0,755	0,754

Japonský jen (JPY/USD)



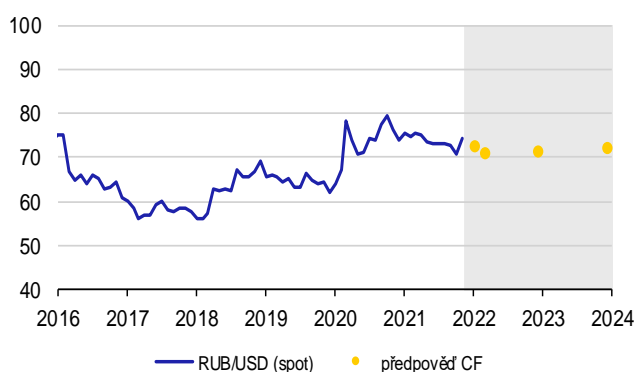
	6/12/21	1/22	3/22	12/22	12/23
spotový kurz	113,5				
předpověď CF		113,3	113,7	113,2	111,3
forwardový kurz		113,4	113,4	112,8	111,0

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	6/12/21	1/22	3/22	12/22	12/23
spotový kurz	6,372				
předpověď CF		6,430	6,430	6,454	6,332

Ruský rubl (RUB/USD)

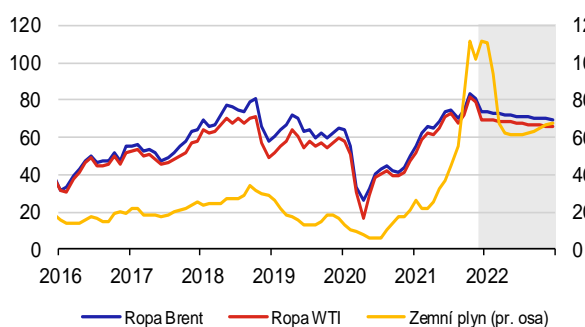


	6/12/21	1/22	3/22	12/22	12/23
spotový kurz	74,03				
předpověď CF		72,70	71,17	71,68	72,39

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.

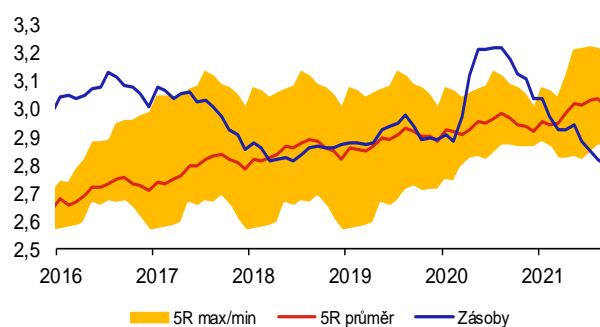
IV.1 Ropa

Cena ropy Brent v průběhu listopadu klesala z říjnového sedmiletého maxima (86,4 USD/barel) a na konci měsíce došlo k prudkému propadu pod 70 USD/barel kvůli šíření mutace omikron. Poté, co cena ropy Brent koncem října dosáhla nejvyšší hodnoty od října 2014, začala klesat kvůli silicímú tlaku americké administrativy na uvolnění ropy ze strategických rezerv. Navíc IEA uvedla, že napětí na trhu s ropou se zmírňuje díky obnově těžby v Mexickém zálivu a pokračujícímu růstu globální těžby. K uvolnění ropy ze strategických rezerv několika zemí (zejména ale USA) nakonec došlo, ale v menším rozsahu, než byla tržní očekávání, takže cena ropy mírně vzrostla. Na konci listopadu pak přišel prudký propad cen ropy kvůli šíření nové mutace koronaviru. Ten byl následně ještě umocněn ještěřábími komentáři z amerického Fedu, které vedly k posílení US dolaru. Na počátku prosince se ale ceny ropy obrátily opět k růstu s tím, jak se postupně zmírňují obavy z mutace omikron a klesá naděje na brzké zrušení sankcí na vývoz íránské ropy. K růstu přispěl i optimistický výhled poptávky po ropě z dílny kartelu OPEC a zvýšení prodejních cen ropy ze strany Saúdské Arábie. Aliance OPEC+ tak bude i v lednu pokračovat v plánovaném zvyšování těžby. Nicméně mnohé země opět zpřísňují protiepidemická opatření, což by se mohlo negativně odrazit na poptávce po ropě a cena ropy Brent se tak zklidnila na konci první prosincové dekády poblíž 75 USD/barel. Předpověď EIA očekává, že cena ropy Brent se bude v 1. čtvrtletí 2022 pohybovat kolem hodnoty 73 USD/barel a poté bude klesat k 66 USD/barel na konci příštího roku. Tržní výhled ze začátku prosince zůstává rovněž klesající, ale signalizuje vyšší cenu ropy - 69,5 resp. 66,9 USD/barel na konci let 2022 a 2023. Nejvyšší cenu pak předpovídá prosincový CF, a to 71,6 USD/barel na konci příštího roku.

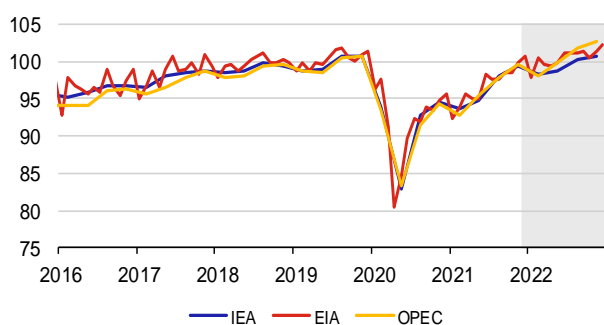
Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

	Brent	WTI	Plyn
2021	70,75	67,70	561,40
2022	71,43	67,57	704,45

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

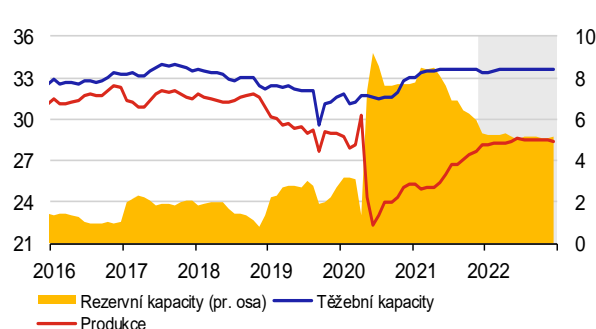


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2021	96,43	96,90	96,41
2022	99,45	100,46	100,57

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2021	26,29	33,49	7,21
2022	28,38	33,55	5,16

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.

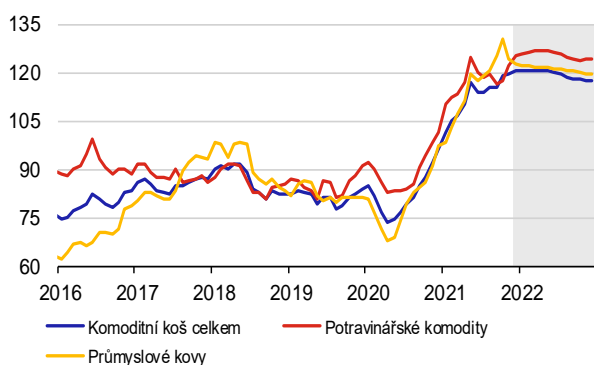
IV.2 Ostatní komodity

Ceny zemního plynu a elektřiny zůstávají na výhledu pro nejbližší měsíce poblíž rekordních hodnot. Cena zemního plynu v Evropě koncem října silně poklesla v reakci na příslib vyšších dodávek z Ruska. K těm ale zatím nedochází, a tak od té doby cena plynu opět roste a poblíž rekordních říjnových hodnot by měla setrvat minimálně do ledna. Ještě více katastrofický je výhled cen elektřiny, které v průběhu prosince dále silně vzrostly a na nových rekordních hodnotách by měly setrvat minimálně do března. Ceny emisních povolenek na začátku prosince atakovaly hranici 90 USD/t a na výhledu dále rostou. Pouze cena uhlí, která se celý říjen rovněž držela na rekordní úrovni, na začátku listopadu silně korigovala směrem dolů (o cca 35 %) a v průběhu listopadu dále klesala, mírný pokles se čeká i v průběhu příštího roku.

Průměrný měsíční index cen potravinářských komodit se v první polovině prosince dostal na nové více než sedmileté maximum a v příštím čtvrtletí se očekává jeho další mírný růst. Zásluhu na tom mají především ceny pšenice, rýže, kávy a hovězího masa. Cena pšenice opět atakovala 9leté maximum kvůli nízkému vývozu z Ruska a tamním vysokým vývozním cłům. Poté ale cena klesla, když ruská vláda oznámila vývozní kvóty, které byly méně restriktivní, než se očekávalo. Cena kávy se dostala na 10leté maximum kvůli výpadkům produkce ve více regionech.

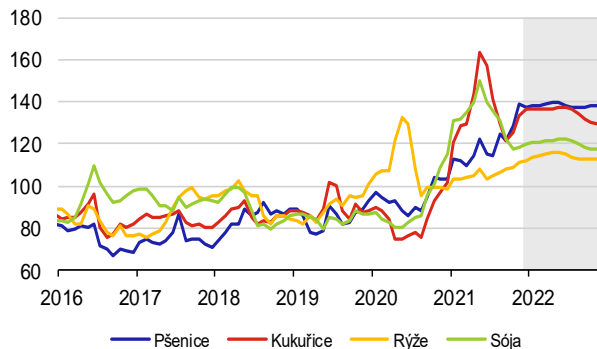
Průměrný měsíční index cen průmyslových kovů naopak mírně sestoupil z říjnové hodnoty (kterou téměř vyrovnal historické maximum z května 2007) a na výhledu se očekává jeho další mírný pokles. Směrem dolů korigovaly ceny hliníku, mědi, olova a zinku. Naopak na další historické maximum se posunula cena cínu a vysoko zůstává cena niklu. Silný propad od začátku srpna vykazovala cena železné rudy, její pokles se ale zastavil začátkem listopadu, když Čína překonala energetickou krizi a obnovila normální fungování tamního těžkého průmyslu.

Indexy cen neenergetických komodit



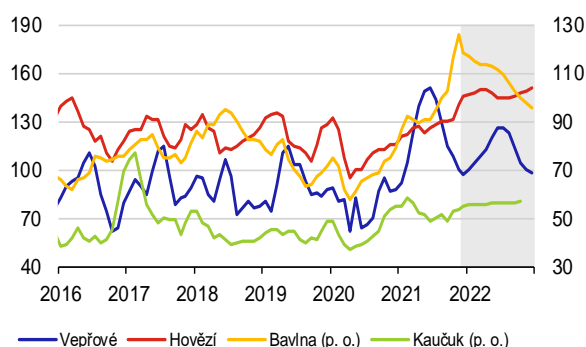
	Celkem	Potraviny	Kovy
2021	113,3	118,1	116,5
2022	119,3	125,4	120,9

Potravinářské komodity



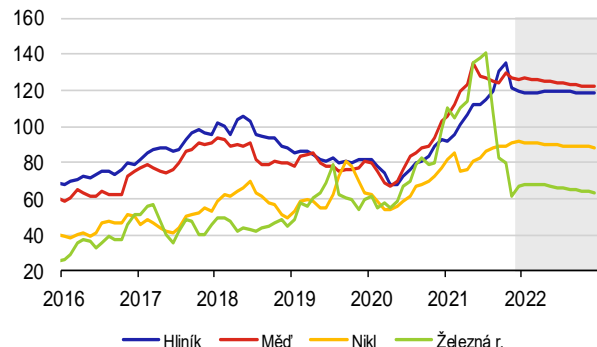
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2021	121,0	135,9	106,6	131,0
2022	138,3	134,4	114,0	120,2

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2021	120,8	129,0	99,8	52,7
2022	111,2	147,3	107,8	56,1

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2021	113,2	123,6	84,6	104,4
2022	118,9	124,1	89,7	66,0

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.

Evropský plán obnovy a jeho význam pro budoucnost evropské integrace¹

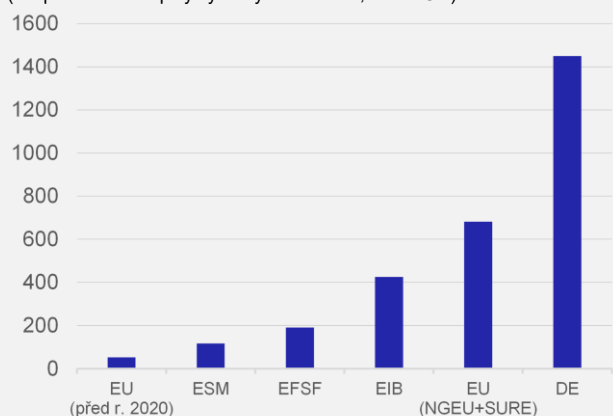
„Evropa se bude utvářet v krizích a stane se součtem řešení těchto krizí“, předpovídal již v roce 1976 Jean Monnet. Pandemie COVID-19 je nejnovějším příkladem, kdy ekonomický šok přinesl další milník v dějinách evropské integrace. V reakci na dočasné „vypnutí“ svých ekonomik, přistoupily poprvé státy EU solidárně na významné sdílení fiskálního rizika prostřednictvím společných dluhopisů. Tento článek poskytuje bližší pohled na trojí význam tzv. evropského plánu na podporu oživení (NGEU), a to jako největšího fiskálního transferu v dějinách EU, jako novinky na evropských finančních trzích a jako nástroje pro transformaci evropské ekonomiky. Projekty financované z NGEU nesměřují do zcela nových oblastí, nýbrž napomáhají k prosazení již dříve plánovaných environmentálních a digitálních cílů EU. Dochází tak k dalšímu částečnému přesunu rozhodování o národních výdajových prioritách do faktické unijní kompetence. V kontrastu s dřívějšími společnými finančními nástroji (EFSF, ESM), které během dluhové krize rovněž sloužily k získávání financí na kapitálových trzích, se NGEU netýká pouze států eurozóny, ale skutečně všech členských zemí EU, navíc nikoliv jen formou úvěrů, ale rovněž i formou nevratných grantů. Aktuálně schválený plán tak nevytváří dvojrychlostní Evropu, ale staví na principu jednotné a solidární Unie.

Evropský plán na podporu oživení

Evropský plán na podporu oživení NextGeneration EU (NGEU) představuje největší fiskální transfer v dějinách evropské integrace. Před propuknutím pandemie byly evropské politiky a priority financovány především z rozpočtu EU. NGEU ve výši až 806,9 mld. EUR byl schválen v červenci 2020 nad rámec tohoto tradičního zdroje jako dočasný krizový nástroj. Vedle NGEU byl schválen také menší program na podporu zaměstnanosti během kovidové krize SURE (až 100 mld. EUR). Poprvé v její historii přistoupila EU k masivní podpoře ekonomik financované emisí vlastních dluhopisů zaručených rozpočtem EU. NGEU zastřešuje několik výdajových balíčků, přičemž klíčovou roli hraje nový Nástroj pro oživení a odolnost (RRF), pro který je určeno zhruba 90 % finančních prostředků NGEU². Čerpání tohoto fondu ve výši až 723,8 mld. EUR probíhá na základě národních plánů obnovy, které mají přispět k zotavení Unie z koronavirové pandemie. Zhruba polovina prostředků (338 mld. EUR) bude členským státům poskytnuta formou nevratných grantů, zatímco druhou polovinu (386 mld. EUR) mohou státy čerpat formou úvěrů. O ty ve svých plánech obnovy však projevila zájem jen menšina států, jejich předpokládané čerpání je tak jen 166 mld. EUR. Projekty zahrnuté do národních plánů se zaměřují především na digitální a zelenou transformaci hospodářství členských států EU. Podporované hospodářské oblasti jsou totiž značně determinovány povinným podílem tzv. zelených a digitálních výdajů. Investice a reformy plánů jsou realizovány v letech 2021–2026. Čerpání z RRF je podmíněno plněním kvantitativních a kvalitativních cílů v jednotlivých projektech, kontrolovaných Evropskou komisí v celém průběhu jejich implementace.

Graf 1 – NGEU výrazně navýší společný dluh členských států EU

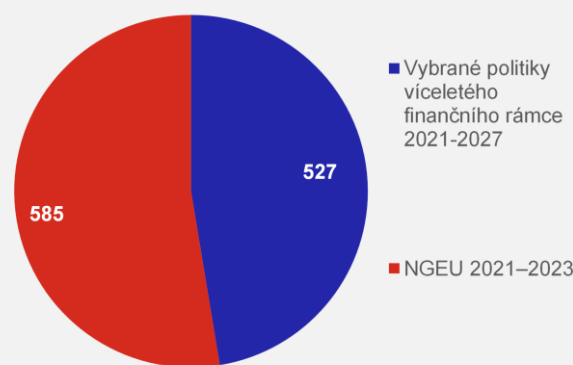
(nesplacené dluhopisy vybraných emitentů, mld. EUR)



Zdroj: Evropská komise, ESM, Fitch, Spolkové ministerstvo financí
Pozn.: NGEU na základě požadovaných grantů a půjček v národních plánech obnovy (nikoliv maximální čerpání) k 31. 10. 2021. Dluh Německa je v grafu uveden pouze pro rozsahové srovnání.

Graf 2 – NGEU více než zdvojnásobí unijní prostředky k financování investic a reforem

(v mld. EUR)



Pozn.: Vybrané politiky VFR 2021-2027 zahrnují část rozpočtu EU určenou k financování kohezní politiky, evropských strategických investic a investic a reforem v zemědělství a na ochranu klimatu. NGEU představuje objem grantů a půjček v plánech obnovy.

¹ Autory jsou Pavla Netušilová a Martin Kábrt. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Zbývajících 10 % NGEU tvoří další fondy a programy spojené s rozličnými unijními politikami, konkrétně ReactEU, Fond pro spravedlivou transformaci, Evropský zemědělský fond pro rozvoj venkova, Horizont Evropa, InvestEU, RescEU.

Koordinace fiskální politiky členských států dosud probíhala spíše skrze rozpočtová pravidla a omezení, zatímco sdílené fiskální nástroje byly relativně vzácné a rozsahem omezené. Evropská hospodářská a měnová unie byla v Maastrichtské smlouvě v roce 1992 navržena asymetricky. Zatímco měnová politika se přesunula na unijní úroveň do rukou Evropské centrální banky (ECB)³, fiskální politika zůstala v kompetenci členských států. Na unijní úrovni se vytvořily pouze mantinely rozpočtové odpovědnosti (Pakt o stabilitě a růstu), později posílené dalšími dohledovými a koordinačními nástroji (např. evropský semestr, postup při makroekonomické nerovnováze). Mechanismy přímého sdílení národních rozpočtů však zůstaly omezené – rozpočet EU představuje jen cca 1 % unijního HDP. Společný dluh skrze unijní dluhopisy byl sice využíván již od 70. let, ale jen sporadicky, v relativně drobném rozsahu a pouze za účelem úvěru členskému státu zasaženému krizí.⁴ Za objemově významné lze považovat úvěry Evropské investiční banky (EIB), jejímiž akcionáři jsou všechny členské státy, nicméně úvěrová politika banky je mimořádně konzervativní a zpravidla vyžaduje ručení národními zdroji. První rozsáhlé propojení národních rozpočtů tak představují až nástroje vytvořené během dluhové krize eurozóny v letech 2009–2013, tedy (dočasný) Evropský nástroj finanční stability (EFSF) a (trvalý) Evropský stabilizační mechanismus (ESM). Po několika předčasných splátkách aktuálně zbývá 262 mld. EUR zapůjčených z těchto nástrojů Řecku, Portugalsku, Irsku, Kypru a Španělsku.

NGEU se však od těchto krizových nástrojů zřetelně liší, a to nejen větším rozsahem. Zatímco EFSF/ESM vycházely z rozpočtových problémů pouze několika států, pandemie zasáhla všechny. Rovněž platí, že do EFSF/ESM se zapojily pouze země eurozóny, ovšem NGEU se účastní všechny členské státy EU. Finance tedy na kapitálových trzích mobilizuje přímo EU, nikoliv zvláštní instituce zřízená mezinárodní smlouvou. Na rozdíl od EFSF/ESM poskytuje NGEU státům kromě úvěrů i nevratné granty a liší se i podmínky čerpání. Zatímco cílem NGEU je transformovat evropskou ekonomiku pomocí rozsáhlých investic, při dluhové krizi šlo primárně o návrat „hříšníků“ k fiskální udržitelnosti. Aby dosáhly na finanční podporu, čerpající státy musely provést bolestivé rozpočtové škrtky a reformy sociálně citlivých oblastí či daňových systémů. Striktní podmínky však nejsou jediným důvodem, proč se členské státy zdráhají využít asistenci ESM. Při pandemické krizi ESM nabídl svým členům financování v objemu až 240 mld. EUR, a to takřka bez podmínek. Výdaje pouze musely reagovat na problémy spojené s pandemií COVID-19. Přesto ani jeden člen eurozóny o peníze nepožádal, třebaže nejméně sedm států si tak mohlo půjčit levněji než prostřednictvím národních dluhopisů (Fitch, 2020). Nezáměr patrně souvisel se stigmatem ESM jako věřitele poslední instance, který během politicky napjaté dluhové krize poskytoval zdroje státům, které by už na volném trhu prostředky sehnat nedokázaly.⁵

Méně konvenčním úhlem pohledu lze vnímat jako formu sdílení fiskálního rizika i nákupy aktiv Evropskou centrální bankou (ECB) v rámci programu kvantitativního uvolňování, které svým kumulovaným rozsahem NGEU čtyřnásobně převyšuje.⁶ Když ECB na kapitálovém trhu koupí národní dluhopis, závazek členského státu se zároveň stává aktivem centrální banky. Ta za něj zaplatí rezervami, tedy nově vytvořenými krátkodobými závazky vůči komerčním bankám. Konsolidovaným pohledem tak veřejný sektor jako celek (vlády plus centrální banka) transformuje svoje závazky z národních dluhopisů (za které ručí pouze emitující členský stát) na závazky centrální banky, za které teoreticky ručí všichni její koneční vlastníci, tedy státy eurozóny. V praxi jsou ovšem rezervy centrálních bank výrazně specifický závazek – prostředky, které centrální banka může vytvořit v jakémkoliv množství.⁷ Omezením centrální banky při nákupu aktiv je tedy inflace, nikoliv riziko, že banka nebude schopná dostát svým závazkům a bude potřebovat kapitálovou injekci od akcionářů.⁸ Opuštění dluhů nebo jinou explicitní formu rozpočtové pomoci členským státům má ECB evropským právem zakázáno. Její nákupy tak propojují veřejné dluhy států eurozóny „pouze“ tím, že centrální banka nese investiční rizika (např. riziko nesplacení nebo propadu tržní ceny) a svou poptávkou na trhu snižuje výpůjční náklady jednotlivých států. Případné finanční ztráty mohou v budoucnu snížit dividendy, které ze svého zisku ECB platí do národních rozpočtů. Tento „investiční“ kanál tedy do jisté míry lze považovat za další rozpočtové propojení států eurozóny, nicméně ve zbytku tohoto článku budeme ECB považovat pouze jako jednoho z investorů (byť specifického) do národních či evropských dluhopisů.

Novinka na evropských finančních trzích

Zatímco rozpočet EU je financován z příspěvků členských států, prostředky pro NGEU si Evropská komise půjčuje na finančních trzích. Komise není mezi emitenty dluhových cenných papírů nováčkem⁹, nový úkol ale dřívější programy

³ S výjimkou Dánska se všechny členské státy zavázaly k měnové unii připojit.

⁴ Přehled unijního dluhu před rokem 2008 lze nalézt například v Horn, S, J Meyer and C Trebesch (2020). Příklady po roce 2008 jsou uvedeny v poznámce pod čarou číslo 9.

⁵ Že toto stigma existuje, paradoxně dokládají i prezentační materiály ESM, které se toto vnímání snaží odstranit (ESM, 2021).

⁶ Od roku 2015 do října 2021 nakoupila ECB dluhopisy států eurozóny za více než 3,5 bilionu EUR.

⁷ Navíc si sama volí, jak (a jestli vůbec) rezervy úročit.

⁸ Mnoho centrálních bank, včetně ČNB, operovalo mnoho let i se záporným vlastním kapitálem. Centrální banka je jediná instituce, která z definice nemůže nikdy být v pozici, kdy není schopná splatit dluh ve vlastní měně.

⁹ Před rokem 2020 EU emitovala dluhopisy pro cílené půjčky členským státům zažívajícím měnovou nebo finanční krizi. V rámci Balance of Payments (BoP) assistance facility například poskytla (společně s MMF a dalšími věřiteli) asistenci Maďarsku, Lotyšsku a Rumunsku při krizích po roce 2008. Další podporu získalo Irsko a Portugalsko během evropské dluhové krize v rámci tehdy zřízeného European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM). Společně s dalšími mezinárodními věřiteli také EU půjčila v rámci Macro-Financial Assistance (MFA)

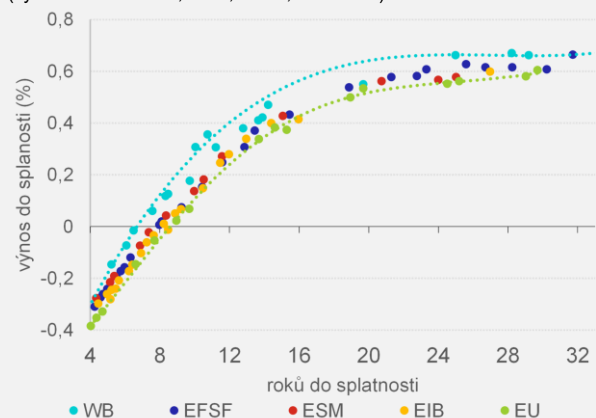
rozsahem řádově převyšuje (NGEU a SURE více než zdvacetinásobí objem unijních dluhopisů). Nově se tak EU může zařadit mezi „velké“ emitenty, kteří získávají peníze na kapitálových trzích pravidelně a jejichž dluhopisy pokrývají celou výnosovou křivku v dostatečné likviditě. Je to poprvé, kdy Unie používá k prodeji dluhopisů aukce, poprvé, kdy vydává i krátkodobé instrumenty, a poprvé, kdy budou získané prostředky poskytnuty členským státům i jako (nevratné) granty.

Investoři o evropské dluhopisy projevují značný zájem. Syndikované emise, které dosud představovaly hlavní způsob, jímž Komise získává prostředky na trhu, přilákaly desetkrát více objednávek od investorů než byl nabízený objem.¹⁰ Takový zájem je neobvyklý, neboť například objednávky francouzských vládních syndikovaných dluhopisů ve stejném období přesáhly nabídku sedminásobně, v případě dluhopisů EIB byl převis šestinásobný a u německých vládních dluhopisů „jen“ pětinasobný. Rovněž počet investorů se výrazně liší, přičemž o emise EU projevilo zájem kolem 600 institucí, zatímco o francouzské dluhopisy kolem 300 a o dluh EIB a spolkové „bundy“ zhruba 200–250.¹¹ Syndikované emise jsou však pro národní emitenty spíše vedlejší nástroj pro získávání zdrojů na trhu, hlavním nástrojem jsou častější a menší aukce. Od září 2021 používá aukční systém i Komise. První nabízený 5letý dluhopis nalákal zájem převyšující velikost emise 2,3krát, avšak tento tzv. poměr nabídky vůči krytí (bid-to-cover ratio) byl jen srovnatelný s aukcemi 5letých dluhopisů ve stejném měsíci v Německu (1,6), Francii (2,3), Itálii (1,8) či Španělsku (2,6).¹²

Evropská komise si půjčuje levněji než rozhodující většina členských států. Výnosy nových evropských dluhopisů jsou vyšší ve srovnání s dluhem nejbonitnějších členských států (Německo, Nizozemí, Lucembursko). Pro ostatní členské státy je ale finančně výhodnější si půjčit skrze dluhopis, za který státy ručí společně prostřednictvím rozpočtu EU. Podle odhadů Evropské komise ušetří na úrocích státy, které si půjčily v programu SURE, celkem 8,2 mld. EUR (9 % půjčené částky) ve srovnání se situací, kdy by si stejné zdroje zajistily prostřednictvím národních dluhopisů (EK, 2021). Vzhledem k výrazně většímu rozsahu NGEU mohou být úspory z tohoto programu ještě větší, zejména pro členské státy vnímané investory jako rizikovější (graf 4).

Graf 3 – EU si půjčuje levněji než jiní nadnárodní emitenti eurových dluhopisů

(výnosová křivka EU, ESM, EFSF, EIB a WB)

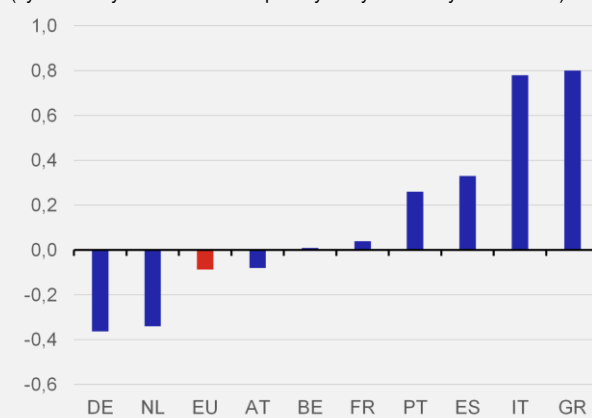


Zdroj: Refinitiv (21/10/2021)

Pozn.: Body zobrazují jednotlivé dluhopisy.

Graf 4 – Členské státy EU vnímané investory jako rizikovější ušetří na úrocích nejvíce

(výnos 10letých vládních dluhopisů vybraných členských států v %)



Zdroj: Refinitiv

Pozn.: Průměr denních dat v září 2021

Výnosy dluhopisů Evropské komise jsou nižší i ve srovnání s jinými nadnárodními emitenty eurových dluhopisů. Instituce pocházející z dluhové krize eurozóny, ESM a EFSF, také financují své úvěry členským státům pomocí eurových dluhopisů. Významným emitentem jsou i multilaterální rozvojové banky, zejména EIB, ale také Světová banka (WB) nebo Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD). Výnosové křivky jednotlivých institucí v grafu 3 ukazují, že EU si v eurech půjčuje nejlevněji. Jedním z vysvětlení je rating, vyjadřující riziko nesplacení. EU je agenturami Moody's, S&P a Fitch hodnocena jako Aaa/AA/AAA, tedy nejlepším možným ratingem dvěma ze tří nejvýznamnějších agentur. Ratingové společnosti zdůvodňují špičkové hodnocení předně úvěruschopností členských států, které do rozpočtu EU významně přispívají (a jsou zavázáni případně přispět více) a současně jsou samy hodnocené AAA¹³ (Fitch 2021) nebo jen mírně nižším ratingem (Moody's 2020). EU tedy za svůj rating vděčí zárukám svých nejbonitnějších členských států. Dalšími

nejméně 10 nečlenským státům v krizi jako součást politiky sousedství. Celkový objem neuhrazených dluhopisů EU před rokem 2020 byl cca 50 mld. EUR.

¹⁰ Ke konci října 2021 získala EU skrze 17 syndikovaných emisí 146,6 mld. EUR určených na nástroje SURE a NGEU. Celková poptávka investorů napříč emisemi dosáhla 1463,2 mld. EUR. Průměrný poměr nabídky k pokrytí (bid-to-cover ratio) byl tedy 10,0.

¹¹ Hodnoty vychází z výsledků emisí oznámených Spolkovým ministerstvem financí, EIB a Evropskou komisí.

¹² Výsledky aukcí jsou zveřejněny národními úřady pro správu veřejného dluhu.

¹³ Německo, Nizozemsko, Dánsko, Švédsko, Lucembursko.

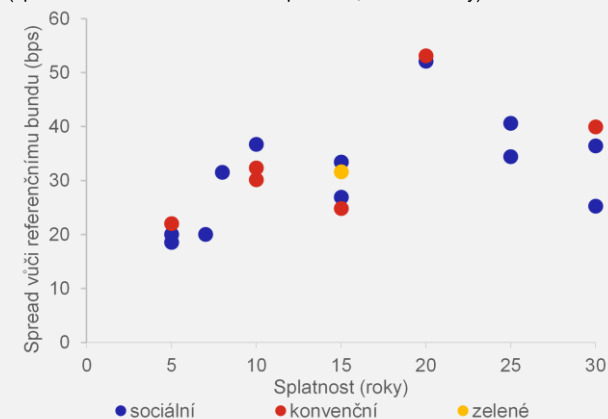
faktory jsou silná finanční a politická podpora Unie členskými státy¹⁴ a robustní právní struktura sdílené odpovědnosti za závazky EU, včetně několika nových záruk (Moody's, 2020). Naproti tomu třeba EFSF, krizový věřitel později nahrazený ESM, nedosahuje nejlepšího ratingu ani u jedné z agentur.

Vynikající úvěruschopnost ale není jedinou příčinou nízkých výpůjčních nákladů EU. Například rozvojové banky EIB i WB mají ještě lepší rating (AAA od všech agentur), podpořený konzervativním úvěrováním, statusem přednostního věřitele, politickou podporou členských států a masivní kapitálovou základnou. Přesto nedokáží nalákat stejné množství investorů jako EU, a tedy ani dosáhnout tak nízkých výpůjčních nákladů. Naopak Německo nebo Nizozemí mají výrazně nižší výpůjční náklady než EU. Novou nabídku AAA dluhopisů na evropském trhu tak mohou vítat i investoři – za mimořádně bezpečné aktivum získají vyšší výnos, než jaký je k dispozici na národních dluhopisech se stejným ratingem.

Naopak „zelené“ a „sociální“ dluhopisy výnos zřejmě výrazněji neovlivňují. Dluhopisy emitované pro program SURE získaly osvědčení „sociálních“ cenných papírů, které investorům kromě výnosu garantují i pozitivní společenský dopad. V říjnu 2021 EU také prodala svůj první „zelený“ dluhopis, jehož výtěžek je určen na zelenou transformaci (až 30 % celkových zdrojů pro NGEU by mělo být financováno takovými dluhopisy). Srovnání výpůjčních nákladů v syndikovaných emisích v grafu 5 však neposkytuje přesvědčivý důkaz, že za sociální nebo zelené dluhopisy investoři požadují nižší výnos. Tento závěr je konzistentní s literaturou, která tento efekt zkoumá. Například AFME (2021) či ING (2020) dochází k závěru, že v roce 2020 byla sleva na zelené dluhopisy (někdy nazývaná „greenium“) ještě relativně velká – až 9 bazických bodů, protože poptávka po zelených aktivech převyšovala omezenou nabídku. Rychlý růst nabídky však brzy stáhl greenium na pouhý 1 bazický bod. Totéž potvrzuje i zkušenost německého ministerstva financí, které emitovalo tři konvenční dluhopisy mezi podzimem 2020 a jarem 2021 společně s jejich zelenými dvojčaty s identickými parametry. Rozdíl ve výnosu při emisi dluhopisů byl 1-2 bazické body a jen mírně vyšší diferenciál zůstává dodnes i na sekundárním trhu (1-4 bazické body).

Graf 5 – Z dat není zřetelné, jestli investoři požadují nižší výnos za ESG dluhopisy

(spread vůči referenčnímu bundu při emisi, bazické body)

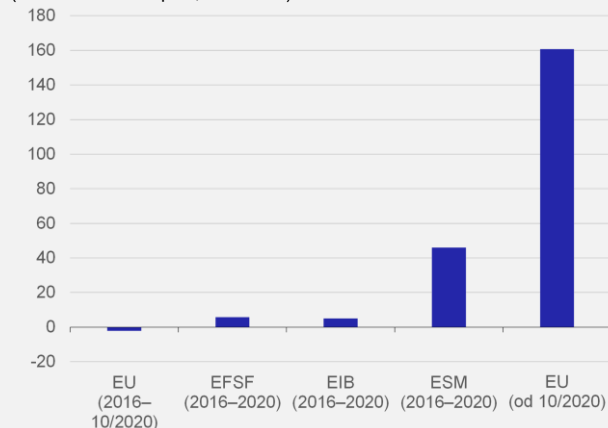


Zdroj: Refinitiv

Pozn.: Body představují dluhopisy EU emitované od října 2020.

Graf 6 – Zatímco ostatní emitenti jen nahrazují maturující dluh, EU rozšiřuje stávající nabídku

(čisté emise dluhopisů, EUR mld.)



Zdroj: Finanční výkazy institucí

Pozn.: EFSF = Evropský nástroj finanční stability, EIB = Evropská investiční banka, ESM = Evropský stabilizační mechanismus

Nové bezpečné evropské aktivum s dostatečnou likviditou na celé výnosové křivce může pomoci rozvoji evropských kapitálových trhů a mezinárodní roli eura. Na rozdíl od amerických Treasuries dosud EU postrádala referenční finanční instrument, který pokrývá celou výnosovou křivku v dostatečné likviditě. Právě takový nástroj by přitom mohl podpořit další rozvoj a integraci dosud mělkých a fragmentovaných evropských kapitálových trhů. Širší nabídka bezpečného evropského aktiva může současně posílit i roli eura jako mezinárodní rezervní měny. Graf 6 ukazuje, že EIB a EFSF v uplynulých 5 letech pouze nahrazovaly maturující dluhopisy (objem nových emisí v daném období zhruba odpovídal těm splaceným). ESM v tomto období nabídku na trhu sice rozšířil, ale jeho poslední aktivní úvěrový program skončil v roce 2018, brzy tak nové emise budou také pouze pokrývat splatné dluhopisy. Emise EU v programech SURE a NGEU tak představují výrazný čistý nárůst nabídky eurových nadnárodních dluhových cenných papírů. Budoucnost však teprve ukáže, zda dluhopisy financující NGEU budou pouze jednorázovou operací podobně jako dluhopisy EFSF (po splacení všech krizových úvěrů členskými státy EFSF své dluhopisy splatí a zanikne), nebo zda se jedná jen o začátek stále společné dluhové facility EU pro krizové situace. Nelze vyloučit ani možnost, že se stávající nadnárodní dluhopisové

¹⁴ Význam politické podpory ilustruje například downgrade EU agenturou S&P v roce 2016 (z AAA na AA) s odkazem na sníženou kohezi po brexitovém referendu. Tento rating agentura v červenci 2020 vylepšila pozitivním výhledem, opět s odkazem na politickou kohezi a evropskou solidaritu, která se projevila schválením NGEU (S&P, 2020).

financování NGEU stane postupně základem pro budoucí všeobecný unijní fiskální zdroj, který po splnění určitých kritérií umožní členským státům EU půjčovat si na finančních trzích za výhodnějších podmínek.

Nutnost společný dluh splácet povede k rozšíření vlastních daňových zdrojů EU. Úvěry z RRF budou splácet jednotlivé členské státy EU, ale granty RRF budou hrazeny ze společného rozpočtu EU, který má být rozšířen o nové vlastní daňové zdroje jako např. příjmy z mechanismu pro uhlíkové vyrovnávání na hranicích EU, emisních povolenek či evropské digitální daně. Tyto nové daňové příjmy by alespoň částečně vymanily Unii ze stávající fiskální závislosti na příspěvcích členských států založených na hrubém národním důchodu a dani z přidané hodnoty.

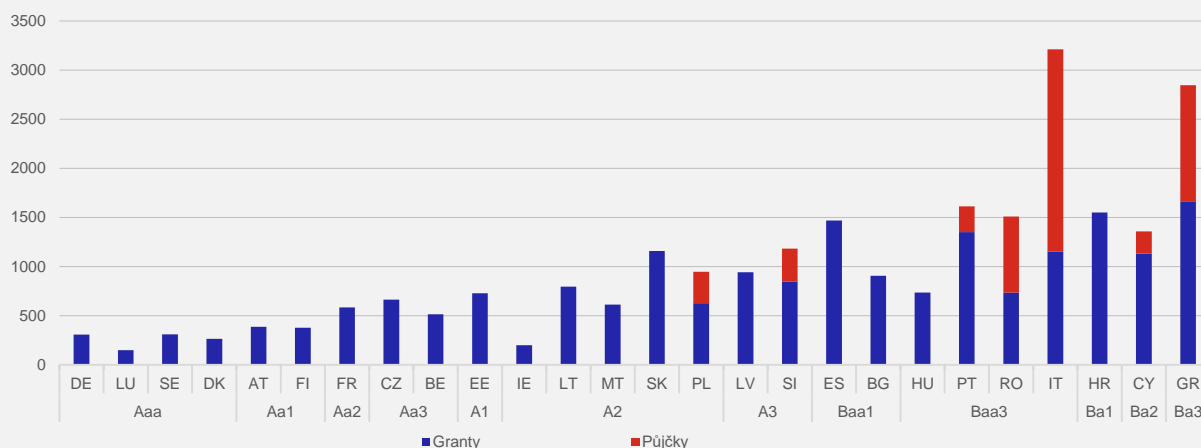
Nástroj pro transformaci evropské ekonomiky

Většina členských států EU¹⁵ má již národní plány obnovy schválené na úrovni EU a začaly s realizací naplánovaných investic a reforem. Většina členských států EU předložila Evropské komisi svoje národní plány do letních prázdnin 2021, přičemž ty z nich, které získaly pozitivní hodnocení ze strany Evropské komise byly Radou EU postupně schvalovány v 2. polovině roku 2021. Proces hodnocení se však zadrhl v případě Polska a Maďarska jako zemí, které čelí pochybnostem o dodržování základních unijních hodnot jako jsou principy právního státu. U schválených plánů obnovy byla automaticky vyplacena první platba, nicméně další platby národních plánů jsou podmíněny plněním cílů a milníků v jednotlivých projektech s předem vyčíslenými náklady. Plnění těchto projektových indikátorů bude každé pololetí kontrolováno Evropskou komisí. Tento nový systém proplácení evropských prostředků předpokládá rychlejší čerpání národních grantů a půjček z klíčového fondu NGEU ve srovnání s kohezními a zemědělskými alokacemi členských států EU v rámci standardního víceletého finančního rámce (VFR) 2021 – 2027.

Kromě nevratné alokace ve formě tzv. grantů mohou členské státy z RRF získat i vratné úvěry. Zatímco o celou národní grantovou alokaci Nástroje pro oživení a odolnost si kromě Lotyšska a Švédska požádaly všechny státy, o čerpání půjček projevilo zájem jenom několik států (Polsko, Slovinsko, Portugalsko, Rumunsko, Itálie, Kypr a Řecko). Jedná se především o země s horším hodnocením finančních trhů v souvislosti s emisí národních dluhopisů. O financování plánů prostřednictvím půjček si však mohou členské státy EU požádat i dodatečně až do konce srpna 2023. Národní plány obnovy mohou být dále upraveny v souvislosti s přepočtem grantových alokací v 1. polovině roku 2022 na základě skutečného vývoje ekonomik v letech 2020 – 2021. Na rozdíl od grantových alokací se alokace půjček v budoucnu již upravovat nebudou. V přepočtu na počet obyvatel získá největší objem finančních prostředků Itálie a Řecko, nejnižší pak Lucembursko a Irsko (graf 7).

Graf 7 – Granty a půjčky v národních plánech obnovy ve vztahu k ratingu Moody's

(EUR na obyvatele)



Zdroj: Národní plány obnovy, Moody's

Pozn.: Sovereign Debt Rating zemí podle Moody's v období předkládání národních plánů obnovy Evropské komisi (duben–červen 2021)

Z celkové alokace RRF ve výši 723,8 mld. EUR si na základě schválených plánů obnovy členské státy EU dosud požádaly o 498 mld. EUR, tj. o cca 70 % dostupných finančních prostředků. Zbývajících 30% zůstává k dispozici na případné půjčky pro členské státy, které této možnosti dosud nevyužily. V absolutním vyjádření bude největším příjemcem čerpaných prostředků Itálie, dále Španělsko, Francie, Polsko, Řecko a Německo (graf 8).

Naopak v poměru objemu čerpaných prostředků k HDP roku 2019 je největším příjemcem Řecko, nejmenším pak Lucembursko. Z existujících dat nelze určit jednoznačný závěr o korelaci objemu čerpaných prostředků v poměru k HDP

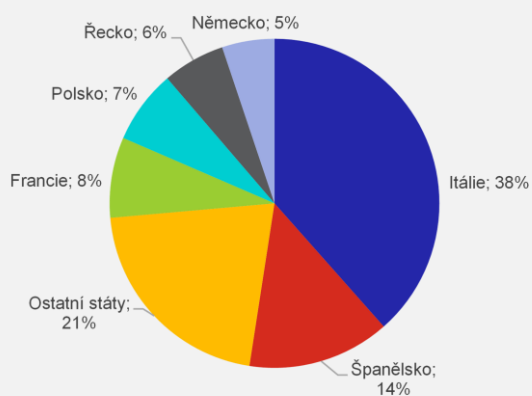
¹⁵ Ke konci října 2021 bylo schváleno 22 z 26 předložených plánů obnovy. Na schválení plánů ještě čeká Polsko, Maďarsko, Bulharsko a Švédsko. Nizozemsko plán obnovy zatím nepředložilo.

roku 2019 a meziročnímu poklesu hospodářské výkonnosti dané země v roce 2020 (graf 9). Financování z NGEU tak hodlá využít např. i Irsko, které přitom v roce 2020 jako jediná země EU zaznamenalo dokonce hospodářský růst.

Národní plány obnovy převyšují stanovený minimální podíl výdajů na zelené (37 %) a digitální (20 %) projekty, neboť dohromady představují 60 % plánovaných výdajů převážně investičního charakteru (graf 10). NGEU klade důraz na podporu investiční aktivity, aby se neopakoval její významný pokles z období finanční a dluhové krize. Zároveň se prostřednictvím pevně stanovené hranice minimálního podílu výdajů na zelené a digitální projekty soustředí na transformaci unijních ekonomik v zájmu dosažení cílů v oblasti klimatu (zejména uhlíková neutralita v roce 2050) a na podporu digitalizace EU. Každý projekt zařazený do plánu obnovy byl zhodnocen z hlediska svého environmentálního a digitálního přínosu podle jednotné metodiky Evropské komise. Obecně mají největší podíl zelených projektů ve svých plánech státy, které mají zkušenosti v oblasti zelených investic, a podobné projekty proto měly již předem připravené (např. Dánsko a Finsko). Všechny státy do svých plánů zařadily projekty na snižování energetické náročnosti budov a podporu čistých zdrojů v dopravě, protože k dosažení uhlíkové neutrality bude nutné vedle průmyslu snížit také emise oxidu uhličitého produkované domácnostmi a dopravou. U digitálních projektů směřuje podpora zejména do podnikatelské sféry a školství, ovšem některé státy s nižší mírou digitalizace veřejné správy zaměřily projekty i na tuto oblast. Ve skupině ostatních projektů pak figurují investice do oblastí stanovených v RRF nebo reflektujících tzv. Doporučení Rady EU pro jednotlivé členské země v rámci Evropského semestru v letech 2019 a 2020. Jedná se zejména o modernizaci zdravotnictví, zkvalitnění podnikatelského prostředí a daňové či penzijní reformy.

Graf 8 – Podíly vybraných států na celkové hodnotě plánů obnovy

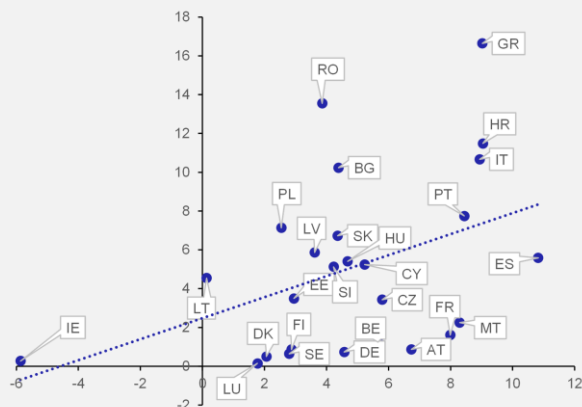
(v %)



Zdroj: Výpočet autorů
Pozn.: Zahrnuje 26 předložených plánů obnovy

Graf 9 – Velikost plánu obnovy a vývoj HDP v roce 2020

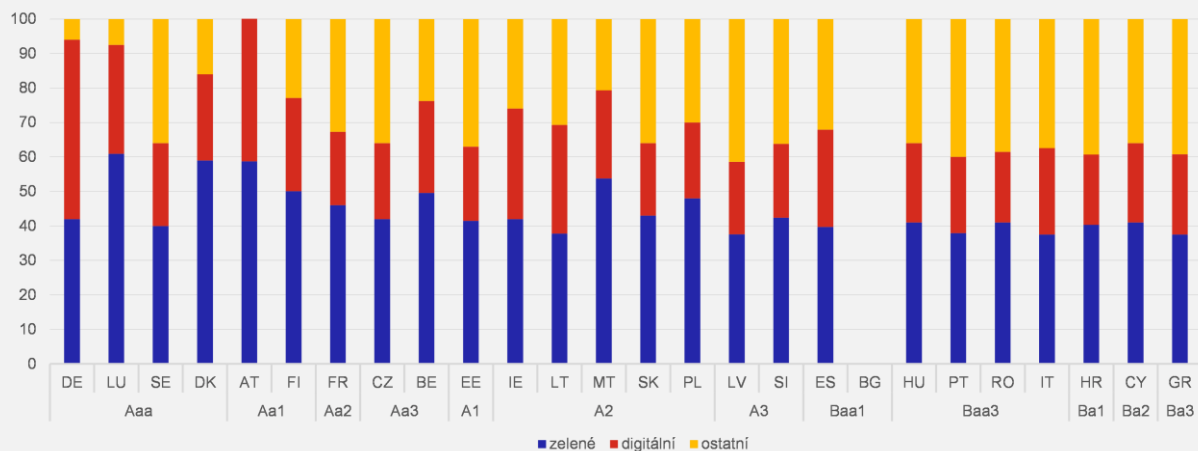
(osa x: pokles HDP, v %; osa y: plán obnovy/HDP 2019 v %)



Zdroj: Národní plány obnovy, Eurostat
Pozn.: Zahrnuje 26 předložených plánů obnovy

Graf 10 – Typy projektů v národních plánech obnovy

(podíly v %)

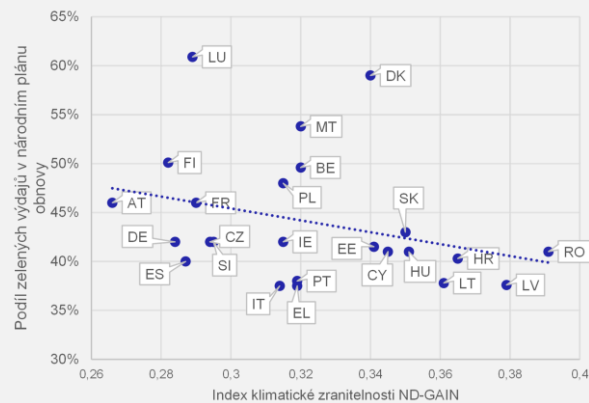


Zdroj: Národní plány obnovy, Moody's
Pozn.: Pro Bulharsko nejsou data dostupná. Sovereign Debt Rating zemí podle Moody's v období předkládání národních plánů obnovy Evropské komisi (duben–červen 2021)

Státy lépe připravené čelit klimatickým změnám mají ve svých plánech obnovy větší podíl zelených výdajů (Rakousko, Finsko, Lucembursko) než státy s nižší klimatickou odolností (graf 11). Z dotazníkového šetření EIB z roku 2020, které se týkalo investičních plánů firem vyplývá, že ve státech s vyšším podílem zelených výdajů v národních plánech rovněž platí, že větší část domácích firem počítá se zelenými investicemi. Současně však z šetření plyne, že analyzované firmy téměř ve všech členských státech EU nepovažovaly za hlavní překážku realizace zelených investic dostupnost finančních zdrojů, ale nejistotu ohledně příslušné legislativy a riziko případného zdanění zelených aktivit. Z šetření vyplývá, že širší zapojení ekonomických subjektů do ozeleňování ekonomik bude kromě veřejných investic vyžadovat i vytvoření stimulačního a stabilního právního prostředí. V oblasti digitalizace lze pozorovat podobný trend jako v případě zelených investic, tedy že více digitalizované národní ekonomiky plánují větší objem digitálních projektů, než státy, které v digitalizaci zaostávají (graf 12).

Graf 11 – Klimaticky zranitelnější státy plánují relativně nižší zelené výdaje

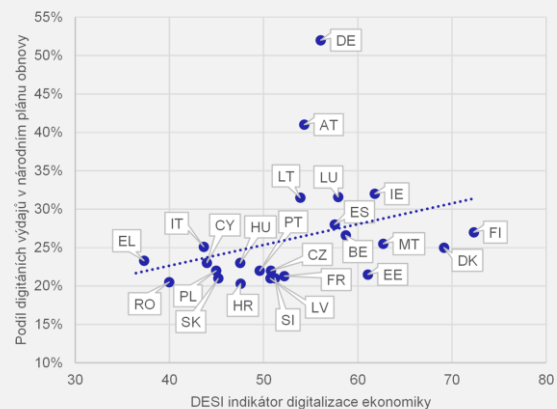
(podíl zelených výdajů v plánu obnovy ve vztahu ke klimatické zranitelnosti ekonomiky)



Zdroj: Národní plány obnovy, ND-GAIN index Iniciativy ND-GAIN odrážející náchylnost dané ekonomiky na klimatické změny a schopnost jim čelit.

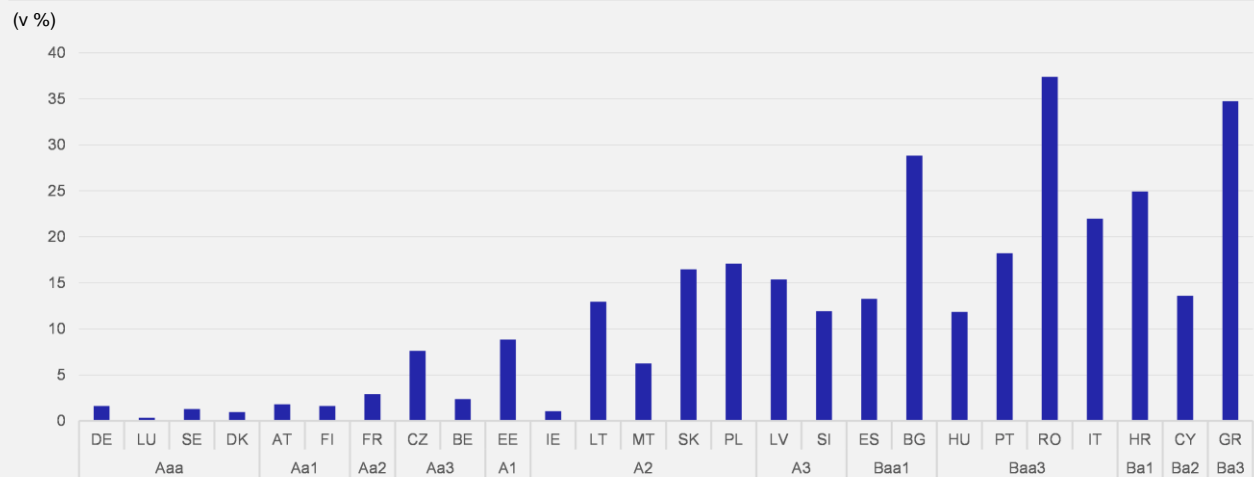
Graf 12 – Státy zaostávající v digitalizaci plánují utratit méně na digitální projekty

(podíl digitálních výdajů v plánu obnovy ve vztahu k celkové digitalizaci ekonomiky)



Zdroj: Národní plány obnovy, DESI index Evropské komise zachycující pět oblastí digitalizace dané ekonomiky např. internetové pokrytí, digitalizace veřejné správy.

Graf 13 – Podíl souhrnného objemu grantů a půjček v národních plánech obnovy k vládním výdajům v roce 2019



Zdroj: Národní plány obnovy, Moody's

Pozn.: Sovereign Debt Rating zemí podle Moody's v období předkládání národních plánů obnovy Evropské komisi (duben–červen 2021)

Hospodářská důležitost národních plánů obnovy měřená podílem alokace grantů a půjček z RRF na celkových vládních výdajích v roce 2019 je nejvyšší ve státech s horším hodnocením finančních trhů (graf 13). Z fiskálního hlediska je čerpání grantů rozpočtově neutrální, tj. nemá vliv na saldo veřejných financí v aktuálním vyjádření. V některých státech však dojde v souvislosti s implementací národního plánu obnovy k výraznějšímu nárůstu vládních příjmů a výdajů. Svoje alokace sice budou státy čerpat v delším časovém horizontu po dobu až 6 let, ale především pro Rumunsko a Řecko se bude jednat o významný dodatečný zdroj hospodářského rozvoje v kontextu těch stávajících. Naproti tomu tyto

dodatečné finanční prostředky nebudu hrát podstatnou roli ve veřejných rozpočtech několika členských států, ve kterých podíl grantů nepřekročí pět procent vládních výdajů (Německo, Lucembursko, Švédsko, Dánsko, Rakousko, Finsko, Francie, Belgie a Irsko).

Závěr

Evropský plán obnovy NGEU je důležitým milníkem v propojování národních rozpočtů států EU a posilování unijních fiskálních pravomocí. V porovnání s řešením minulé ekonomické krize v EU v letech 2009 a následně je zjevné, že se členské státy při vyjednávání o obsahu NGEU dokázaly mnohem rychleji dohodnout na konečném modelu ekonomické obnovy přijatelném pro všechny země EU. Současně je NGEU dalším krokem ve vytváření společných unijních dluhopisů, tentokrát však určených nikoli pouze pro státy eurozóny, ale pro všechny unijní země. Klíčovou odlišností je rovněž fakt, že prostředky získané na finančních trzích nejsou jednotlivým členským státům poskytnuty pouze jako splatné úvěry, ale do značné míry jsou vypláceny jako nevratné granty. Na asymetrický šok způsobený kovidovou pandemií, který reálně zasáhl různé členské státy různým způsobem a některé z nich navíc zastihl ve špatné fiskální situaci, se Unie tentokrát rozhodla reagovat solidárním postupem vedoucím ke sdílení fiskálního rizika a posilujícím unijní fiskální centralizaci.

Přestože je NGEU definován jako jednorázové a časově limitované řešení post pandemického ekonomického oživení, posouvá hranice možného a vytvoření společných unijních dluhopisů do budoucna proto již není možné považovat jen za nespílitelný sen, ale naopak za jednu z reálných variant řešení jakékoli budoucí ekonomické krize v EU. Svým strategickým ekonomickým významem proto lze NGEU podle našeho názoru přirovnat k vytvoření unijního jednotného trhu či zavedení společné měny euro. Skutečné obrysy případného trvalého mechanismu, který by NGEU v budoucnosti mohl nahradit, nelze v tuto chvíli ještě přesně identifikovat, nicméně lze očekávat silné tendence k zavedení podobného trvalého řešení. NGEU by tak mohl být pro EU jakýmsi hamiltonovským okamžikem, který fakticky stvořil americký kapitálový trh a vydobyl pro USA kredibilitu finančních trhů.

Zdroje

AFME (2021), "ESG Finance Report Q2 2021", <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/ESG-Finance-Q2-2021---European-Sustainable-Finance>.

EIB Investment Survey (EIBIS), listopad 2021, <https://www.eib.org/en/publications-research/economics/surveys-data/eibis/index.htm>.

ESM (2021), "Investor Presentation Nov 2021", https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/document/2021-11/20211101_EFSF_ESM_InvestorPresentation.pdf.

Eurostat: Eurostat Database. Lucemburk, Eurostat, listopad 2021, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

Evropská komise (2021), "SURE: One Year On", COM(2021)596, [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM\(2021\)596&lang=en](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM(2021)596&lang=en).

Evropská komise: National Recovery and Resilience Plans. Belgie, listopad 2021, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_en#national-recovery-and-resilience-plans.

Fitch Ratings (2020), "ESM Coronavirus Loan Demand Limited by Borrower Perceptions", <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/esm-coronavirus-loan-demand-limited-by-borrower-perceptions-19-11-2020>.

Fitch Ratings (2021), "Fitch Affirms European Union and Euratom at 'AAA'; Outlook Stable", Rating Action Commentary, <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-european-union-euratom-at-aaa-outlook-stable-24-02-2021>.

Horn, S, J Meyer and C Trebesch (2020), "European community bonds since the oil crisis: Lessons for today?", Kiel Policy Brief No 136.

ING (2021), "The corporate premium in green finance", ING THINK Economic and Financial Analysis, <https://think.ing.com/articles/greenium-bundle-part-2-the-corporate-premium-in-green-finance/>.

Moody's (2020). "Rating Action: Moody's affirms the European Union's Aaa rating; outlook stable", https://www.moody's.com/research/Moodys-affirms-the-European-Unions-Aaa-rating-outlook-stable--PR_430731.

S&P (2020), "S&P Global Ratings raises EU's outlook to positive on €750B recovery fund", S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/s-p-global-ratings-raises-eu-s-outlook-to-positive-on-8364-750b-recovery-fund-59702473>.

Klíčová slova

NGEU, fiskální politika, zelené finance

JEL Klasifikace

E62, F36, F30

A1. Změna predikcí pro rok 2021

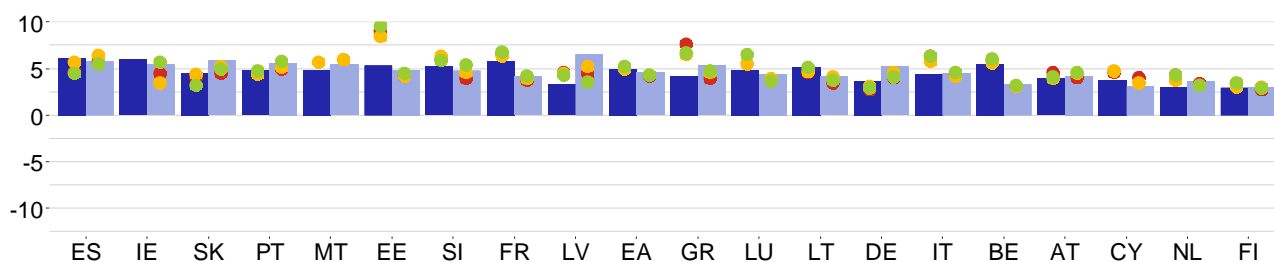
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	+0,4	-0,1	+0,4	+0,1	+0,8	+0,3	+0,3
US	+0,1	-1,0	-0,4	-1,1	+0,2	+2,0	+1,0	+0,8
UK	+0,1	-0,2	+0,2	-0,3	+0,1	+0,7	+0,1	+0,3
JP	-0,4	-0,4	-0,7	-0,4	0	-0,3	+0,2	-0,6
CN	0	-0,1	-0,4	0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2
RU	0	+0,3	+1,6	+0,4	+0,8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

A2. Změna predikcí pro rok 2022

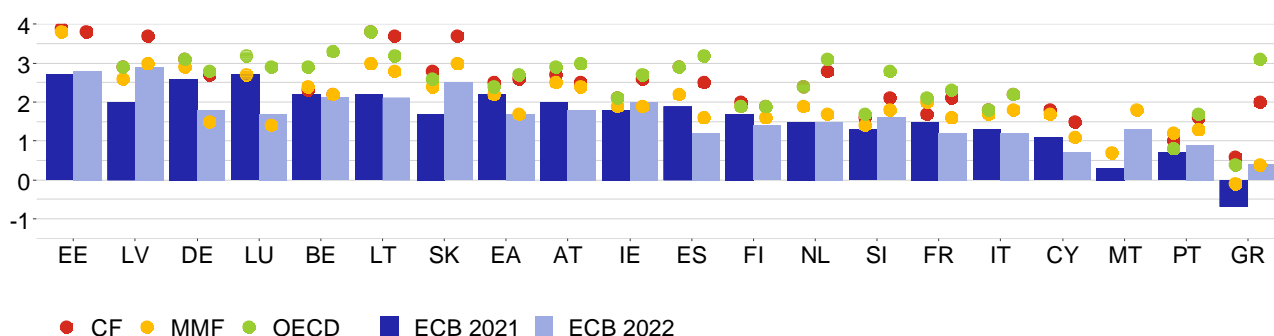
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1	0	-0,3	-0,1	+0,3	+0,5	+0,8	+0,2
US	0	+0,3	-0,2	+0,5	+0,5	+1,1	+1,7	+0,1
UK	0	+0,2	-0,5	-1,0	+0,4	+0,7	+1,3	+0,9
JP	+0,2	+0,2	+1,3	+0,2	0	-0,2	+0,3	0
CN	-0,1	-0,1	-0,7	0	0	-0,1	-0,5	0
RU	+0,1	-0,2	-0,7	-0,3	+0,1	+1,4	+0,4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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



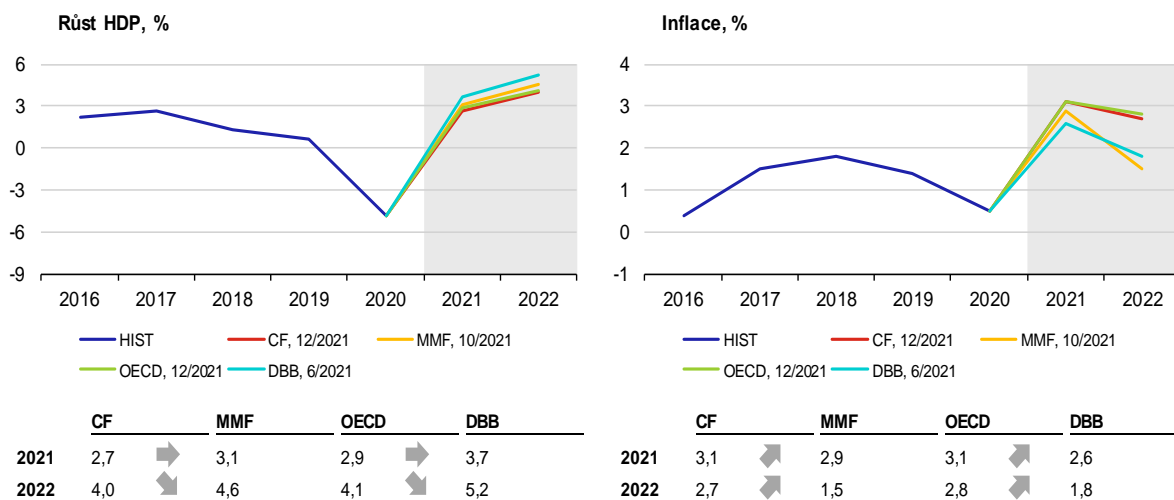
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



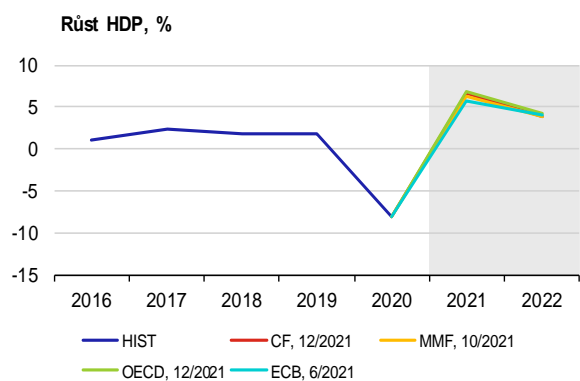
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

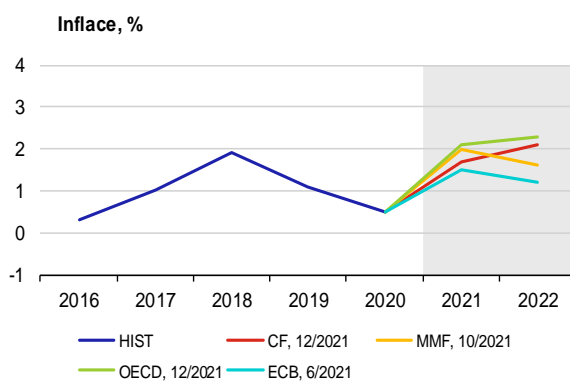
Německo



Francie

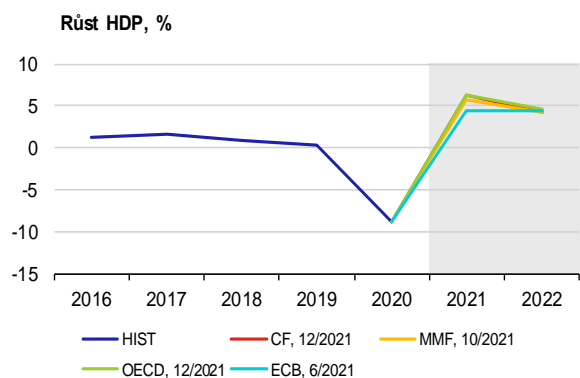


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	6,6	6,3	6,8	5,8
2022	3,8	3,9	4,2	4,1

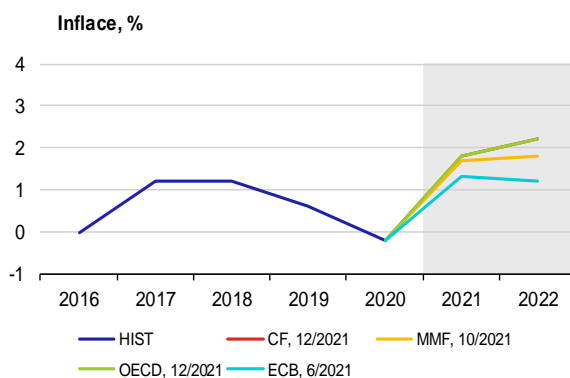


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,7	2,0	2,1	1,5
2022	2,1	1,6	2,3	1,2

Itálie

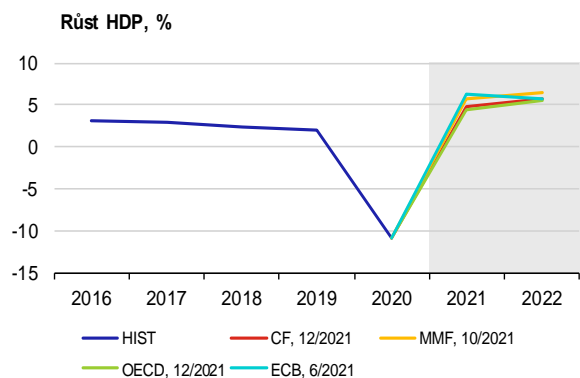


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	6,3	5,8	6,3	4,4
2022	4,3	4,2	4,6	4,5

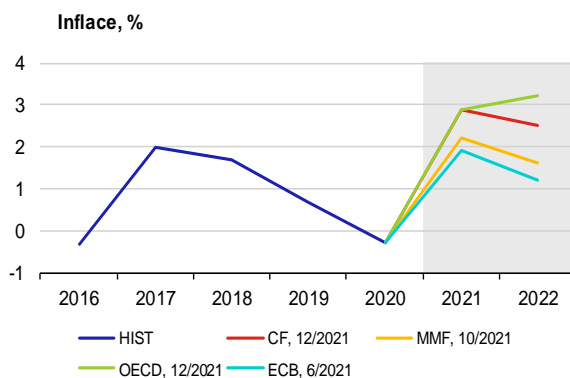


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,8	1,7	1,8	1,3
2022	2,2	1,8	2,2	1,2

Španělsko

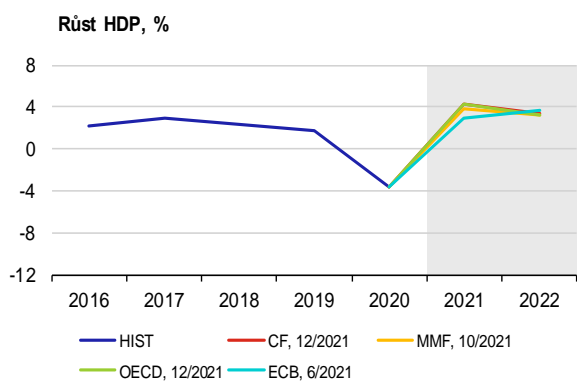


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,7	5,7	4,5	6,2
2022	5,8	6,4	5,5	5,8

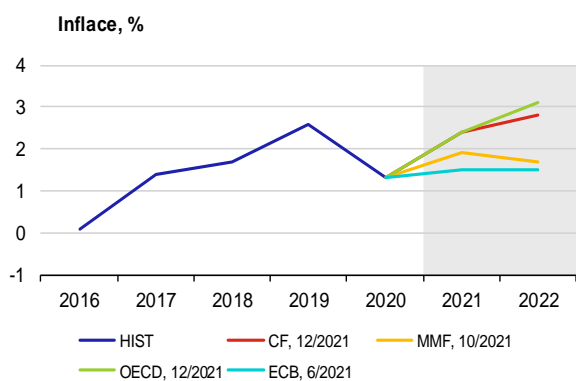


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,9	2,2	2,9	1,9
2022	2,5	1,6	3,2	1,2

Nizozemsko

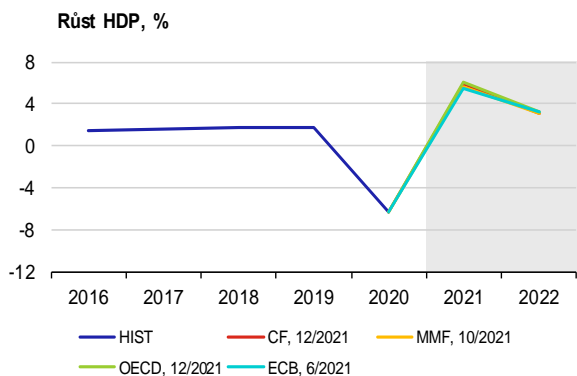


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,3	3,8	4,3	3,0
2022	3,4	3,2	3,2	3,7

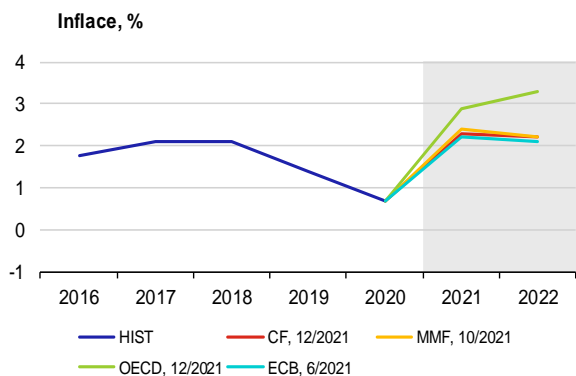


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,4	1,9	2,4	1,5
2022	2,8	1,7	3,1	1,5

Belgie

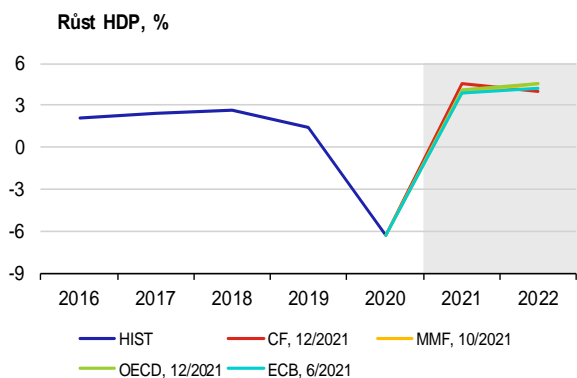


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	5,9	5,6	6,1	5,5
2022	3,1	3,1	3,2	3,3

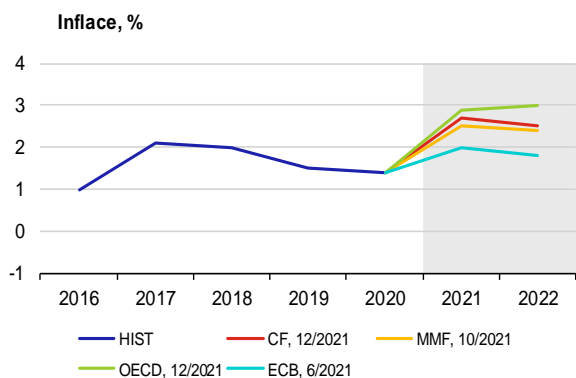


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,3	2,4	2,9	2,2
2022	2,2	2,2	3,3	2,1

Rakousko

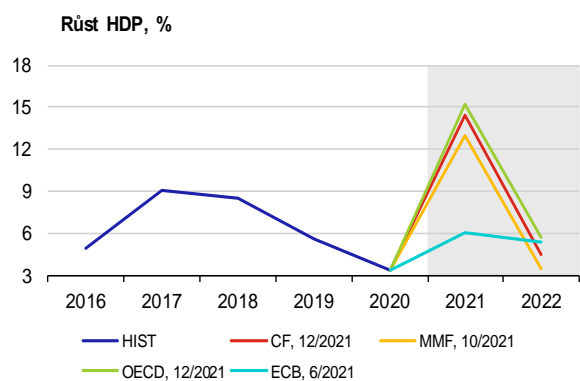


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,6	3,9	4,1	3,9
2022	4,0	4,5	4,6	4,2

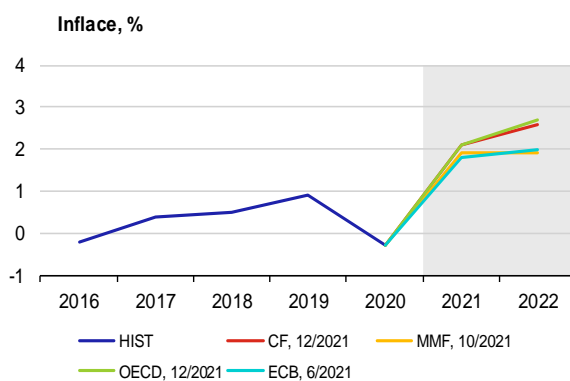


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,7	2,5	2,9	2,0
2022	2,5	2,4	3,0	1,8

Irsko

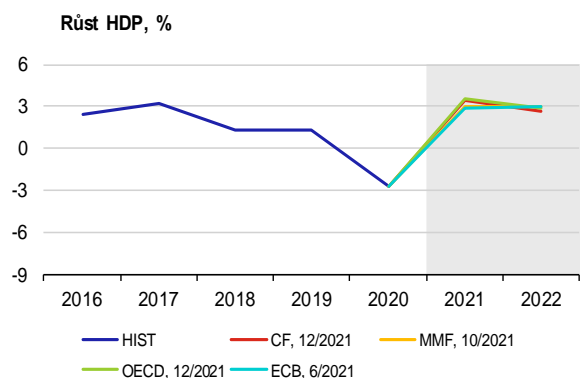


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	14,4	13,0	15,2	6,0
2022	4,5	3,5	5,7	5,4

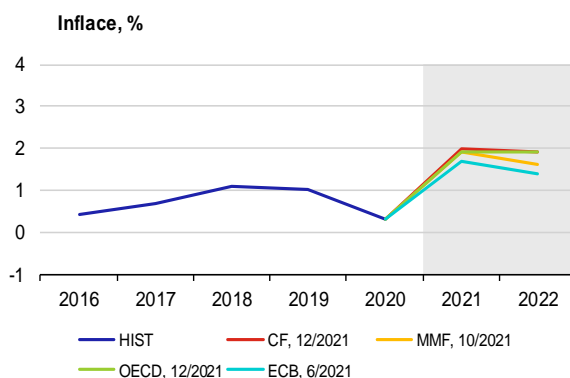


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,1	1,9	2,1	1,8
2022	2,6	1,9	2,7	2,0

Finsko

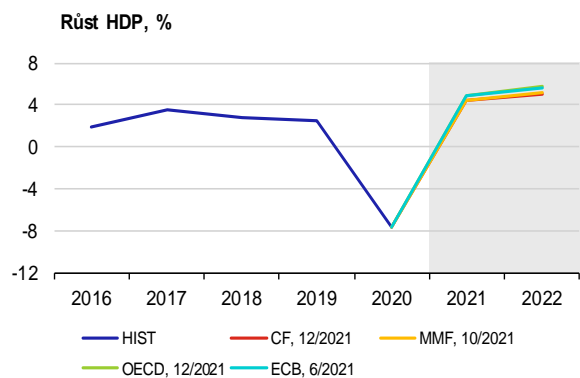


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,4	3,0	3,5	2,9
2022	2,7	3,0	2,9	3,0

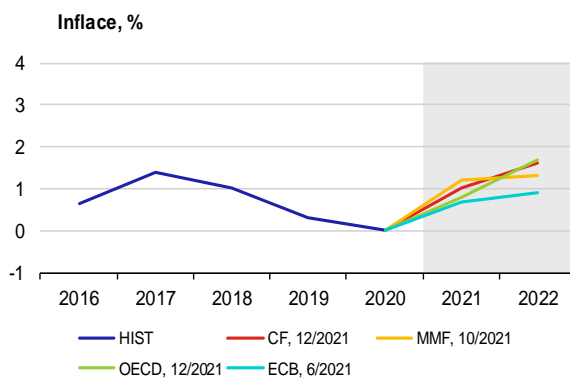


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,0	1,9	1,9	1,7
2022	1,9	1,6	1,9	1,4

Portugalsko

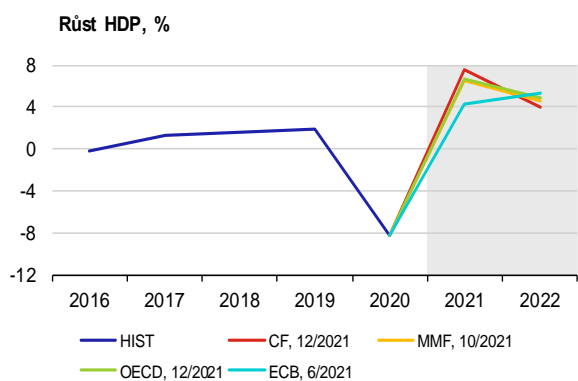


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,4	4,4	4,8	4,8
2022	5,0	5,1	5,8	5,6

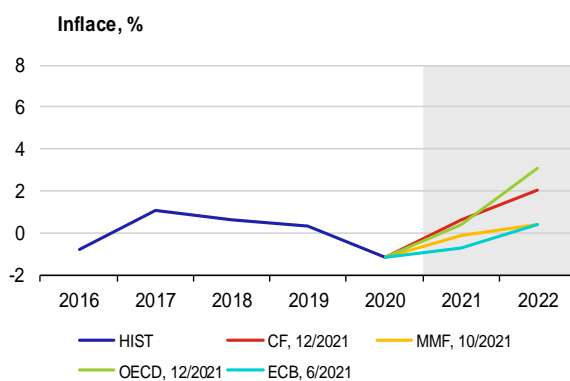


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,0	1,2	0,8	0,7
2022	1,6	1,3	1,7	0,9

Řecko

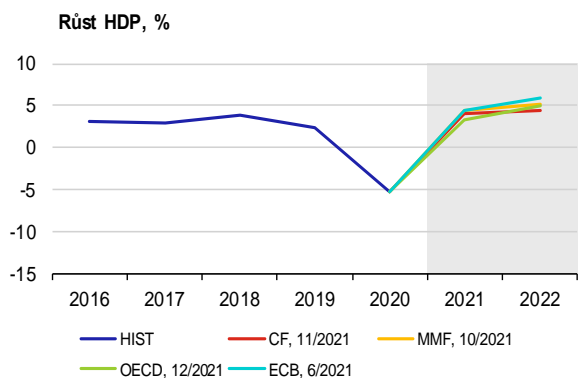


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	7,6	6,5	6,7	4,2
2022	3,9	4,6	4,8	5,3

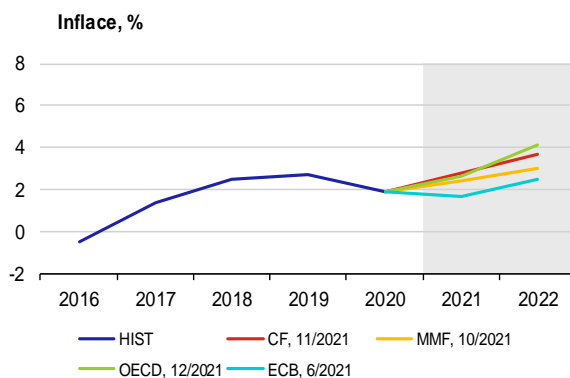


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,6	-0,1	0,4	-0,7
2022	2,0	0,4	3,1	0,4

Slovensko

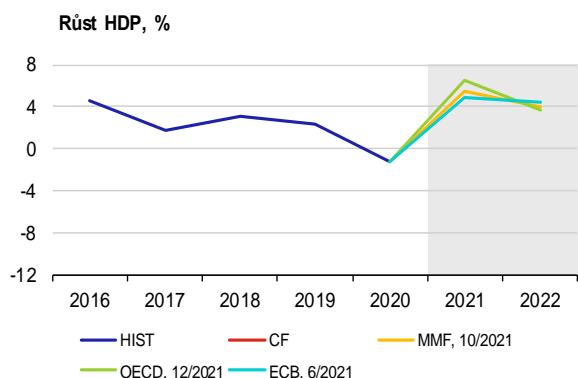


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,0	4,4	3,2	4,5
2022	4,5	5,2	5,0	5,9

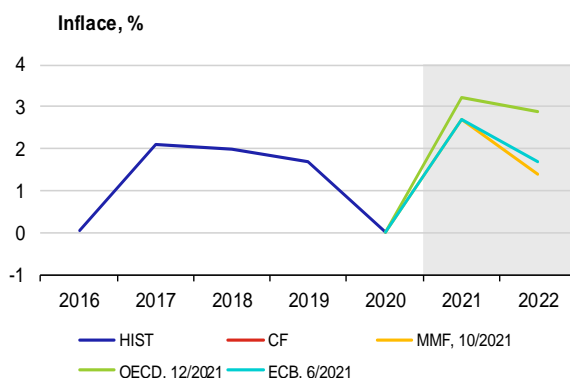


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,8	2,4	2,6	1,7
2022	3,7	3,0	4,1	2,5

Lucembursko

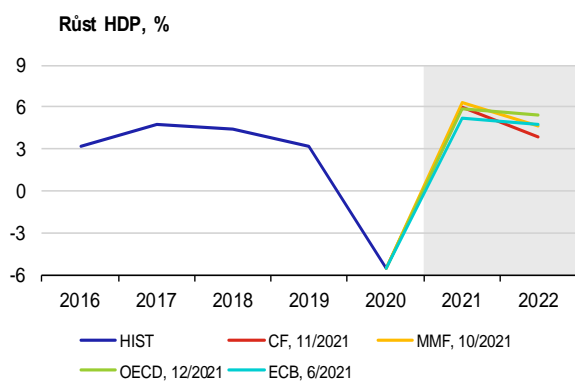


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	5,5	6,5	4,9
2022	n. a.	3,9	3,7	4,4

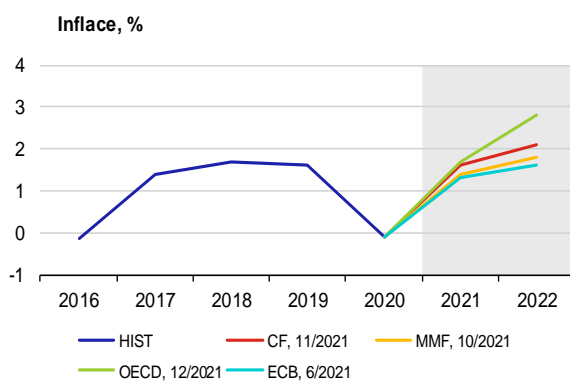


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	2,7	3,2	2,7
2022	n. a.	1,4	2,9	1,7

Slovensko

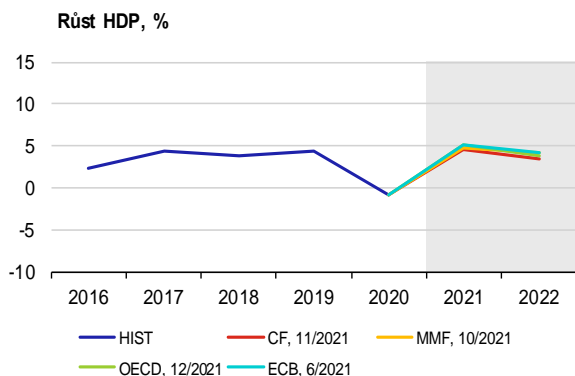


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	6,0	6,3	5,9	5,2
2022	3,9	4,6	5,4	4,8

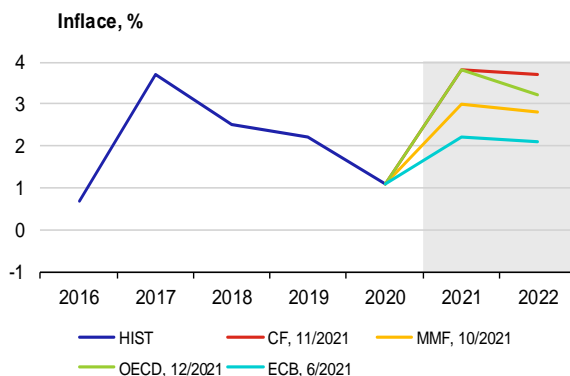


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,6	1,4	1,7	1,3
2022	2,1	1,8	2,8	1,6

Litva

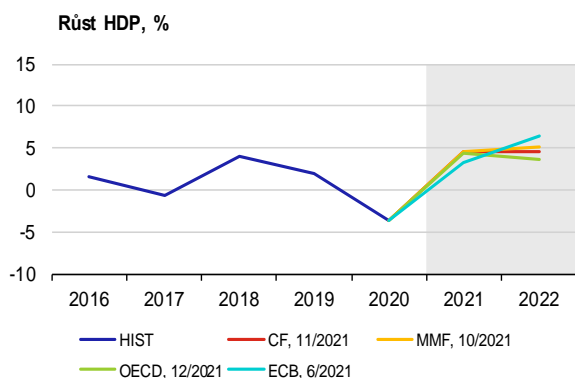


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,6	4,7	5,1	5,1
2022	3,5	4,1	3,8	4,1

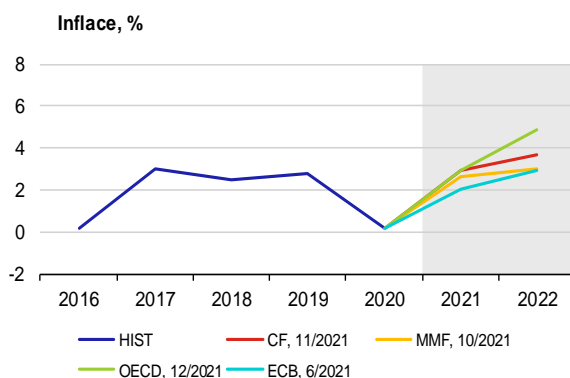


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,8	3,0	3,8	2,2
2022	3,7	2,8	3,2	2,1

Lotyšsko

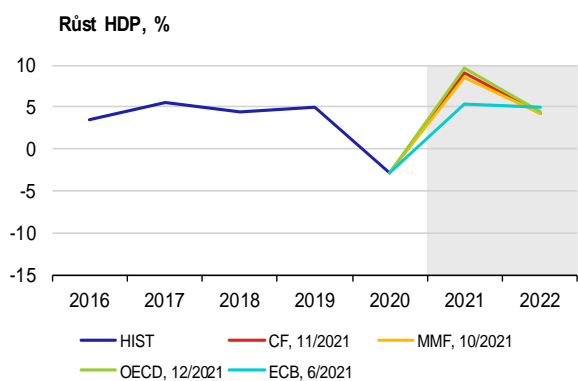


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,6	4,5	4,3	3,3
2022	4,5	5,2	3,6	6,5

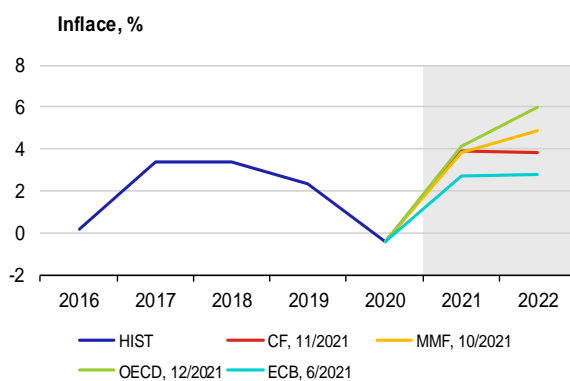


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,9	2,6	2,9	2,0
2022	3,7	3,0	4,9	2,9

Estonsko

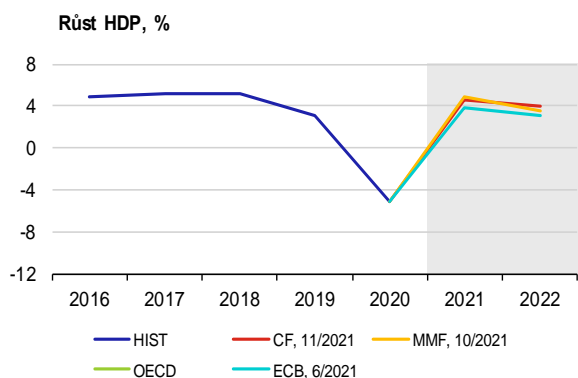


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	9,0	8,5	9,6	5,3
2022	4,2	4,2	4,5	4,9

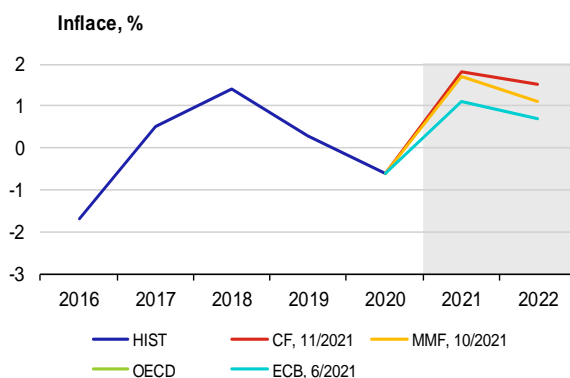


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,9	3,8	4,1	2,7
2022	3,8	4,9	6,0	2,8

Kypr

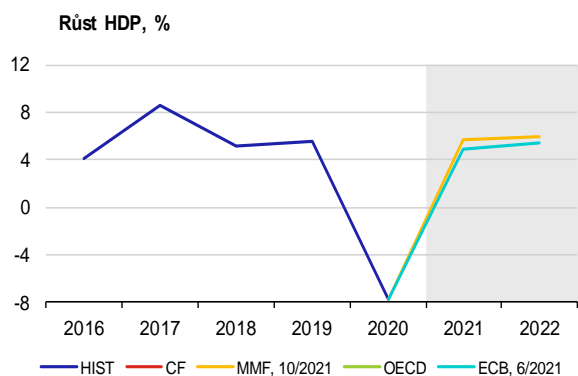


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,6	4,8	n. a.	3,8
2022	4,0	3,5	n. a.	3,1

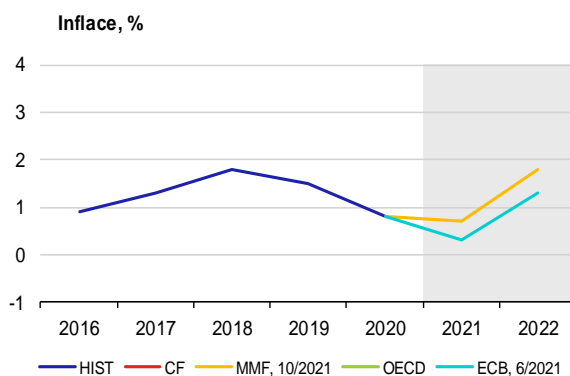


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,8	1,7	n. a.	1,1
2022	1,5	1,1	n. a.	0,7

Malta



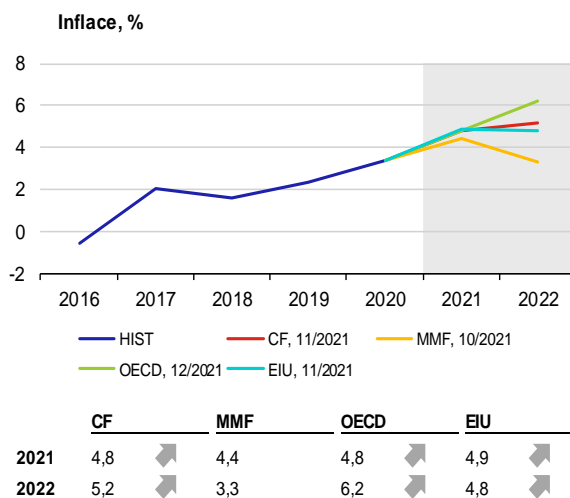
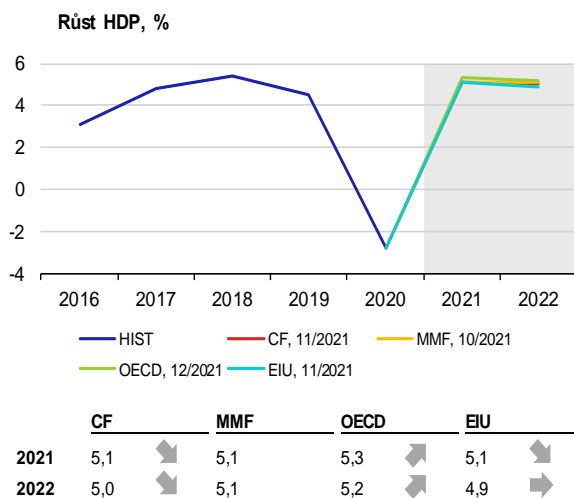
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	5,7	n. a.	4,9
2022	n. a.	6,0	n. a.	5,4



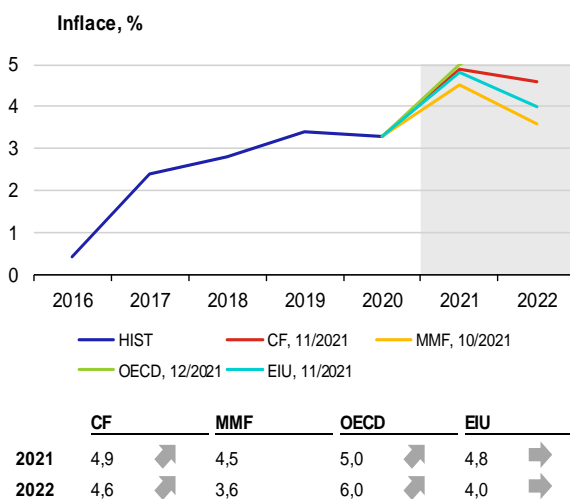
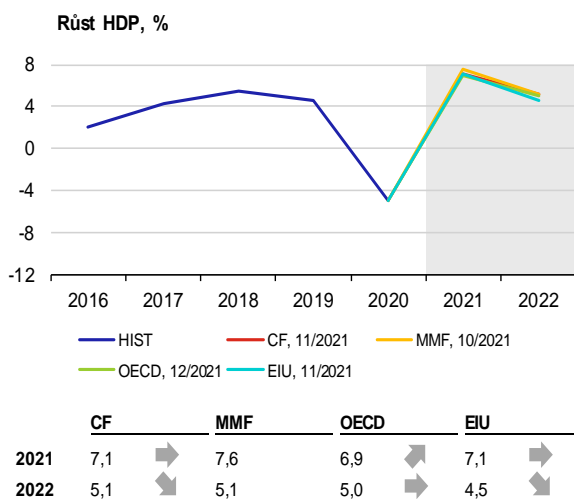
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	0,7	n. a.	0,3
2022	n. a.	1,8	n. a.	1,3

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

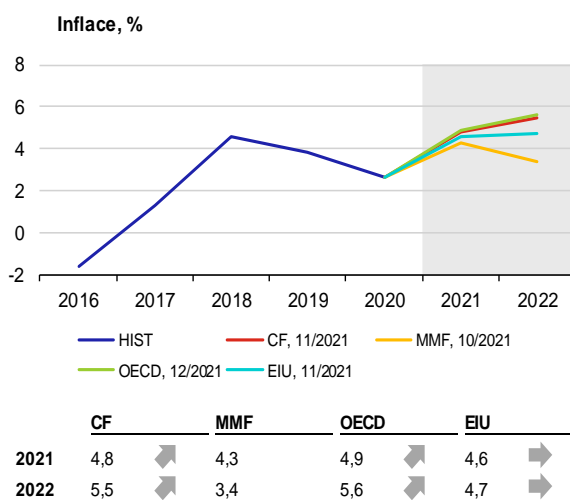
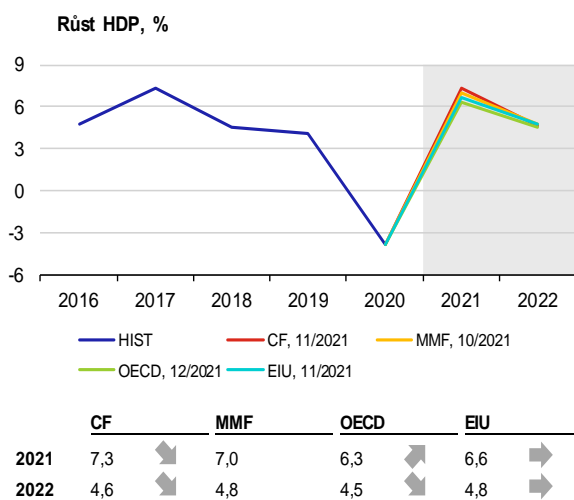
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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

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

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