

Globální ekonomický výhled

leden 2022



Předmluva

Milí čtenáři,

dopady pandemie covid-19 nám ukázaly, jak obtížné je hledat nejuhodnější recepty na podporu ekonomiky v extrémních situacích. Stejně jako ani slovní epidemiologové se ne vždy dokážou shodnout na vhodném postupu při boji s pandemií. Celý svět čekal poptávkovou recesi, a místo toho čelíme bezprecedentnímu globálnímu vzdemutí inflace. Hlavní příčiny mohou být dočasného rázu, ale ta dočasnost trvá už příliš dlouho, aby byla měnovými autoritami ignorována. Právě v této době, kdy je ekonomické prognózování zatíženo velkou nejistotou, považuji za velmi důležité co nejlépe porozumět podstatě zahraničního hospodářského a cenového vývoje. Naše vnímání situace v zahraničí zachycuje nejen naše pravidelná Zpráva o měnové politice, ale také měsíční publikace sekce měnové – Globální ekonomický výhled.

Letošní první vydání GEVU, které se Vám právě dostává do rukou, je mi blízké i zaměřením analytické části. Ta reaguje na obnovený zájem o fenomén dvojích deficitů, tedy souběhu salda běžného účtu platební bilance a rozpočtového deficitu. Za jiných okolností by výsledkem dvojího deficitu byl tlak na oslabování kurzu. Nyní je však deficit běžného účtu způsoben narušením dodavatelských řetězců – zejména globálním nedostatkem čipů, kvůli kterému se na čas zkomplikoval vývoz domácích automobilek, ačkoliv zájem kupujících zůstává značný. I rozpočtový deficit byl v uplynulém období přirozeným jevem, který pomohl překlenout turbulentní období pandemických uzavírek a vyhnout se dramatickým dopadům na trh práce a poptávku. Poslední vývoj robustně posilujícího kurzu koruny naznačuje, že toto příznivé hodnocení s námi sdílí i trh a strach z dvojích deficitů je protentokrát zažehnán.

Přeji Vám podnětné čtení a ať se Vám toto zimní číslo líbí,

Vojtěch Benda, člen bankovní rady ČNB



| | |
|--|-----------|
| I. Úvod | 3 |
| II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích | 4 |
| II.1 Eurozóna | 4 |
| II.2 Německo | 5 |
| II.3 Spojené státy | 6 |
| II.4 Čína | 7 |
| II.5 Spojené království | 8 |
| II.6 Japonsko | 8 |
| II.7 Rusko | 9 |
| II.8 Polsko | 9 |
| II.9 Maďarsko | 10 |
| II.10 Výběr ze zemí – Indie | 11 |
| III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů | 12 |
| IV. Vývoj na komoditních trzích | 13 |
| IV.1 Ropa | 13 |
| IV.2 Ostatní komodity | 14 |
| V. Zaostřeno na... | 15 |
| Rizika dvojích deficitů exportně orientovaných evropských ekonomik | 15 |
| A. Přílohy | 19 |
| A1. Změna predikcí pro rok 2022 | 19 |
| A2. Změna predikcí pro rok 2023 | 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

14. ledna 2022

Sběr dat CF

10. ledna 2022

Datum publikace GEVu

21. ledna 2022

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje 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

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

I. Úvod

Covid-19 je s námi žel i v roce 2022, varianta omikron rychle začíná převládat. Epidemie covid-19 nabírá s novým rokem opět na síle. Jistou nadějí je, že by varianta omikron měla v průměru způsobovat oproti předchozím mutacím lehčí průběh nemoci. Zdravotní systém však může být vlivem silné nakažlivosti a masového šíření opět velmi vytížen.

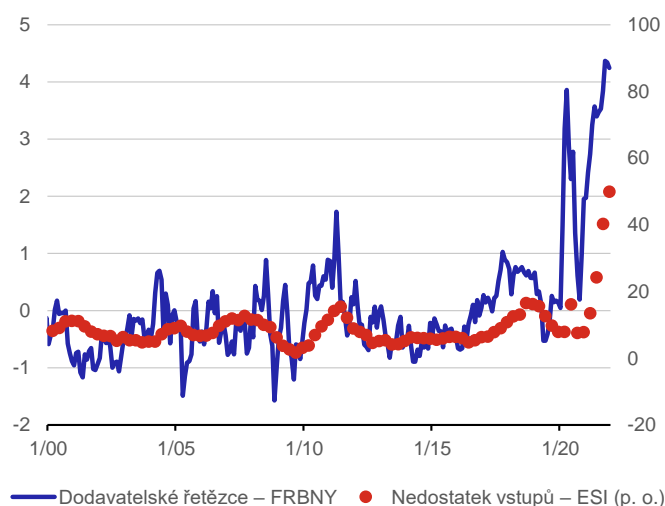
Do nového roku vstupuje řada zemí, včetně těch hospodářsky nejsilnějších, s velmi vysokou inflací. V USA je inflace nejvyšší za téměř čtyři desetiletí a Fed tak čím dál víc čelí otázkám stran faktického plnění jeho duálního mandátu. Začátek růstu úrokových sazeb v USA se očekává s příchodem jara a za celý rok 2022 by mohlo dojít i ke čtyřem standardním zvýšením. Situace v eurozóně je oproti tomu dosti odlišná. Představitelé ECB stále vnímají současné rekordně vysoké hodnoty inflace jako přechodné a očekávají jejich brzký ústup bez nutnosti zvyšování úrokových sazeb. Za tímto postojem je zřejmě z části i nevyčřená obava, co by způsobilo zvýšení úrokových sazeb v předlužených zemích eurozóny. Aktuálně vysoká inflace je podporována i vývojem cen komodit, především těch energetických. Cena ropy dosáhla opět hranice 85 USD/barel a na výhledu je jen mírně klesající.

Řada centrálních bank pokračuje ve zvyšování úrokových sazeb, přesto reálné úrokové sazby zůstávají v drtivé většině zemí záporné.

Graf aktuálního čísla zachycuje vývoj v dodavatelských řetězcích v EU a USA. Historicky byl vývoj celkem podobný a ukazuje se, že nedostupnost výrobních vstupů a problémy v dodávkách nejenže neopadly, ale jsou stále vnímány jako velmi vážné. Právě problémy v dodavatelsko-odběratelských vazbách jsou jednou z dalších příčin inflačních tlaků. Aktuální data také ukazují, že zatím problémy neodeznívají, což by mohlo znamenat déletrvající působení zvýšených inflačních tlaků.

Aktuální číslo rovněž přináší analýzu: „Rizika dvojích deficitů exportně orientovaných evropských ekonomik.“ Článek se zaměřuje na ekonomický fenomén dvojích deficitů. Tento fenomén zachycuje vazbu mezi saldem veřejných rozpočtů a saldem běžného účtu platební bilance. Obojí může mít velmi negativní dopad do stavu ekonomiky a proto je dobré rizikům spojeným se současným vývojem lépe porozumět.

Napětí v dodavatelských řetězcích nepolevuje



Zdroj: Federal Reserve Bank of New York, Evropská komise
Pozn.: Data pro Global Supply Chain Pressures jsou měsíční, data pro ESI jsou čtvrtletní.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

| | | EA | DE | US | UK | JP | CN | RU |
|-----------------------------|------|------|------|-----|------|-------|------|------|
| HDP (%) | 2022 | 4,0 | 3,7 | 3,9 | 4,3 | 3,1 | 5,0 | 2,6 |
| | 2023 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 2,2 | 1,5 | 5,3 | 2,3 |
| Inflace (%) | 2022 | 3,1 | 2,9 | 4,8 | 4,6 | 0,8 | 2,2 | 4,9 |
| | 2023 | 1,6 | 1,9 | 2,6 | 2,5 | 0,7 | 2,3 | 4,3 |
| Unemployment (%) | 2022 | 7,3 | 5,2 | 3,7 | 4,4 | 2,6 | 5,1 | 4,8 |
| | 2023 | 7,0 | 5,0 | 3,5 | 4,4 | 2,5 | 5,0 | 4,7 |
| Exchange rate (against USD) | 2022 | 1,14 | 1,14 | | 1,35 | 114,1 | 6,45 | 72,6 |
| | 2023 | 1,16 | 1,16 | | 1,37 | 111,8 | 6,33 | 72,4 |

Zdroj: Consensus Forecasts (CF), EIU

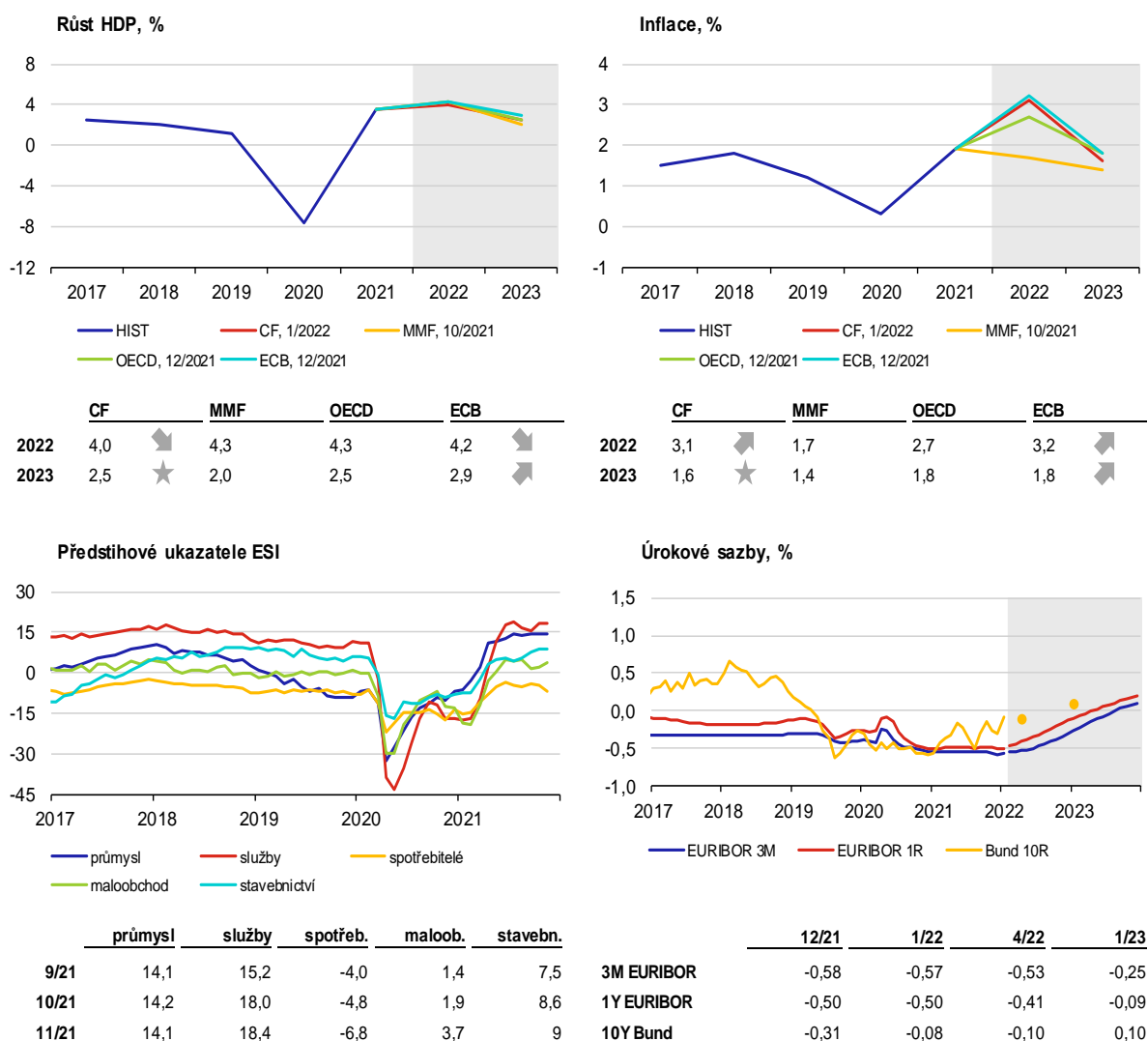
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II.1 Eurozóna

V závěru roku 2021 vyskočila inflace v eurozóně na nový historický rekord. Meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl 5 %, k čemuž přispíval zejména vývoj cen energií, nicméně i jádrová inflace se nachází vysoko nad cílem ECB. Šetření Evropské komise či PMI pak naznačují, že inflační tlaky zůstanou silné i v dalších měsících, třebaže v závěru minulého roku byla očekávání cenového růstu mírně zkorigována. Mzdové tlaky jsou však i nadále mírné, třebaže trh práce v eurozóně ožívuje. Nezaměstnanost se v listopadu snížila na 7,6 %, zejména vlivem vývoje ve Španělsku. V Německu je trh práce již napjatý – nabídka práce je na předkrizových úrovních a počty volných pracovních míst se dále zvýšily. Další komplikace ale může přinést plný nástup varianty omikron. Razantní uzávěry, jako v minulém roce, sice již nejsou reálné, ale vyšší nemocnost způsobí firmám další náklady, což bude opět působit ve směru vyšší inflace.

Nástup omikronu přisype další písek do převodových kol globálních řetězců, které již delší dobu drhnou z důvodu nedostatku materiálů a komponent a vysokých cen energií. Přetížení řetězců se v závěru roku zmírnilo, když poklesly ceny námořní dopravy a dostupnost kontejnerů se zlepšila. Odolnost průmyslu v eurozóně v závěru roku 2021 pak potvrdily i výsledky listopadové průmyslové produkce, která meziměsíčně vzrostla o 2,3 %. Značnou odolnost lze očekávat také v případě výdajů spotřebitelů v eurozóně. V závěru roku se mobilita oproti předchozím pandemickým vlnám nepropadla a maloobchodní tržby v eurozóně v říjnu i v listopadu meziměsíčně rostly. Na druhou stranu na důvěru spotřebitelů citelně dopadají některá vládní opatření (např. vyžadování kovid pasů) a rostoucí účty za energie.

Nový výhled CF přináší pro letošní rok mírně horší očekávání ekonomického růstu při vyšší inflaci. V roce 2023 sice ekonomika eurozóny zpomalí, ale cenové tlaky by již měly ustoupit. Návrat inflace k cíli ECB se tak pravděpodobně opět odsouvá, což bude vytvářet tlak na centrální banku rychleji ukončit nákupy aktiv a přistoupit dříve ke zvýšení sazeb.



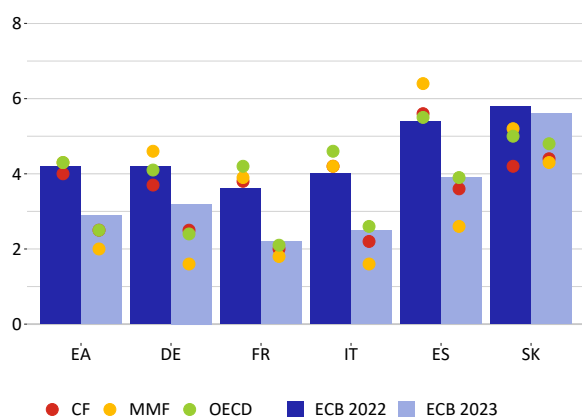
II.2 Německo

V roce 2021 zaostal růst německé ekonomiky výrazně za ostatními zeměmi eurozóny, když podle prvních údajů statistického úřadu dosáhl pouhých 2,7 %. Ekonomický výkon se tak stále nevrátil na předkrizovou úroveň, když revidovaný pokles HDP Německa v roce 2020 činil 4,6 %. Zaostávání je patrné u zpracovatelského průmyslu a některých služeb, zatímco stavebnictví či IT a komunikace již překonaly předkrizový výkon. Podle předběžných dat pak v závěru roku 2021 zaznamenala německá ekonomika mírný pokles. Očekávané oživení se tak opět odložilo a otazníky visí nad vývojem země na začátku roku 2022. Není vyloučeno, že německá ekonomika se opět propadne do recese.

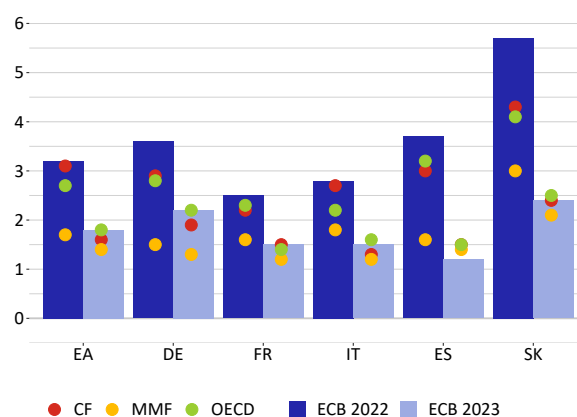
Ekonomický růst Německa v závěru roku 2021 brzdily nejen protiepidemické restriktce, ale i přetížení globálních řetězců a vážnoucí výroba v řadě odvětví. Po optimistickém říjnu průmyslová produkce v Německu v listopadu mírně poklesla. Automobilový průmysl se sice vzpamatovává z nedostatku čipů, ale ostatní sektory stále trpí nedostatkem materiálů a komponent a rostoucími cenami energií. Podle šetření Evropské komise v listopadu potíže s vybavením hlásilo více než 85 % firem ve zpracovatelském průmyslu. Ve spotřebě domácností se negativně odrazil podzimní vlna pandemie, která vedla k lokálním uzávěrám a zavedení restrikcí pro neočkované. Více se to pravděpodobně projeví v některých službách, protože maloobchodní tržby v říjnu i v listopadu meziměsíčně rostly. Ani návštěvy restaurací se podle dat OpenTable nepropadly v takovém rozsahu jako při předchozích vlnách.

Podle analytiků CF již letos německá ekonomika kovidové ztráty dožene, zatímco inflace mírně poklesne. V závěru roku 2021 totiž vystoupala inflace nad 5 %, tedy nejvyšší hodnotu od června 1992. V minulém roce se do vývoje německé inflace propisovala řada jednorázových faktorů, jejichž odeznění přispěje ke značnému snížení dynamiky spotřebitelských cen. Proto CF očekává průměrnou inflaci v roce 2023 již pod 2% cílem ECB. Růst HDP pak zvolní z letošních 3,7 % na 2,5 % v roce 2023.

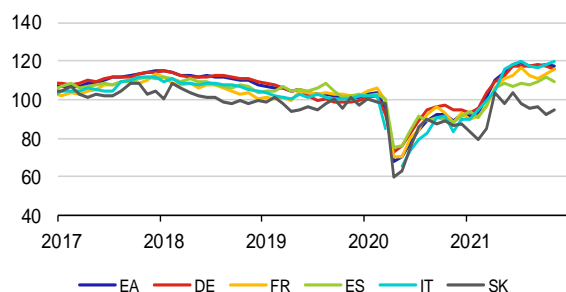
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



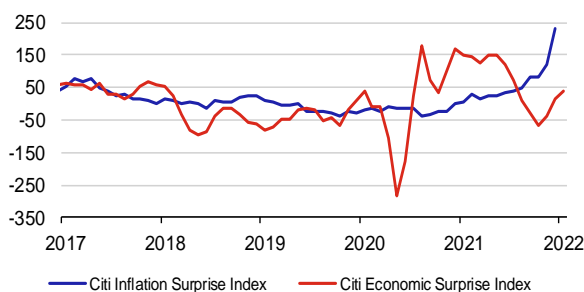
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



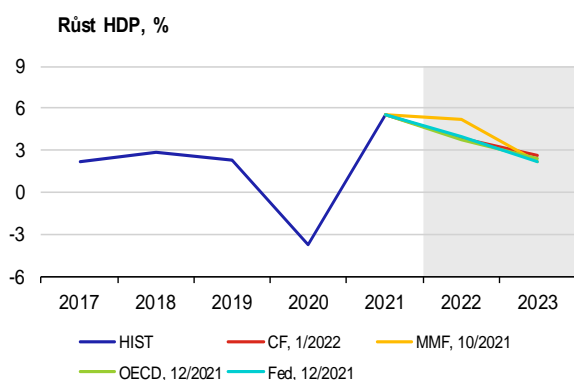
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

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

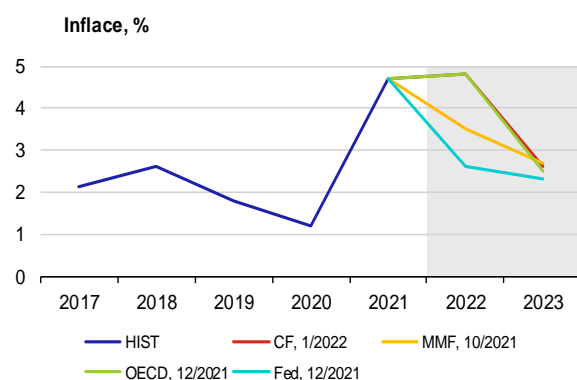
II.3 Spojené státy

Americká ekonomika zažívá, podobně jako zbytek světa, další vlnu pandemie, tentokrát s velmi rychle se šířící mutací omikron. Denní počet nově nakažených přesahuje 800 tisíc a stále roste. Počet lidí, kteří kvůli nakažení zůstávají doma a nemohou pracovat, společně s napjatým trhem práce způsobují problémy v hospodářství. Nový výhled CF předpokládá letošní růst reálného HDP o 3,9 % a nový výhled pro příští rok pak hodnotu 2,6 %. Míra nezaměstnanosti v prosinci klesla na 3,9 %, když bylo vytvořeno téměř 200 000 nových pracovních míst. Míra participace zůstává nízká. Mzdy rostly v říjnu tempem 9,8 % meziročně. Společně s růstem mezd se od jara drží vysoko míra výpovědí ze strany zaměstnanců. Velmi se daří zahraničnímu obchodu, který v listopadu dosáhl rekordních hodnot – dovoz 304 mld. USD a vývoz 224 mld. USD.

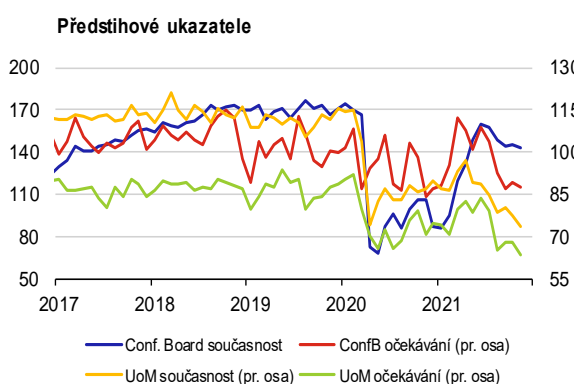
Inflace v USA by měla v lednu kulminovat, inflační očekávání se ale drží vysoko a americká centrální banka šlape na brzdu. V prosinci rostly spotřebitelské ceny tempem 7,1 % meziročně, jádrová inflace dosáhla 5,5 %. Ceny potravin rostly o 6,3 %, služby o 3,7 %, a energie o 29,3 %. Vysoké ceny energií a neklesající ceny dopravy působí na ceny průmyslových výrobců, které rostly v prosinci tempem 9,8 % a ceny hotových výrobků pak tempem 12,4 %. Výhled inflace z dílny CF byl pro letošní rok opět revidován směrem vzhůru na hodnotu 4,8 %, nový výhled pro příští rok pak očekává zpomalení na 2,6 %. Americká centrální banka ve své prosincové prognóze vidí inflaci v roce 2022 na hodnotě 2,6 % a v roce 2023 na hodnotě 2,3 %. Společně s novou prognózou pak předseda Fedu J. Powell oznámil, že inflační tlaky budou trvalejší a proto urychlují tempo snižování nákupů aktiv. Dle nového očekávání by tak měl Fed nákupy ukončit v březnu a stihnout letos i několikrát zvýšit sazby.



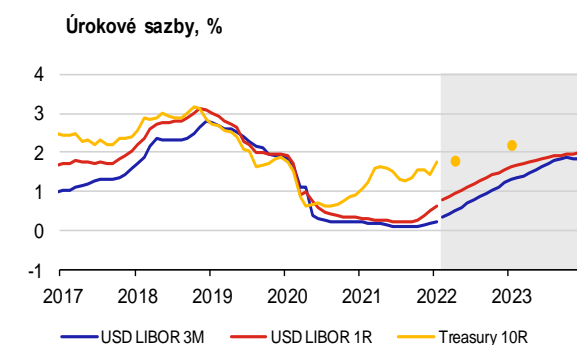
| | CF | MMF | OECD | Fed |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,9 | 5,2 | 3,7 | 4,0 |
| 2023 | 2,6 | 2,2 | 2,4 | 2,2 |



| | CF | MMF | OECD | Fed |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 4,8 | 3,5 | 4,8 | 2,6 |
| 2023 | 2,6 | 2,7 | 2,5 | 2,3 |



| | ConfB souč. | ConfB oček. | UoM souč. | UoM oček. |
|-------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| 9/21 | 144,3 | 86,7 | 80,1 | 68,1 |
| 10/21 | 145,5 | 89,0 | 77,7 | 67,9 |
| 11/21 | 142,5 | 87,6 | 73,6 | 63,5 |



| | 12/21 | 1/22 | 4/22 | 1/23 |
|--------------|-------|------|------|------|
| USD LIBOR 3M | 0,21 | 0,23 | 0,51 | 1,31 |
| USD LIBOR 1R | 0,52 | 0,52 | 0,95 | 1,63 |
| Treasury 10R | 1,45 | 1,77 | 1,80 | 2,20 |

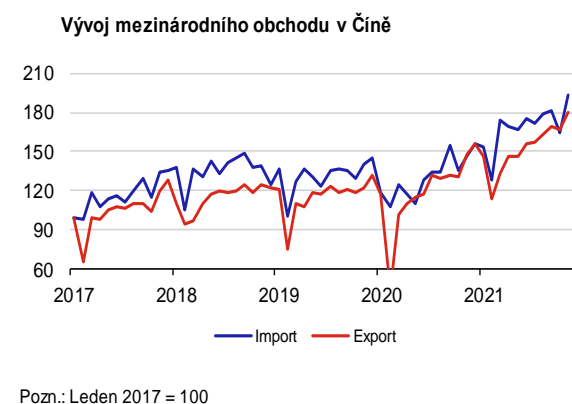
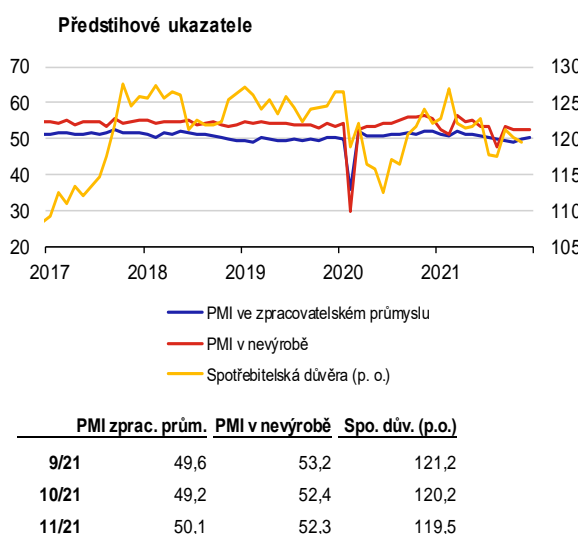
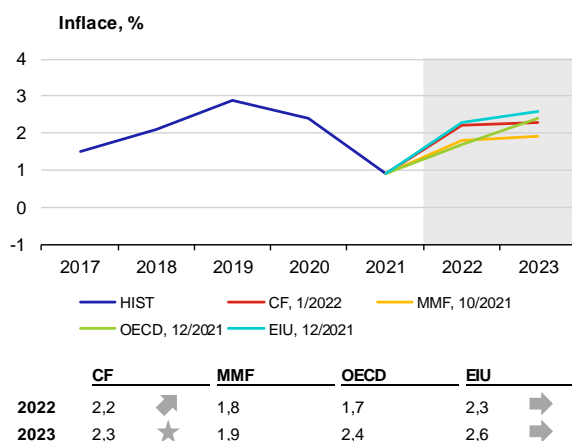
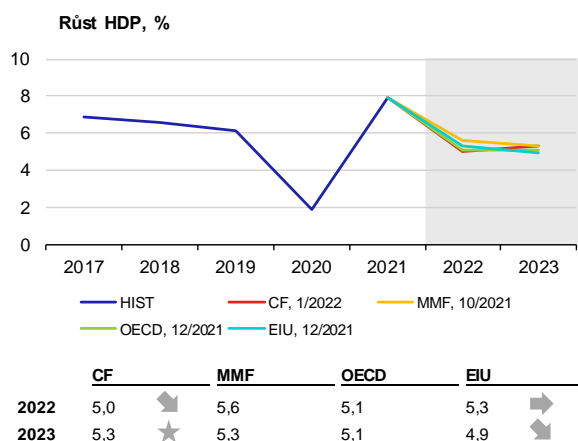
II.4 Čína

Hospodářství v Číně vzrostlo ve 3. čtvrtletí 2021 anualizovaně o 4,9% a zaostal jak za očekáváním většiny analytiků (medián 5,2 %), tak za plány čínského vedení (6 %). Na hospodářskou aktivitu a soukromou spotřebu negativně dopadají opakované lockdowny při sebemenších nově objevených lokálních ohniscích nemoci covid-19, pokračující nestabilita vývozních dodavatelských řetězců stejně jako nutnost finanční konsolidace na stále rizikových trzích s nemovitostmi a na ně navázaného stavebnictví. Výhledy analytiků počítají pro rok 2022 s růstem kolem 5 %.

Ukazatele ekonomické důvěry se udržují velmi těsně nad kritickou 50bodovou hladinou. O něco lépe vypadá sentiment v nevýrobních odvětvích (předvánočních 52,7 je o 0,4 více než údaj za listopad), což může odrážet určité naděje spojené s únorovými zimními olympijskými hrami. Oproti tomu celkový obchodní sentiment se jen nepatrně vzdálil kritické stagnační hranici (posun z 50,1 v listopadu na 50,3 v prosinci) a např. index již přijatých objednávek hranici 50 bodů zatím překonat nedokázal (byl zaznamenán pouze posun ze 49,4 na 49,7 mezi listopadem a prosincem).

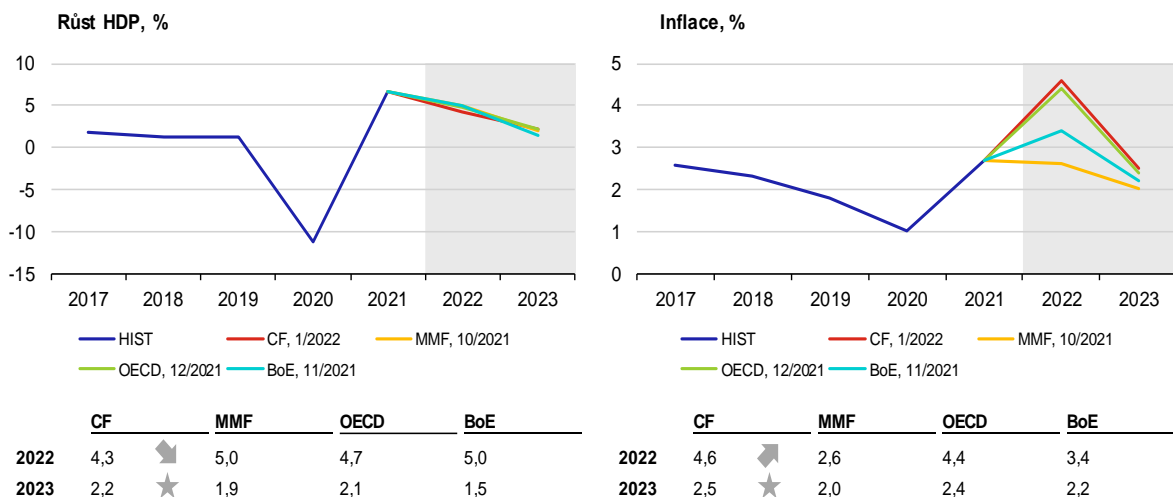
Růst spotřebitelských cen v listopadu překročil po 15 měsících 2% hranici, ale v prosinci se pod ni vrátil (1,5 % na konci roku). Výhled většiny analytiků počítá pro celý rok 2022 s hodnotami nad 2 %. Nadále silný růst (10,3 %) zaznamenal na konci roku PPI, přičemž za hlavní faktory se považují problémy v dodavatelských řetězcích a rostoucí cena uhlí. Další výrazný růst velkoobchodních cen se pro rok 2022 již neočekává.

Objem čínského zahraničního obchodu pravděpodobně dosáhl za celý rok 2021 6 bil. USD, což znamená růst o 1,3 bil. oproti roku 2020. Na rozdíl od roku 2020 se obnovily předpandemické objemy dovozů. Po prudkém propadu v únoru se dařilo také vývozem, které vykazovaly stabilní růst po zbývající část roku. Další růst v tomto roce však čelí vážným výzvám v podobě pokračujícího narušení nadnárodních dodavatelských řetězců, nedostatku kontejnerů, rostoucích cen surovin a sílící konkurence ze strany sousedních ekonomik v období oživení po pandemii.



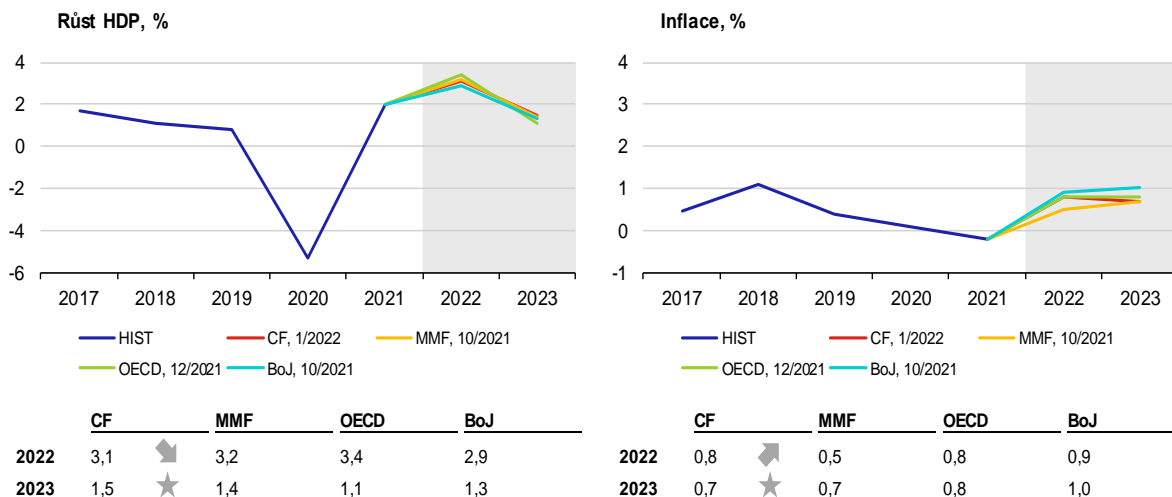
II.5 Spojené království

BoE v prosinci zvýšila základní úrokovou sazbu o 0,15 procentního bodu na 0,25 %. Celkový cílový objem nákupu aktiv byl zachován na úrovni 895 mld. liber. Nová přenosnější varianta koronaviru omikron dle BoE pravděpodobně omezí ekonomickou aktivitu na počátku roku 2022, ovšem dopad na střednědobé inflační tlaky je zatím nejasný. Vrchol inflace kolem 6 % je predikován na duben 2022. Denní počet nakažených v UK dosáhl v důsledku šíření omikronu nového rekordu, přičemž zavedená omezení proti šíření viru drží do určité míry spotřebitele doma. Kompozitní ukazatel PMI v prosinci klesl na hodnotu 53,6. Růst soukromého sektoru se snížil na desetiměsíční minimum kvůli zpomalení růstu v sektoru služeb, a to v důsledku přísnějších pandemických omezení a obnovené podnikatelské nejistoty související s variantou omikron. V době intenzivních jednání UK s EU ohledně ujednání v Severním Irsku po brexitu se po rezignaci D. Frosta stala novou britskou vyjednávačkou pro brexit ministryně zahraničí L. Trussová, která zaujímá vstřícnější postoj než její předchůdce a chce urychleně vyjednat řešení sporné situace.



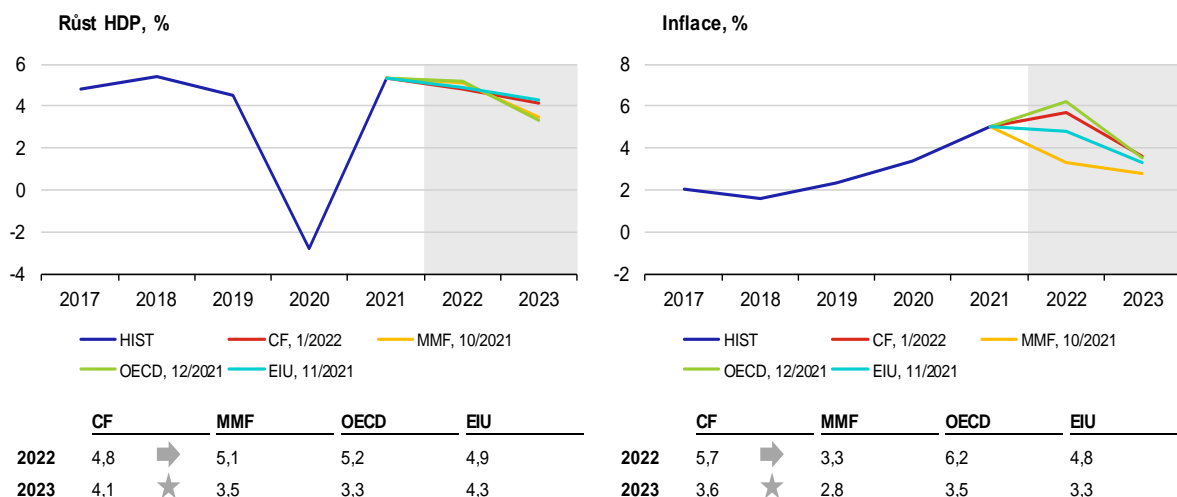
II.6 Japonsko

Japonský jen oslabil vůči dolaru na pětileté minimum a rozdílné směřování BoJ a Fedu v roce 2022 patrně povede k dalším ztrátám měny. Z dlouhodobého pohledu desetiletí nízké inflace a uvolněné měnové politiky dovedla podle odhadů reálný kurz jenu vůči koši dalších měn na nejslabší hodnoty od 70. let. Robustnější oživení v USA a Číně společně s očekávaným zvyšováním úrokových sazeb Fedu by přitom i letos mohla vést k odlivu kapitálu z Japonska a dalšímu oslabování jenu. Indikátory reálné ekonomické aktivity však vyznívají příznivě. Průmyslová produkce v listopadu vzrostla, zejména díky oživení automobilového průmyslu při postupném odezdnávání čipové krize. Široce reprezentativní index podnikatelského sentimentu Tankan se také ve čtvrtém čtvrtletí zlepšil. Pouze prosincový PMI, který už zachytil i dopad restrikcí spojených s variantou omikron, naznačuje mírné zadrnutí postupného ožívování.



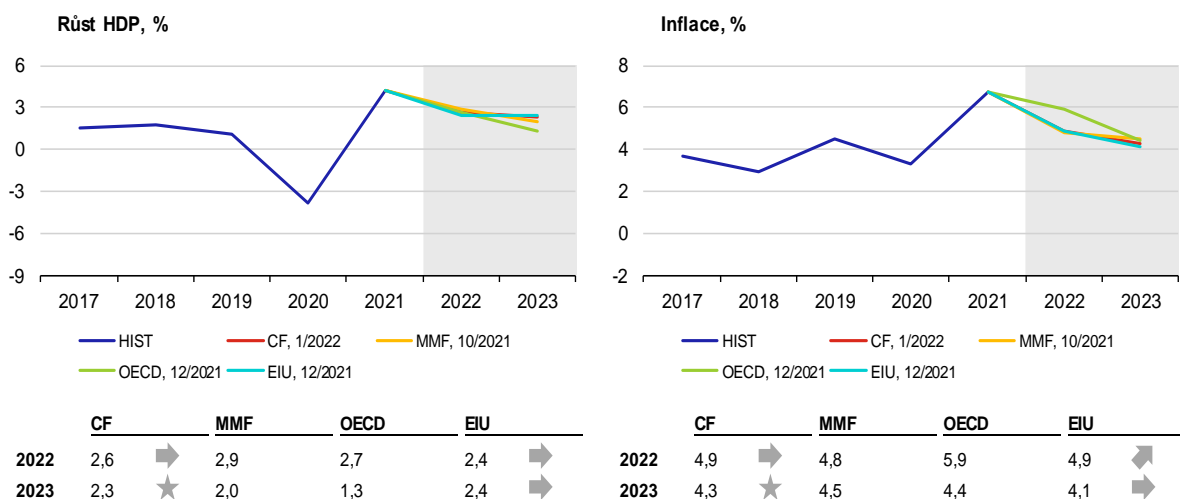
II.7 Rusko

Ruská ekonomika těží z vysokých cen energetických komodit. Podle předběžných údajů Federální celní služby RF se nominální vývoz zemního plynu za 11 měsíců loňského roku zdvojnásobil oproti stejnému období předchozího roku. Přitom objem exportu se významně nezměnil; jeho meziroční růst dosáhl pouhých 2,5 %. Zároveň o polovinu vzrostla hodnota vývozu surové ropy (49,5 %), opět zcela díky cenám. V reálném vyjádření vývoz surové ropy klesl o 4,5 %. Růst cen komodit pokračoval v polovině prosince i v lednu. Např. ruská exportní ropa Urals zdražila za uplynulý měsíc o více než 10 USD/barel. Příznivý vývoj nicméně nezastavil opakované oslabení ruské měny v první polovině ledna nad úroveň loňského dubna 76 RUB/USD. Důvodem byl růst geopolitického napětí, ne příliš povzbuzující výsledek diskuze s NATO a prodloužení hospodářských sankcí proti Rusku do července 2022 Radou EU. Inflace v závěru roku zůstala na 8,4 %. V souladu s očekáváním zvýšila Ruská centrální banka ve druhé polovině prosince klíčovou sazbu o 1 p. b. na 8,5 %.



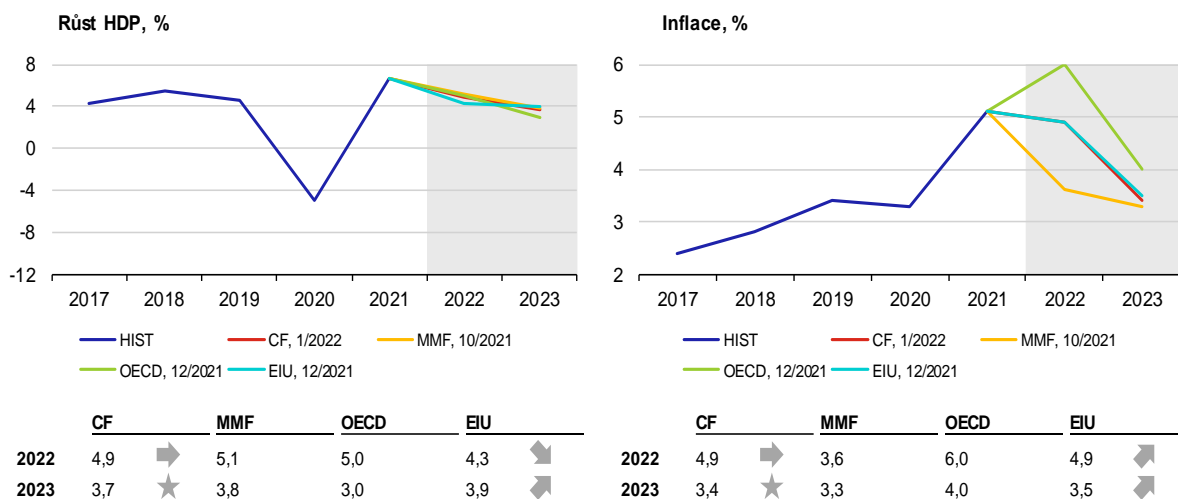
II.8 Polsko

Bankovní rada Polské národní banky se na svém zasedání 4. ledna rozhodla zvýšit úrokové sazby z 1,75 % na 2,25 %. Meziroční růst spotřebitelských cen v prosinci opět výrazně zrychlil na rekordních 8,6 % z listopadových 7,8 %, a dosáhl tak nejvyšší hodnoty od listopadu 2000. Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny v prosinci o 0,9 % (v listopadu o 1,0 %), což odráželo prudký růst cen energií, slabý kurz zlatého vůči euru, ale i ekonomické oživení díky růstu disponibilního příjmu domácností. Meziroční růst průmyslové produkce v listopadu výrazně zrychlil z říjnových 7,8 % na 15,2 %, a to prakticky ve všech sektorech, a překonala tak tržní očekávání. Pesimisticky vyznívá šetření důvěry podnikatelů v polskou ekonomiku, které má již delší dobu klesající tendenci a konkrétně v prosinci zaznamenalo nejhorší výsledek od prosince roku 2020.



II.9 Maďarsko

Bankovní rada Maďarské národní banky (MNB) se na svém zasedání 14. prosince rozhodla opět zvýšit základní úrokovou sazbu z 2,1 % na 2,4 %. MNB také oznámila, že je připravena i nadále pokračovat ve zpřísnění měnové politiky, dokud prognóza inflace nebude jednoznačně směřovat k inflačnímu cíli 3 %. Meziroční růst spotřebitelských cen zůstal v prosinci na listopadových 7,4 % a jádrová inflace zrychlila z listopadových 5,3 % na 6,4 %. Důvěra podnikatelů v maďarskou ekonomiku dle GKI Economic Research otočila rostoucí trend a v prosinci se poprvé od června minulého roku snížila (na 4,4 z listopadových 9,1). Tržby v maloobchodě v listopadu meziročně vzrostly o 3,8 % (v říjnu růst o 5,7 %). Průmyslová produkce se v listopadu navrátila k meziročnímu růstu (2,6 %, v říjnu pokles o 3,4 %). Tento obrat byl z velké části způsoben oživením výroby ve zpracovatelském průmyslu a také rychlejším nárůstem těžby a dobývání.



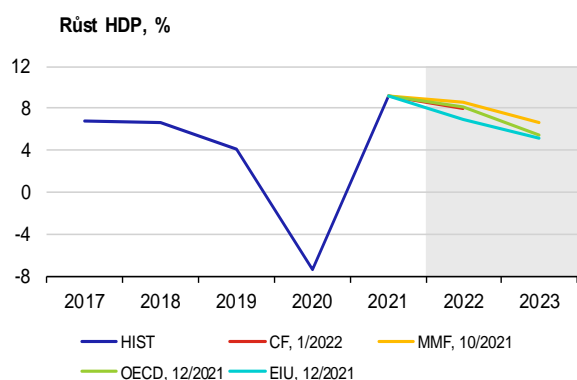
II.10 Výběr ze zemí – Indie

Indie se vzhledem k prudkému nárůstu případů musí dostatečně připravit na hrozící třetí vlnu pandemie, poháněnou novou variantou konoronaviru omikron. Vláda by především měla formulovat jasnou politiku očkování a držet pohotovost nemocnic s dostatečnými zásobami. Na jaře loňského roku Indie procházela vrcholem silné druhé vlny pandemie, která přinesla značná omezení pro ekonomiku a vybrala si vysokou daň v podobě počtu úmrtí. Ačkoliv Indie dosáhla v oblasti očkování obyvatelstva a v boji proti koronaviru pokroku, hrozbu tvoří vysoký podíl chronicky nemocných a starších lidí v populaci. Plně naočkováno je téměř 650 mil. osob, což je asi 45 % populace, přičemž celkový počet podaných dávek překročil 1,5 mld. Alespoň jednu dávku vakcíny pak má zhruba 65 % obyvatel.

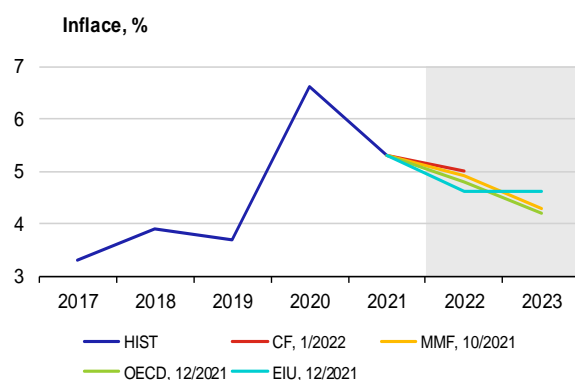
Hospodářské oživení Indie poměrně rychle nabíralo na síle, než se objevila mutace omikron, která ho zpomaluje.

Indie zasáhla širokým spektrem opatření a hospodářskými reformami, čímž položila základ pro obnovení růstu. HDP vzrostl v prvním čtvrtletí fiskálního roku 2021-22 o rekordních 20,1 %. K rostoucí aktivitě přispělo především uvolnění odložené poptávky, či oživení v sektoru služeb. Rezervní banka Indie (RBI) predikuje pro fiskální rok 2021-22 růst HDP na úrovni 9,5 %. V prvním čtvrtletí fiskálního roku 2022-23 by se růst HDP měl meziročně vyšplhat až na 17,2 %. Ovšem omikron či přetrvávající globální narušení dodávek jsou velká rizika. Země se také potýká s relativně vysokou inflací i přesto, že již došlo k jejímu poklesu z červnového vrcholu (6,3 %), kdy překročila toleranční pásmo (cíle RBI jsou 4 % s tolerančním pásmem ± 2 p. b.). RBI předpokládá pro fiskální rok 2021-22 inflaci na úrovni 5,3 %, přičemž MMF ji vidí lehce výše na 5,6 %.

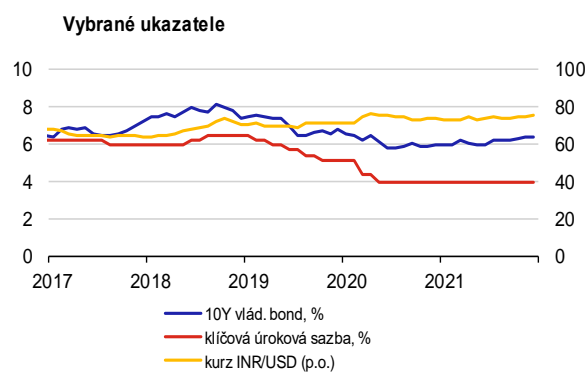
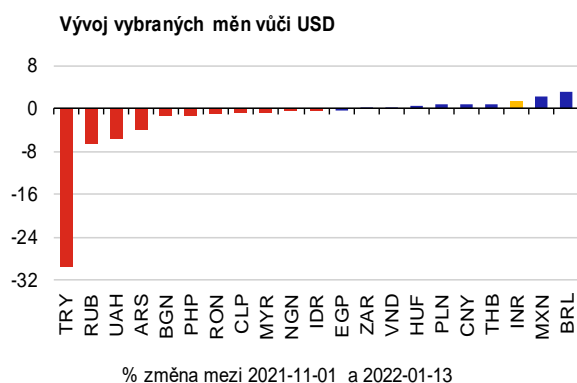
RBI ponechala na posledním zasedání v prosinci hlavní úrokové sazby beze změny. Již po devátém zasedání v řadě je základní repo sazba na úrovni 4 % a reverzní repo sazba na úrovni 3,35 %. Byla také přislíbena podpora v podobě uvolněné měnové politiky tak dlouho, jak to bude nutné k oživení a trvalému udržení růstu. Prosincem pak zahájil své prodloužené tříleté působení ve funkci guvernéra RBI Shaktikanta Das. RBI také spustila Index finančního začlenění, jehož cílem je vytvořit ucelenější obraz o přístupu občanů k finančním službám.



| | CF | MMF | OECD | EIU |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 7,9 | 8,5 | 8,1 | 7,0 |
| 2023 | n.a. | 6,6 | 5,5 | 5,1 |



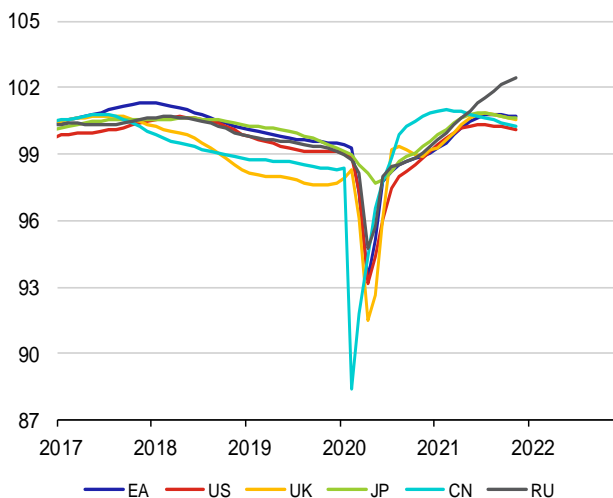
| | CF | MMF | OECD | EIU |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 5,0 | 4,9 | 4,8 | 4,6 |
| 2023 | n.a. | 4,3 | 4,2 | 4,6 |



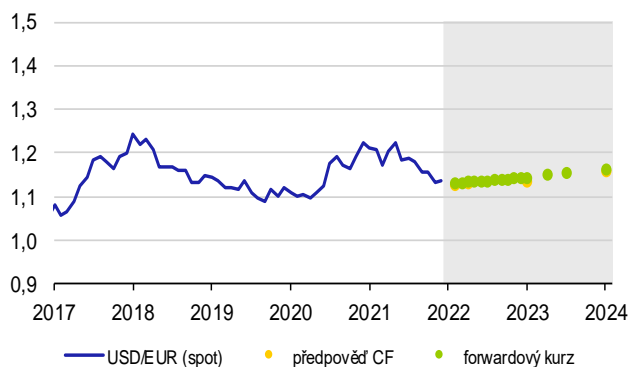
| | 10Y vládní bond, % | úrok. sazba, % | INR/USD |
|---------|--------------------|----------------|---------|
| 10/2021 | 6,33 | 4,00 | 74,92 |
| 11/2021 | 6,37 | 4,00 | 74,50 |
| 12/2021 | 6,37 | 4,00 | 75,58 |

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

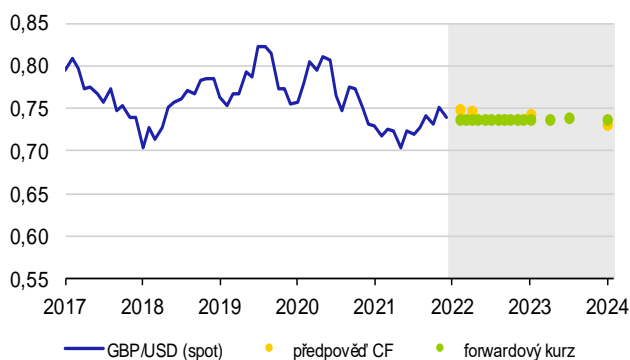


Americký dolar (USD/EUR)



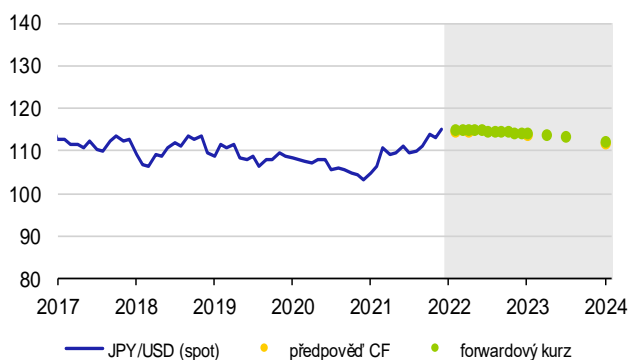
| | 10/1/22 | 2/22 | 4/22 | 1/23 | 1/24 |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 1,132 | | | | |
| předpověď CF | | 1,130 | 1,131 | 1,138 | 1,160 |
| forwardový kurz | | 1,133 | 1,135 | 1,146 | 1,166 |

Britská libra (GBP/USD)



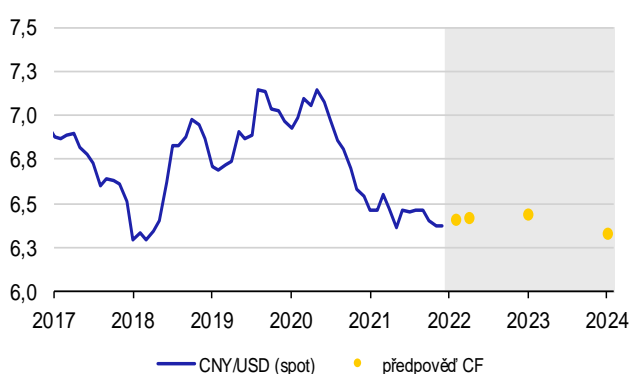
| | 10/1/22 | 2/22 | 4/22 | 1/23 | 1/24 |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 0,737 | | | | |
| předpověď CF | | 0,749 | 0,747 | 0,742 | 0,732 |
| forwardový kurz | | 0,737 | 0,737 | 0,738 | 0,738 |

Japonský jen (JPY/USD)



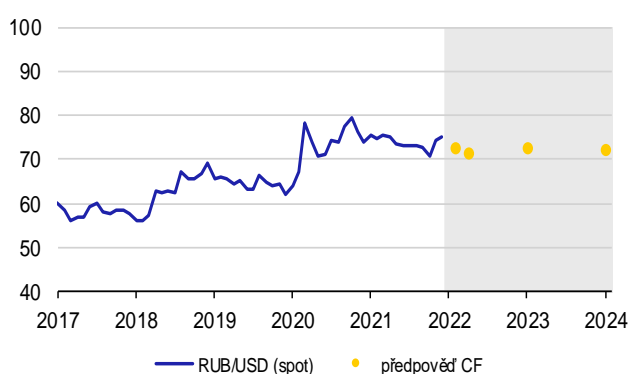
| | 10/1/22 | 2/22 | 4/22 | 1/23 | 1/24 |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 115,1 | | | | |
| předpověď CF | | 114,7 | 114,7 | 114,1 | 111,8 |
| forwardový kurz | | 115,2 | 115,1 | 114,2 | 112,3 |

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



| | 10/1/22 | 2/22 | 4/22 | 1/23 | 1/24 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 6,384 | | | | |
| předpověď CF | | 6,412 | 6,426 | 6,446 | 6,331 |

Ruský rubl (RUB/USD)



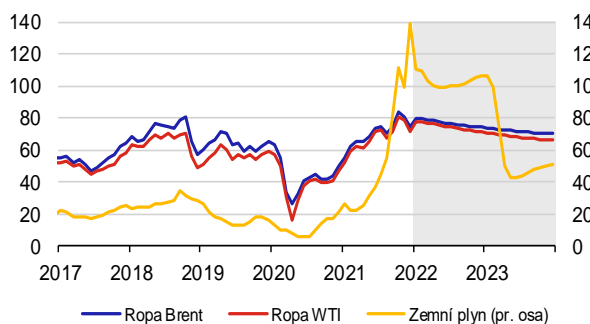
| | 10/1/22 | 2/22 | 4/22 | 1/23 | 1/24 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| spotový kurz | 75,29 | | | | |
| předpověď CF | | 72,82 | 71,46 | 72,60 | 72,37 |

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

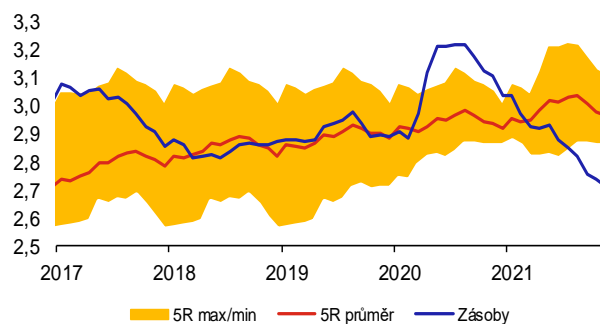
Ve druhé polovině prosince se cena ropy Brent obrátila k růstu a v polovině ledna již opět překročila hranici 85 USD/barel. Nenaplnily se zatím předpovědi (např. IEA nebo OPEC), že trh s ropou se na začátku roku 2022 dostane do přebytku díky zvyšující se těžbě a sezonně slabší poptávce. Naopak, některé země aliance OPEC+ mají problémy využít své rostoucí těžební kvóty kvůli nedostatečným investicím do těžby, a produkce aliance tak roste oproti plánu pomaleji. Poptávka přitom zůstává silná i přes masivně se šířící mutaci koronaviru omikron, na kterou některé země reagují zpřísněním omezení mobility (např. rušení letů v Číně). Cenu ropy podporoval i silný pokles zásob ropy v USA v uplynulých týdnech, rostoucí napětí na rusko-ukrajinské hranici nebo odklad jednání mocností s Íránem. K nízkým dodávkám přispěl i výpadek těžby v Libyi, nepokoje v Kazachstánu omezily vývoz ropy ze země a silné mrazy v Kanadě a na severu USA narušily tamní těžbu a dopravu ropy. Nezanedbatelný podíl na růstu cen ropy v lednu mělo i oslabování amerického dolaru po zprávách, že Fed nebude se zpřísněním měnové politiky pospíchat. EIA v lednu zvýšila předpověď průměrné letošní ceny ropy Brent ze 70 na 75 USD/dolar, pro příští rok očekává pokles na průměrných 67,5 USD/dolar. Dle agentury globální zásoby ropy klesají již šesté čtvrtletí v řadě a mírný pokles se nově očekává ještě i pro první čtvrtletí letošního roku. V průměru by ale zásoby letos měly růst tempem 0,5 a v příštím roce 0,6 mil. barelů denně, což by mělo tlačit ceny ropy postupně dolů. Tržní křivka z první poloviny ledna signalizuje pomalejší pokles cen ropy Brent, a to na průměrných 77 resp. 72 USD/barel letos a příští rok. Lednová předpověď CF je mírně pod tržní křivkou s hodnotou 72,3 USD/barel v lednu 2023. Někteří velcí obchodníci nebo analytici bank ale naopak předpokládají postupný růst cen ropy až k hranici 100 USD/barel.

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

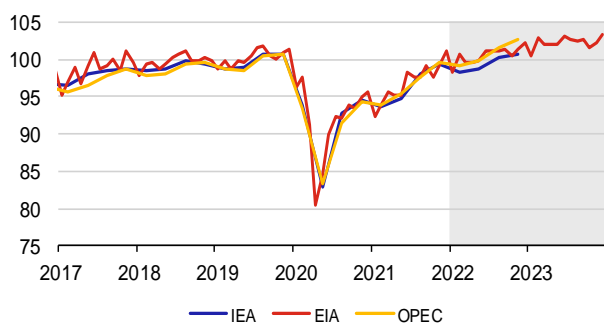


| | Brent | WTI | Plyn |
|------|---------|---------|-----------|
| 2022 | 77,05 ↗ | 74,73 ↗ | 1033,47 ↗ |
| 2023 | 71,97 ★ | 68,25 ★ | 589,00 ★ |

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

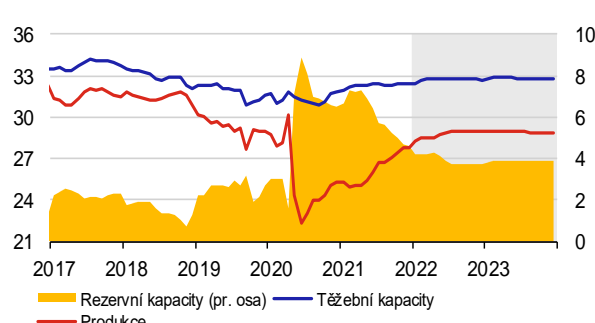


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



| | IEA | EIA | OPEC |
|------|---------|----------|----------|
| 2022 | 99,45 ↗ | 100,52 ↗ | 100,77 ↗ |
| 2023 | | 102,28 ★ | |

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



| | Produkce | Těžební kapacity | Rezervní kapacity |
|------|----------|------------------|-------------------|
| 2022 | 28,76 ↗ | 32,71 ↗ | 3,95 ↗ |
| 2023 | 28,93 ★ | 32,81 ★ | 3,88 ★ |

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

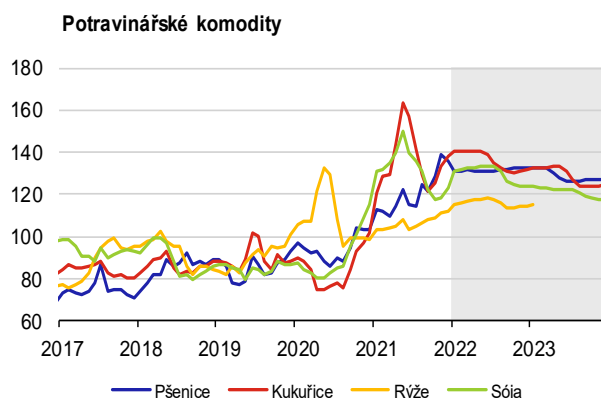
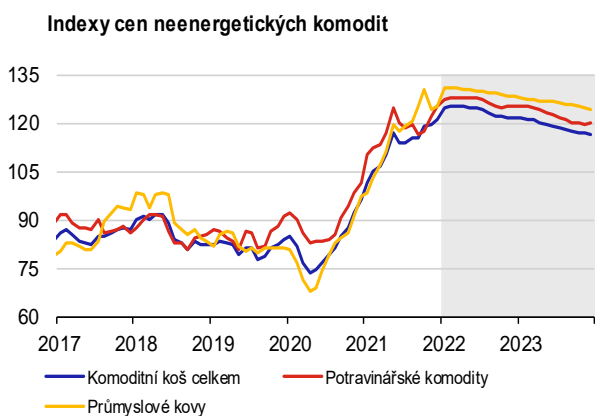
Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce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

IV.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě v prosinci začala opět silně růst a vyvrcholila těsně před vánočními svátky, kdy překonala i vysoké ceny LNG v Asii. Poté se situace rychle zklidnila díky vyšším dodávkám LNG z USA. Situace na evropském trhu ale nadále zůstává napjatá kvůli nízkému stavu zásob a slabým a klesajícím dodávkám z Ruska. Poté, co bylo v reakci na rekordně vysoké evropské ceny koncem prosince přeměřováno do Evropy větší množství tankerů s LNG, se spotové ceny vrátili na hodnoty z října a listopadu, které jsou nicméně mnohonásobně vyšší než průměr za minulou dekádu. Výhled zůstává na současné vysoké úrovni až do prvního čtvrtletí příštího roku. Vývoj cen elektřiny prakticky kopíruje ceny plynu. Na budoucnosti jsou ale ceny elektřiny volatilnější díky větším poklesům přes léto a růstům v zimě. Růst cen emisních povolenek se v prosinci zastavil a od té doby jejich ceny silně kolísají v rozmezí cca 70–90 EUR/t. Lepší je tak jen situace na trhu uhlí, kde ceny vyvrcholily na začátku října a následně silně korigovaly směrem dolů.

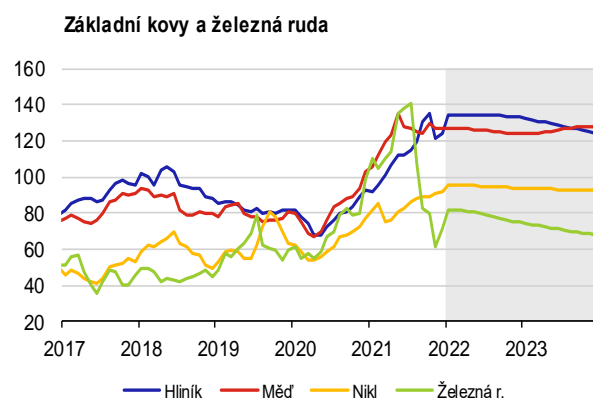
Průměrný měsíční index cen potravinářských komodit v průběhu prosince a první poloviny ledna dále roste a zaznamenal nejvyšší hodnotu od září 2012. Proti mírnému poklesu cen pšenice a cukru přitom působil zejména růst cen kukuřice, sóji, rýže a hovězího masa. Cena kávy po prudkém růstu během loňského roku stagnovala. Na současné vysoké úrovni by měl potravinářský index setrvat až do poloviny letošního roku, poté by měl postupně klesat.

Průměrný měsíční index cen průmyslových kovů se po listopadovém poklesu a jen mírném růstu v prosinci přiblížil v první polovině ledna opět k historickému maximu. Výhled je ale klesající. Totéž lze říci o ceně hliníku. Poblíž historického maxima se ale nalézá i stagnující cena mědi a na rekordní hodnotě setrvává cena cínu.



| | Celkem | Potraviny | Kovy |
|------|--------|-----------|-------|
| 2022 | 123,7 | 126,7 | 129,7 |
| 2023 | 118,9 | 122,3 | 126,2 |

| | Pšenice | Kukuřice | Rýže | Sója |
|------|---------|----------|-------|-------|
| 2022 | 131,7 | 136,1 | 115,9 | 129,9 |
| 2023 | 128,7 | 128,5 | 115,1 | 121,2 |



| | Vepřové | Hovězí | Bavlna | Kaučuk |
|------|---------|--------|--------|--------|
| 2022 | 114,1 | 147,0 | 112,1 | 57,2 |
| 2023 | 109,8 | 153,5 | 90,2 | |

| | Hliník | Měď | Nikl | Železná r. |
|------|--------|-------|------|------------|
| 2022 | 134,1 | 125,6 | 94,8 | 78,9 |
| 2023 | 128,2 | 126,0 | 93,2 | 70,9 |

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Rizika dvojích deficitů exportně orientovaných evropských ekonomik¹

Cílem článku je upozornit na prohlubování makroekonomické nerovnováhy plynoucí z neutichající světové pandemie covid-19 ve formě tzv. dvojích deficitů. Několikrát již odeznívající a opět se vracějící vlny pandemie a s ní související uzavírky ekonomik zejména v sektoru služeb se ve svém důsledku totiž viditelně odrážejí nejen ve znatelném zhoršení fiskální pozice (salda veřejných rozpočtů), ale zároveň mohou vyústit ve zhoršení jejich vnější pozice (salda běžného účtu platební bilance). Na fiskální straně je důvodem extrémně uvolněná fiskální politika motivovaná snahou vlád tlumit důsledky pandemie na příjmy domácností a firem. Protikovidová a následná fiskální opatření však vyvolala také vznik vynucených úspor a přesun poptávky od služeb k obchodovatelným statkům, která se zčásti uspokojuje dovozem. Tento vývoj šel ruku v ruce s přetržením globálních výrobních řetězců (GVC) vlivem logistických problémů a nedostatku výrobních vstupů, což omezilo exportní výkonnost některých odvětví (např. sektor automobilového průmyslu). Ekonomická teorie upozorňuje, že kombinace těchto dvou deficitů obecně zhoršuje odolnost země a zvyšuje náchylnost k makroekonomické a finanční nestabilitě. Vpředhledící makroekonomický přístup velí tvůrcům hospodářské politiky toto riziko v předstihu lépe poznat a jeho vzniku se snažit zabránit.

Úvod a historie

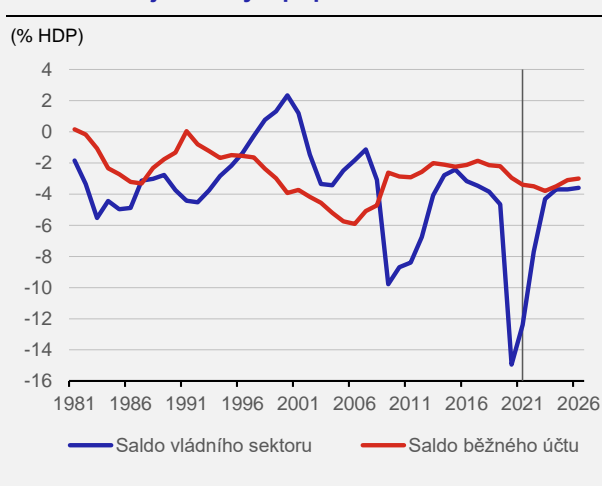
Již po několika desetiletích se ekonomové zabývají vztahem mezi fiskálním deficitem a deficitem běžného účtu platební bilance. Fenomén dvojího deficitu byl horkým tématem ekonomů již v 80. letech minulého století, zejména vlivem jeho vzniku v nejsilnější světové ekonomice – Spojených státech. Snížení daní zde přispělo k prohloubení vládního deficitu a do deficitu se následně dostal i běžný účet. V následující dekádě však byl vývoj obou deficitů nejdůležitějších světových ekonomik (G7) často i protichůdný, a tak se téma dvojích deficitů dostalo na čas do pozadí, aby se opět vynořilo (nejen pro případ USA) na počátku nového milénia (Graf 1). V čase postupně erodující fiskální disciplína, vlivem fiskální reakce zmírňující dopady světové finanční krize, začala být u řady zemí doprovázeny deficity běžných účtů, a to i v Evropě, a tak se dvojí deficit staly opět předmětem ekonomických diskusí. V reakci na pandemii Covid-19 byla v drtivé většině zemí rovněž aplikována expanzivní fiskální politika ve formě podpůrných a kompenzačních opatření. To vedlo k rychlému a hlubokému propadu veřejných financí. Pokud by hypotéza o vzájemném ovlivnění obou deficitů byla v platnosti, mělo by v blízké budoucnosti dojít k zhoršení situace i na straně deficitu běžného účtu. Současná situace je oproti minulým případům rozdílná v tom, že šoku není vystavena jen jedna ekonomika, ale postižení se týká celého světa ovšem s rozdílnými dopady na jednotlivé sektory hospodářství.

Ekonomická teorie v pozadí dvojích deficitů

Ekonomická teorie nedává jednoznačné vysvětlení efektů spojených s dvojím deficitem. Ekonomové se již před mnoha desetiletími zabývali vzájemnou propojeností mezi vývojem běžného účtu platební bilance a vývojem veřejných (vládních) rozpočtů. Jako v mnoha jiných oblastech ekonomické teorie i zde neexistuje pouze jediné vysvětlení. Původní teorie dvojích deficitů vychází z keynesiánského pojetí, kde nárůst vládních výdajů způsobí nárůst deficitu běžného účtu. Vztah a vývoj obou deficitů je odvozen ze základní makroekonomické identity, z níž vyplývá $(S - I) + (T - G) = NX$, kde symbol S představuje privátní úspory, I investice, T příjmy z daní, G vládní výdaje a NX čistý vývoz, tj. rozdíl mezi vývozem Ex a dovozem Im zboží a služeb dané země. Z výše uvedené rovnice plyne, že pokud jsou příjmy státu T menší než jeho výdaje G, vzniká deficit veřejného (vládního) sektoru. Pokud tato situace nastává a současně je ekonomika blízko svého potenciálního produktu, pak při stávající míře úspor musí poklesnout buď soukromé investice I nebo čistý vývoz NX. Tímto je zjednodušeně ukázána propojenost salda vládních (veřejných) financí – jejich vyrovnanost vyjadřuje jednu z podob pomyslné vnitřní rovnováhy ekonomiky – s deficitem běžného účtu platební bilance, který naopak vystupuje v roli ukazatele pomyslné vnější nerovnováhy ekonomiky.

Pro posouzení rovnovážného vývoje každé ekonomiky je důležité znát primární využití domácích úspor. Pokud jsou totiž domácí úspory investovány jako nákupy vládního dluhu, pak se v ekonomice stává viditelnější tzv. vytěšňovací efekt (*crowding out effect*) soukromých investic vládními (veřejnými) investicemi. Pokud je naopak vládní (veřejné) zadlužení

Graf 1 – Dvojí deficit – případ USA



Zdroj: EIU

Pozn.: Svislá čára odděluje pozorovaná data od výhledu.

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

financováno ze zahraničních zdrojů (úspor), pak se prohlubuje deficit běžného účtu v domácí zemi. Vztahy ve výše uvedené rovnici lze rovněž interpretovat tak, že saldo běžného účtu platební bilance (resp. výkonové bilance) se zhorší, pokud vládní výdaje G překročí vládní příjmy T . Je tedy zřejmé, že pro stanovení míry nerovnováhy jednotlivých ekonomik je nutné znát vývoj struktury výše uvedených makroekonomických proměnných.

Vztah $(S - I) + (T - G) = NX$ lze dále přepsat do ekvivalentní podoby $S + \text{deficit výkonové bilance} = I + \text{rozpočtový deficit}$, kde deficit výkonové bilance vzniká, když $Ex < Im$, a rozpočtový deficit, když $T < G$. Jednoduchým přeskupením získáváme vztah $\text{deficit výkonové bilance} = \text{rozpočtový deficit} + I - S$, který již přímočařeji ukazuje vazbu mezi oběma deficity. Pokud tedy bude vládní (rozpočtový) deficit růst (klesat), vyvolá to buď růst (pokles) deficitu výkonové bilance při neměnných investicích a úsporách, nebo další varianty dané kombinacemi pohybů jednotlivých proměnných, tj. deficitu bilance výkonů, investic a úspor na pravé straně rovnice.²

Alternativní přístup ke vztahu vládního deficitu a deficitu platební bilance je označován za Ricardiánský, tj. vycházející z Ricardiánské ekvivalence. Snížení daní při zachování stejných vládních výdajů povede ke zvýšení disponibilního důchodu, avšak ne nutně ke zvýšené spotřebě, nýbrž spíše k růstu privátních úspor. Za tímto růstem je zejména očekávané zvýšení daní v budoucnu z titulu nutné konsolidace veřejných financí (pokrytí rozpočtového deficitu ze současného snížení daní). Při realizaci tohoto vývoje nedochází ke změnám agregátních úspor (jejich snížení o vládní výdaje je dorovnáno navýšením úspor soukromých), nevznikají rovněž tlaky na zvýšení úrokových sazeb (vzájemná kompenzace snížení veřejných úspor za navýšené úspory soukromé) a díky tomu potažmo i na potlačení investic. Rovněž nedochází k posílení domácí měny (vlivem neměnnosti úrokových sazeb, které nevyvolají příliv kapitálu). V Ricardiánském světě tedy není ovlivněn běžný účet platební bilance, neboť opět díky zvýšení soukromých úspor není nutné financovat zvýšený rozpočtový deficit (třeba půjčkami ze zahraničí). V tomto světě se předpokládá, že emitované vládní dluhopisy k financování deficitu následně odkoupí domácí subjekty, a to z přebytku peněz získaného ze snížení daní. Rozpočtový deficit zde tedy nemá vliv ani na agregátní poptávku a další makroekonomické veličiny a byl J. Buchananem pojmenován jako „*debt neutrality theorem*“. Je však férové poznamenat, že Ricardiánská ekvivalence je vlivem svých předpokladů jen speciálním případem efektů plynoucích z nárůstu veřejných deficitů a často vzdálená skutečnému chování vlád.³

Vztah mezi deficitem běžného účtu a fiskálním schodkem je zásadní pro vývoj vnitřních i vnějších nerovnováh v ekonomice a také pro tvůrce hospodářské politiky. Vztah dvojích deficitů, tedy vztah mezi běžným účtem a vládním saldem se může napříč ekonomikami a časem lišit a je potřeba nezapomínat na kontext jejich vzniku. Z pohledu měnové politiky je pak důležitý i vztah mezi růstem vládního zadlužení a kurzem. Pro zadlužení je nutné získávat i zahraniční investory (věřitele) a tím vzniká tlak na růst nákladů financování, příliv kapitálu a tím i posilování měny. Apresiasi kurzu pak vede kanálem cenové konkurenceschopnosti ke snížení exportu, zvýšení importu, a přispívá tak k zhoršení deficitu běžného účtu. Pokud je ale růst zadlužení velmi rychlý a k situaci se přidá další rizikový faktor jako je vysoká inflace, dochází ke snížení atraktivity země pro zahraniční investory, což působí naopak na odliv kapitálu. Tím může dojít k oslabování kurzu v podmínkách růstu deficitu běžného účtu i rizikové prémie a tím i nákladů financování vládního zadlužení. Vznik deficitu může být výsledkem nevhodné hospodářské politiky, nebo reakcí na exogenní šok, kterému je ekonomika vystavena. Problém dvojího deficitu lze tak vnímat jako začarovaný kruh. Vysoký rozpočtový deficit vytváří významné deficity běžného účtu a ten zase vede k prohloubení rozpočtového deficitu. Dlouhodobý deficit vývozu a dovozu může značit ztrátu konkurenceschopnosti ekonomiky nebo značit neudržitelně nízkou míru úspor v ekonomice.

Dvojí deficity v Evropě

Podíváme-li se na situaci v Evropě (konkrétně 27 zemí EU plus Velká Británie), pak zjistíme, že dvojí deficit je běžný jev. Naprostá většina zemí EU během posledních dvou dekad funguje s vládním deficitem. Situace se sice začala na počátku tisíciletí mírně zlepšovat, úderem finanční krize v letech 2008 a 2009 však došlo k viditelnému zhoršení. V letech předcházejících aktuální pandemii covid-19 pak opět docházelo k pozvolnému zlepšování hospodaření vlád. Podíváme-li se na vývoj z pohledu deficitu běžného účtu, pak na agregátní úrovni vliv krizí nepozorujeme. Naopak, situace se po odeznění finanční krize kulminující v roce 2008 začala zlepšovat a počet zemí s dvojím deficitem klesal. Touto optikou bychom mohli dojít k závěru, že vztah vládního deficitu a deficitu běžného účtu není pevně daný, liší se napříč zeměmi a časem, neboť jejich vývoj ukazuje rozdílné tendence.

² Deficit běžného účtu platební bilance může být financován zahraničním kapitálem, což umožňuje udržování vnější nerovnováhy, a to za předpokladu vysoké mobility kapitálu. Právě ověřování míry mobility kapitálu položilo základ formulaci tzv. Feldstein-Horiokova paradoxu, který je dle názorů autorů této přílohy spíše zdánlivý. Feldstein a Horioka (1980) jako první ukázali v tomto kontextu na vysokou korelaci hrubých úspor a investic, tedy na výsledek nekonzistentní s předpokladem dokonalé kapitálové mobility, která je zmíněnou podmínkou financování běžných účtů platební bilance (pro aplikaci na země EU viz např. Aristovnik a Djuric, 2010).

³ Vedle keynesovského přístupu na bázi Mundell-Flemingovy teorie a keynesiánské absorpční teorie (rozpočtový deficit \Rightarrow CA deficit) a ricardiánskému přístupu (není vztah mezi deficity) ekonomická teorie nabízí další uchopení vzájemného působení těchto deficitů, tj. „*current account targeting*“ (rozpočtový deficit \Leftarrow CA deficit; viz např. Summers (1988)), resp. tzv. „*feedback linkage*“ (rozpočtový deficit \Leftrightarrow CA deficit, viz Feldstein and Horioka (1980)).

Není důležitá jen samotná existence deficitu, ale i jeho výše. Jak u vládního deficitu, tak deficitu běžného účtu je vhodné pohlížet na jejich vývoj optikou velikosti deficitů ve vztahu k HDP. Za udržitelnou míru vládního zadlužování je obecně považována hodnota okolo 3 %, pro deficit běžného účtu je pak vnímána jako maximálně ufinancovatelná hranice 5 %⁴. U vývoje deficitů běžných účtů oproti vládním deficitům je však příběh poněkud odlišný, neboť od roku 2000 počet zemí s vysokým deficitem běžného účtu postupně rostl a dosáhl maxima 15 zemí v roce 2008. Poté ale počet zemí dramaticky klesl a v posledních letech má problémy s deficitem běžného účtu pouze specifická ekonomika Kypru.

Pandemie měla kromě dopadu na vládní hospodaření velký vliv na mezinárodní obchod, zejména na narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů. Moderní logistika, řízení firem, globalizace a optimalizace nákladů v posledních letech způsobily, že došlo k přesunu výroby zejména do Číny a současně k plánování výroby na principu „just-in-time“, tedy s minimálními požadavky na sklady. Částečné uzavření ekonomik (zejména sektoru služeb) a následná obava z dopadů recese jako během finanční krize způsobily, že došlo k přerušení dodávek součástek pro výrobu. Změna chování spotřebitelů ve prospěch spotřeby zboží na úkor utlumeného sektoru služeb pak vychýlily i bilanci zahraničního obchodu. Pro otevřené a exportně orientované vyspělé ekonomiky pak nastala nerovnováha mezi dováženým zbožím na spotřebu a sníženým vývozem, který nebylo možné vyrobit z důvodu nedostatku součástek a surovin. Dle výhledů EIU se ale i tak podařilo ekonomikám v Evropě bilanci běžného účtu udržet obecně v přebytku.

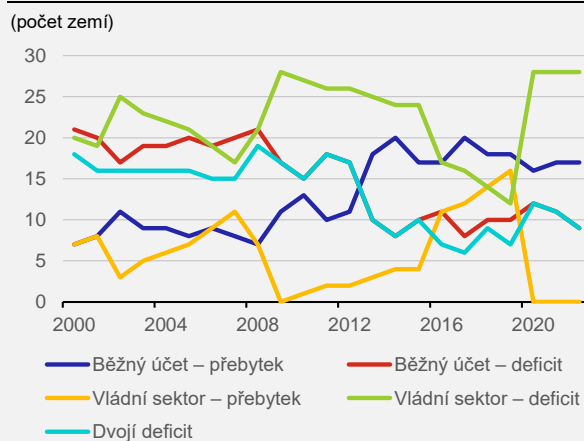
Pandemie a deficit v zemích Visegrádské skupiny

Přehled o existenci fenoménu dvojích deficitů před a po dobu trvání pandemie Covid-19 pro země Visegrádu (V4) lze získat z Grafů 3 a 4. Můžeme vidět, že i u nejbližších sousedů ČR byl dosavadní vývoj velmi podobný (Graf 3). Jistou výjimkou je Maďarsko, které mělo posledních zhruba 10 let běžný účet výrazně přebytkový. Dle výhledu EIU se zdá, že pandemie nebude mít v zemích V4 na vývoj bilance běžného účtu podstatný vliv. Podobný závěr lze zatím učinit pro celou EU pro první rok pandemie (Graf 4). Jen v několika zemích došlo ke zhoršení v bilanci běžného účtu, ve většině pak zůstala bilance v roce 2019 a 2020 vzhledem k HDP téměř stejná.

Pandemie a deficit v zemích Visegrádské skupiny

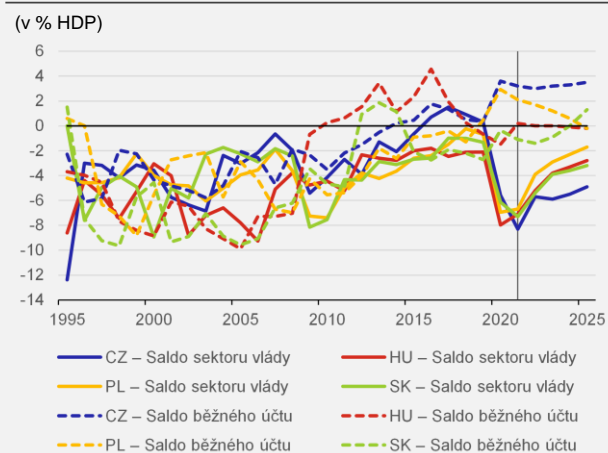
Výsledky fiskálního hospodaření a běžného (ale i finančního účtu) platební bilance se odrážejí v kurzovém vývoji, nemusejí však být jeho největším hybatelem. Problém dvojích deficitů by se měl projevit zejména u ekonomik s vlastní měnou a vnějším financováním. V Evropě lze toto demonstrovat právě příkladem zemí V4, z nichž tři disponují svojí vlastní měnovou politikou (Česká republika, Polsko a Maďarsko). Z určitého nadhledu lze konstatovat, že za poslední dekádu se úroveň nominálního kurzu CZK/EUR, a to přes využití kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky, de facto nezměnila,

Graf 2 – Země zatížené deficitem v Evropě



Zdroj: EIU

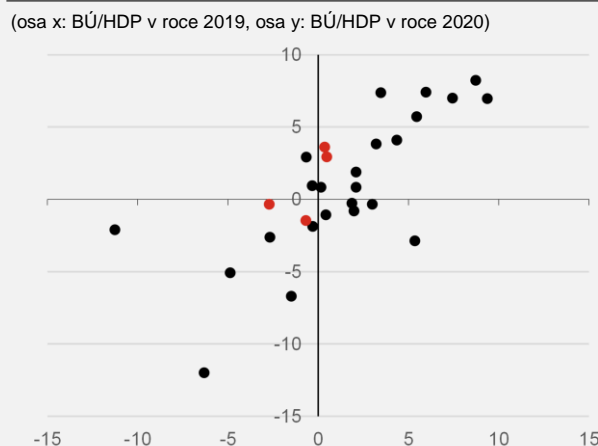
Graf 3 – Vývoj deficitů v zemích V4



Zdroj: EIU

Pozn.: Svislá čára odděluje pozorovaná data od výhledu.

Graf 4 – Vývoj bilance běžného účtu v zemích EU



Zdroj: EIU

Pozn.: BÚ = běžný účet. Červeně jsou zvýrazněny země V4.

⁴ Viz např. Clarida a kol. (2007).

PLN/EUR lehce a HUF/EUR výrazně oslabil (Graf 5). I když Maďarsko dosahovalo v poslední dekádě nejčastěji nejvyššího přebytku CA/HDP a srovnatelných deficitů VR/HDP v porovnání s Českem a Polskem, tak přesto forint ze sledovaných měn nejvíce oslabil. Je tedy evidentní, že ostatní faktory (nastavení měnové politiky včetně výše inflačního cíle centrální banky, politické faktory, úrokový diferencíál, ratingové ohodnocení země, atd.) byly pro chování kurzu významné. Slovenská ekonomika, jako prozatím jediný „zástupce“ zemí V4 v eurozóně, má na výhledu viditelný deficit běžného účtu.

Závěr

Probíhající pandemie neslibuje brzké ukončení výrazné deficitního hospodaření vládního sektoru drtivé většiny sledovaných zemí včetně zemí Visegradské skupiny. Pokračující problémy v dodavatelských řetězcích pak znamenají přetrvávající nejistotu ohledně míry oživení exportu. To je zejména evidentní u malých otevřených zemí V4, což se projevuje i v relativně umírněných výhledech jejich hospodářského růstu. Země V4 se rovněž snaží vyrovnat s rychlým růstem cen. Dopad na obchodní bilanci je však v tomto směru nejasný, neboť zde inflační tlaky zasáhly i další ekonomiky a jejich hlavní obchodní partnery. Z dosavadních signálů se zdá, že silné inflační tlaky vyvolané primárně problémy na nabídkové straně ekonomik a podporované fiskálními deficity mohou na finančních trzích vést k růstu rizikové prémie. Ten zpravidla jde ruku v ruce se snížením ratingového ohodnocení země. Pokud by ve střednědobém výhledu postrádaly fiskální politiky viditelné konsolidační úsilí, pak by se velmi pravděpodobně zhoršila situace ve vnější rovnováze ve formě zřetelnějšího deficitu běžného účtu platební bilance. To by pak, ceteris paribus, působilo ve směru oslabování měnového kurzu daných měn při zohlednění nastavení úrovně úrokových sazeb v daných ekonomikách.

Zdroje

Aristovnik, A.; Djuric, S. (2010). Twin deficits and the Feldstein-Horioka puzzle: a comparison of the EU member states and candidate countries. MPRA Paper No. 24149.

Blanchard, O.; Gaivazzi, F. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working paper 03-05, Cambridge.

Clarida, R. H. a kol. (2007). G7 current account imbalances: sustainability and adjustment. University of Chicago Press. Business & Economics.

Feldstein, M.; Horioka, C. (1980). Domestic Saving and International Flows. *Economic Journal* 90(358): 314-329.

Summers, L. H. (1988). Tax policy and international competitiveness. In *International aspects of fiscal policies*. pp. 349-386. University of Chicago Press.

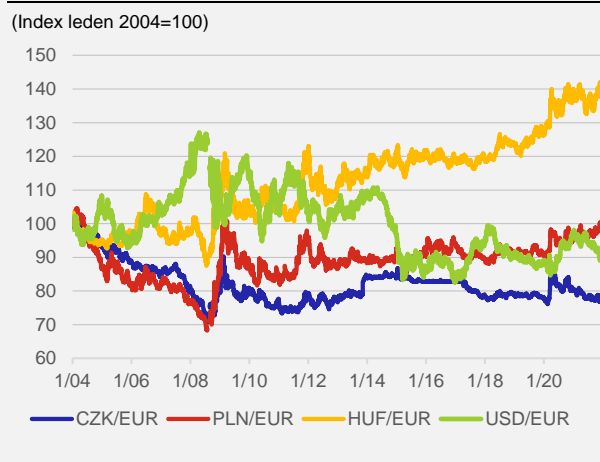
Klíčová slova

Dvojitý deficit, deficit běžného účtu, mezinárodní obchod, vládní deficit, krize

Klasifikace JEL

F14, F41

Graf 5 – Vývoj kurzů zemí V3 vzhledem k EURu



Zdroj: Yahoo Finance

A1. Změna predikcí pro rok 2022

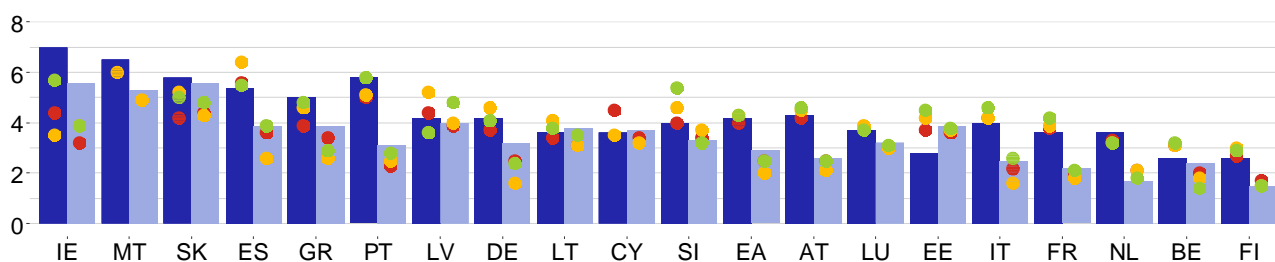
| | Růst HDP, % | | | | Inflace, % | | | |
|----|-------------|------|------|----------|------------|------|------|----------|
| | CF | MMF | OECD | CB / EIU | CF | MMF | OECD | CB / EIU |
| EA | +0,9 | +0,7 | +0,6 | +0,5 | -0,1 | +1,0 | +0,5 | +0,9 |
| US | +1,6 | +1,1 | +1,7 | +1,7 | +0,4 | +1,9 |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

A2. Změna predikcí pro rok 2023

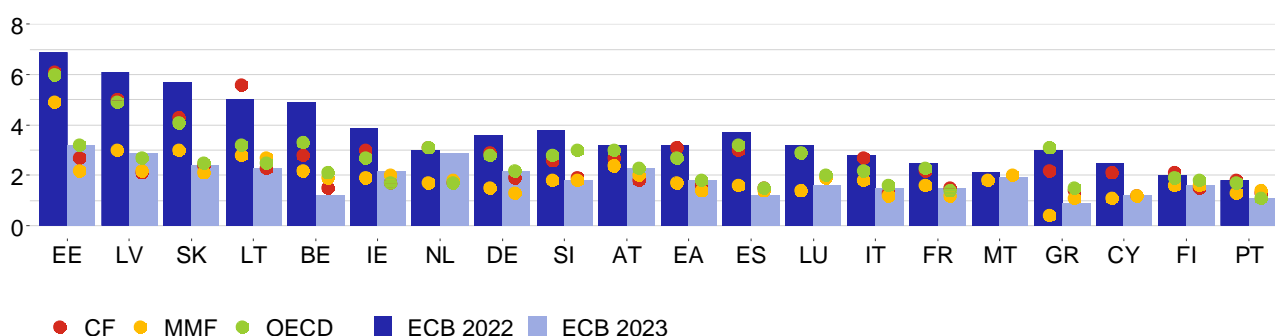
| | Růst HDP, % | | | | Inflace, % | | | |
|----|-------------|------|------|----------|------------|------|------|----------|
| | CF | MMF | OECD | CB / EIU | CF | MMF | OECD | CB / EIU |
| EA | -- | +2,4 | -- | +2,1 | -- | +0,3 | -- | +1,7 |
| US | -- | +3,8 | -- | +1,5 | -- | +1,0 | -- | +0,4 |
|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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



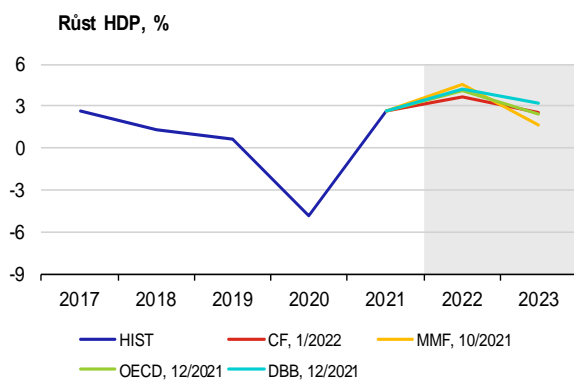
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



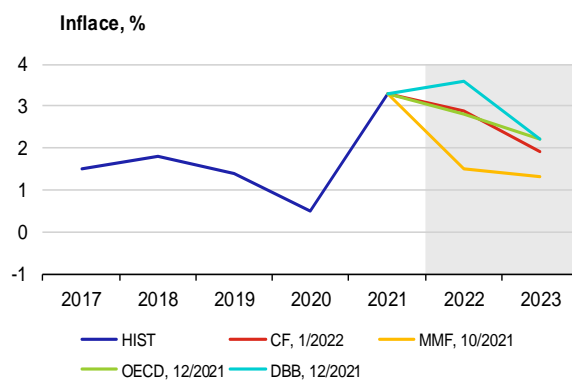
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

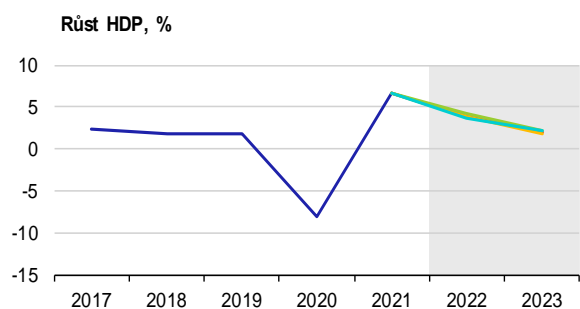


| | CF | MMF | OECD | DBB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,7 | 4,6 | 4,1 | 4,2 |
| 2023 | 2,5 | 1,6 | 2,4 | 3,2 |

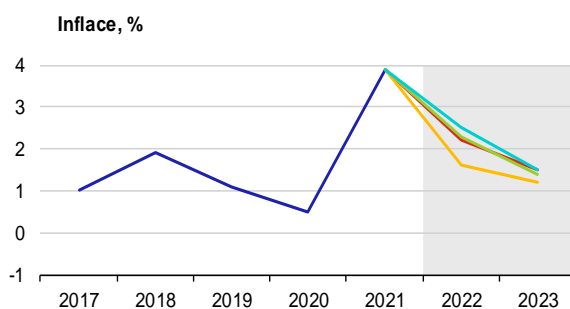


| | CF | MMF | OECD | DBB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 2,9 | 1,5 | 2,8 | 3,6 |
| 2023 | 1,9 | 1,3 | 2,2 | 2,2 |

Francie

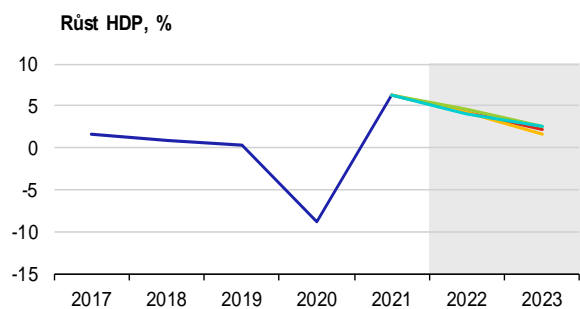


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 3,8 → | 3,9 | 4,2 | 3,6 → |
| 2023 | 2,0 ★ | 1,8 | 2,1 | 2,2 → |

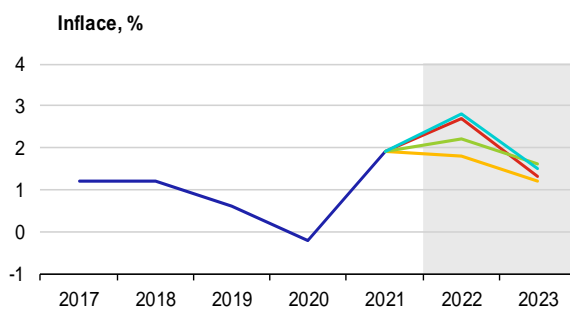


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 2,2 → | 1,6 | 2,3 | 2,5 → |
| 2023 | 1,5 ★ | 1,2 | 1,4 | 1,5 → |

Itálie

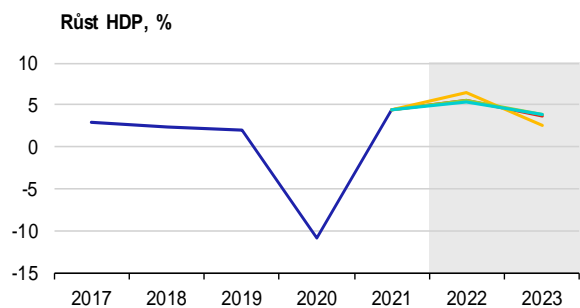


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 4,2 → | 4,2 | 4,6 | 4,0 → |
| 2023 | 2,2 ★ | 1,6 | 2,6 | 2,5 → |

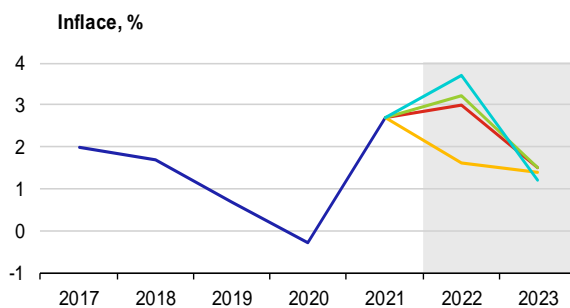


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 2,7 → | 1,8 | 2,2 | 2,8 → |
| 2023 | 1,3 ★ | 1,2 | 1,6 | 1,5 → |

Španělsko

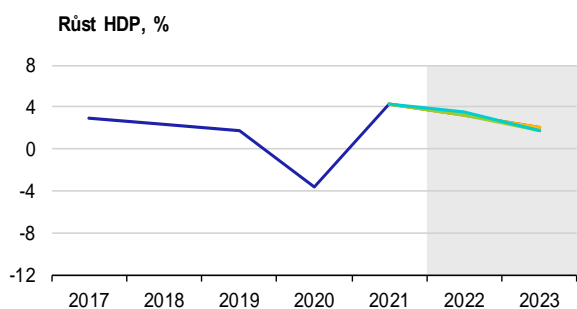


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 5,6 → | 6,4 | 5,5 | 5,4 → |
| 2023 | 3,6 ★ | 2,6 | 3,9 | 3,9 → |

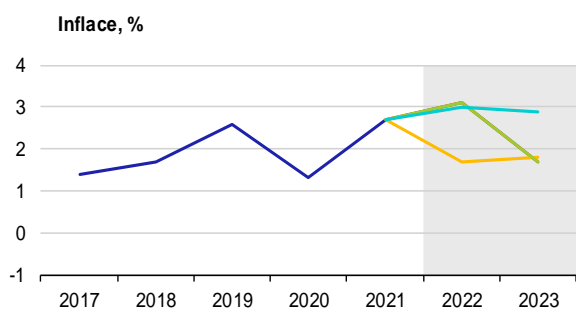


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 3,0 → | 1,6 | 3,2 | 3,7 → |
| 2023 | 1,5 ★ | 1,4 | 1,5 | 1,2 → |

Nizozemsko

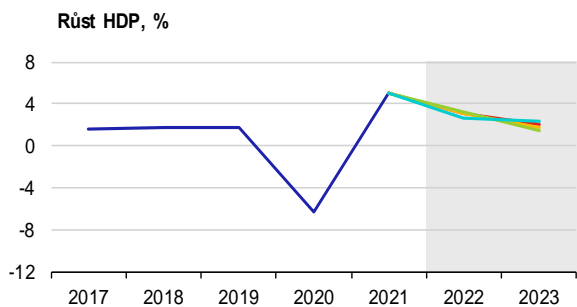


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,6 |
| 2023 | 2,1 | 2,1 | 1,8 | 1,7 |

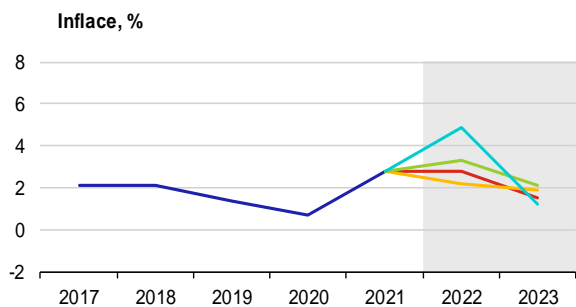


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,1 | 1,7 | 3,1 | 3,0 |
| 2023 | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 2,9 |

Belgie

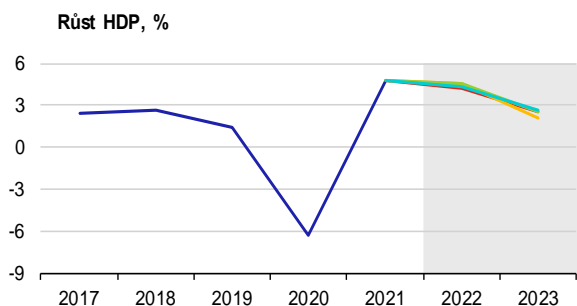


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 2,6 |
| 2023 | 2,0 | 1,8 | 1,4 | 2,4 |

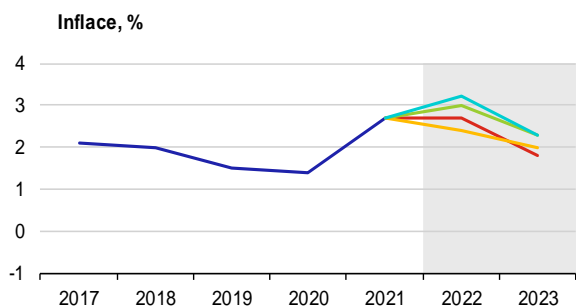


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 2,8 | 2,2 | 3,3 | 4,9 |
| 2023 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 1,2 |

Rakousko

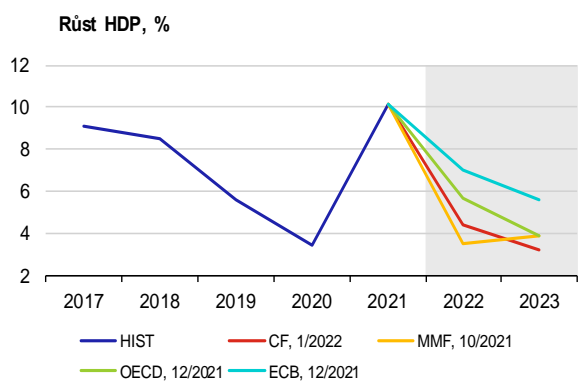


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 4,2 | 4,5 | 4,6 | 4,3 |
| 2023 | 2,5 | 2,1 | 2,5 | 2,6 |

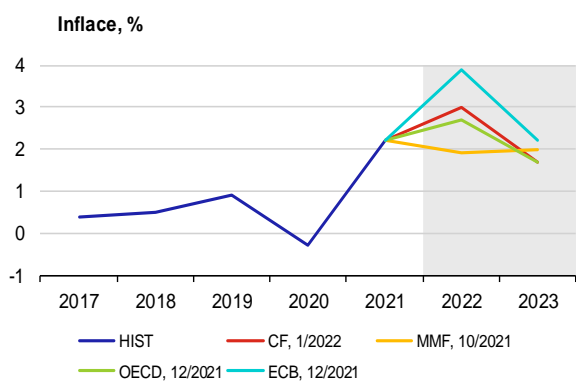


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 2,7 | 2,4 | 3,0 | 3,2 |
| 2023 | 1,8 | 2,0 | 2,3 | 2,3 |

Irsko

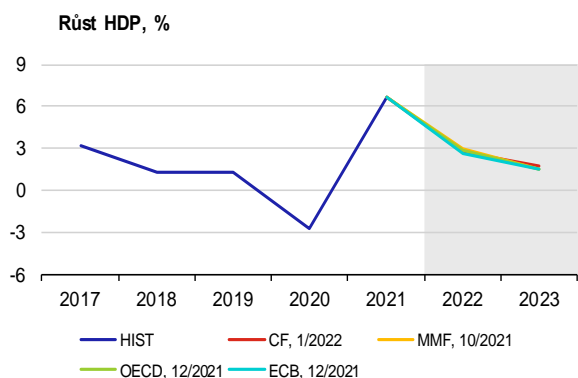


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 4,4 | 3,5 | 5,7 | 7,0 |
| 2023 | 3,2 | 3,9 | 3,9 | 5,6 |

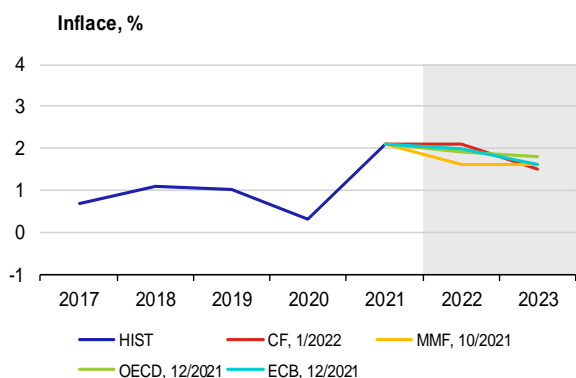


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 3,0 | 1,9 | 2,7 | 3,9 |
| 2023 | 1,7 | 2,0 | 1,7 | 2,2 |

Finsko

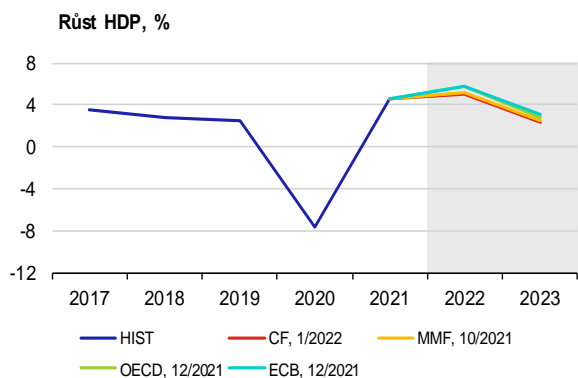


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 2,6 |
| 2023 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |

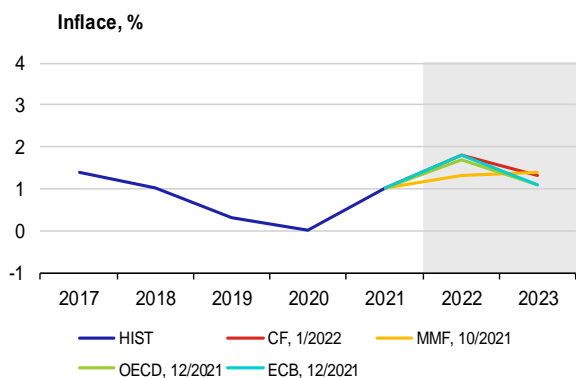


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 2,1 | 1,6 | 1,9 | 2,0 |
| 2023 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,6 |

Portugalsko

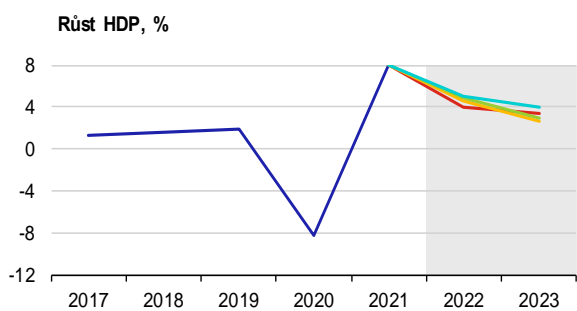


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 5,0 | 5,1 | 5,8 | 5,8 |
| 2023 | 2,3 | 2,5 | 2,8 | 3,1 |

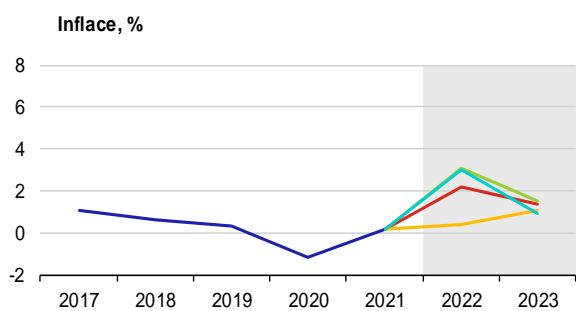


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-----|-----|------|-----|
| 2022 | 1,8 | 1,3 | 1,7 | 1,8 |
| 2023 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,1 |

Řecko

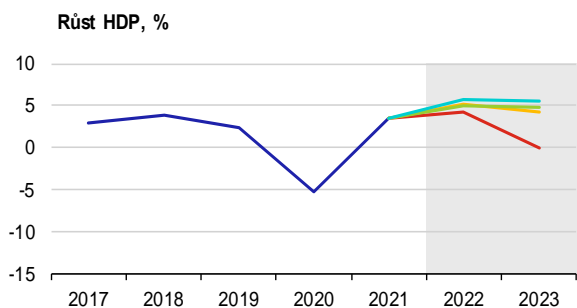


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 3,9 → | 4,6 | 4,8 | 5,0 → |
| 2023 | 3,4 ★ | 2,6 | 2,9 | 3,9 → |

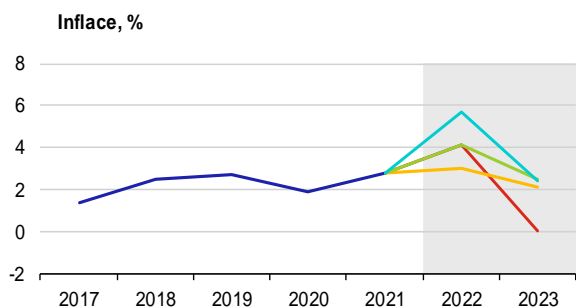


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 2,2 → | 0,4 | 3,1 | 3,0 → |
| 2023 | 1,4 ★ | 1,1 | 1,5 | 0,9 → |

Slovensko

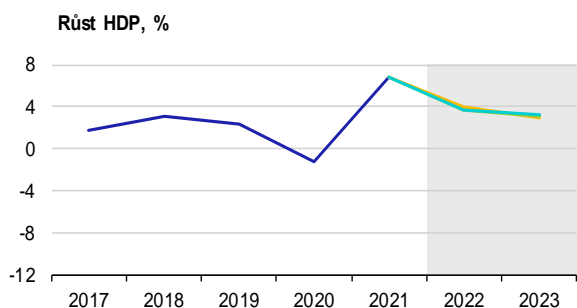


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 4,2 → | 5,2 | 5,0 | 5,8 → |
| 2023 | n.a. | 4,3 | 4,8 | 5,6 → |

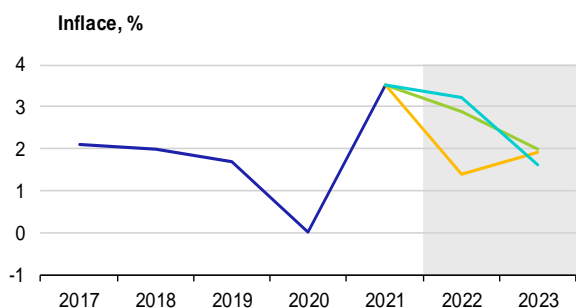


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | 4,1 → | 3,0 | 4,1 | 5,7 → |
| 2023 | n.a. | 2,1 | 2,5 | 2,4 → |

Lucembursko

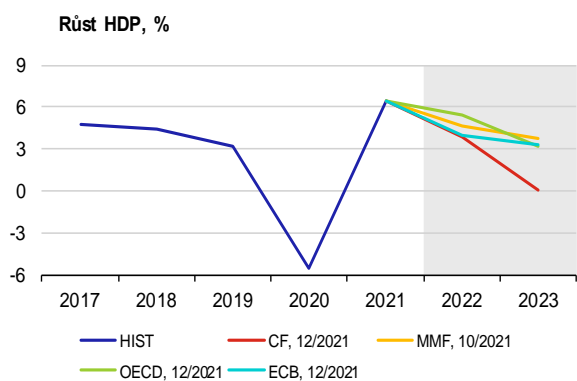


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | n. a. | 3,9 | 3,7 | 3,7 → |
| 2023 | n. a. | 3,0 | 3,1 | 3,2 → |

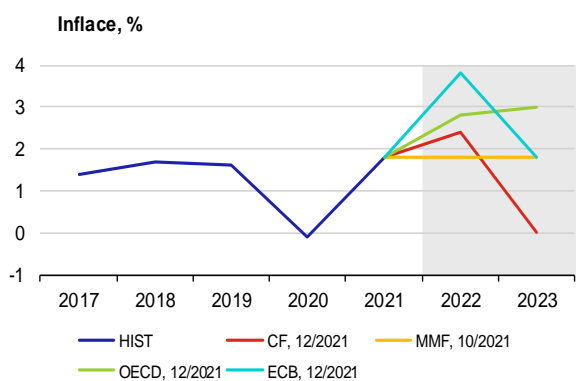


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|------|-------|
| 2022 | n. a. | 1,4 | 2,9 | 3,2 → |
| 2023 | n. a. | 1,9 | 2,0 | 1,6 → |

Slovensko

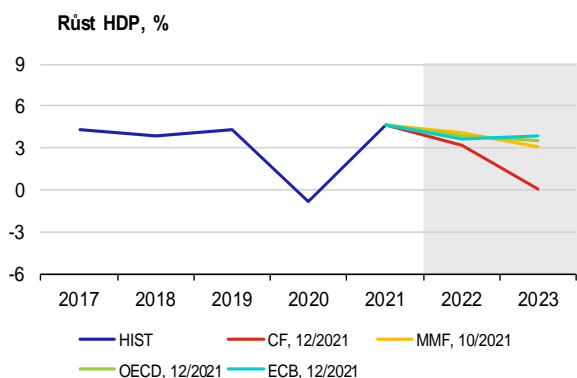


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 3,8 | 4,6 | 5,4 | 4,0 |
| 2023 | n.a. | 3,7 | 3,2 | 3,3 |

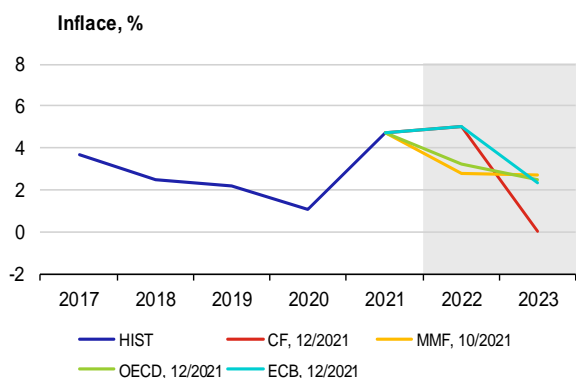


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 2,4 | 1,8 | 2,8 | 3,8 |
| 2023 | n.a. | 1,8 | 3,0 | 1,8 |

Litva

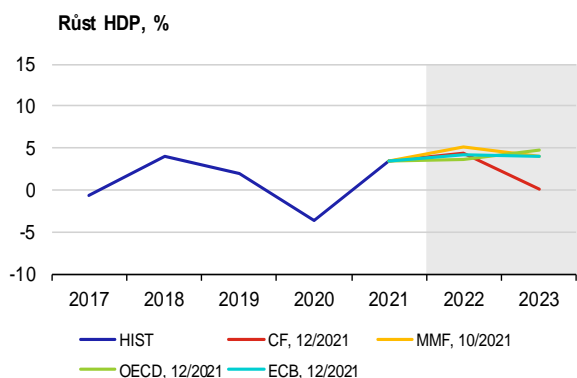


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 3,2 | 4,1 | 3,8 | 3,6 |
| 2023 | n.a. | 3,1 | 3,5 | 3,8 |

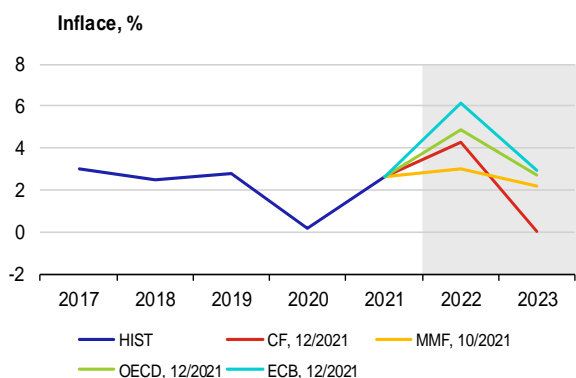


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 5,0 | 2,8 | 3,2 | 5,0 |
| 2023 | n.a. | 2,7 | 2,5 | 2,3 |

Lotyšsko

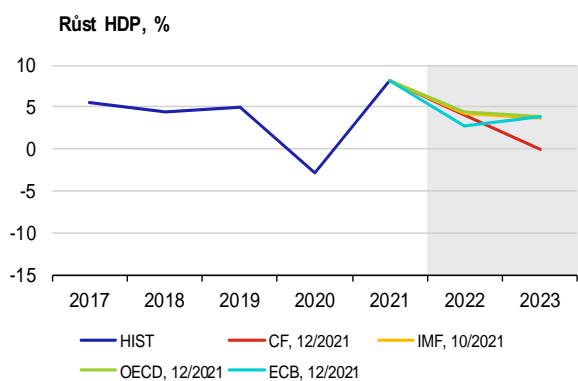


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 4,4 | 5,2 | 3,6 | 4,2 |
| 2023 | n.a. | 4,0 | 4,8 | 4,0 |

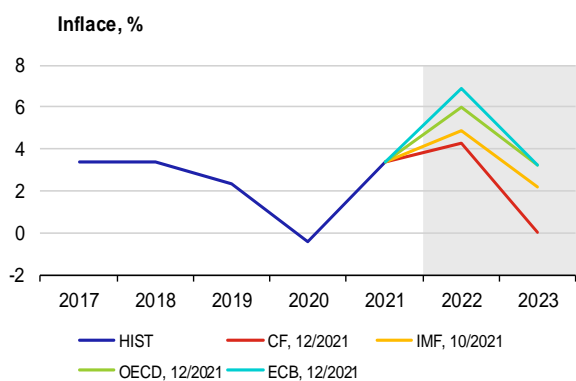


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 4,3 | 3,0 | 4,9 | 6,1 |
| 2023 | n.a. | 2,2 | 2,7 | 2,9 |

Estonsko

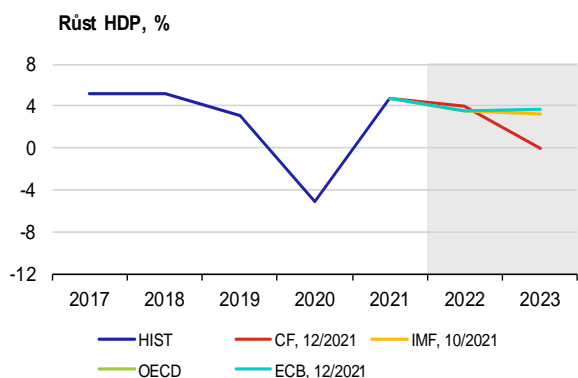


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 4,0 | 4,2 | 4,5 | 2,8 |
| 2023 | n.a. | 3,7 | 3,8 | 3,9 |

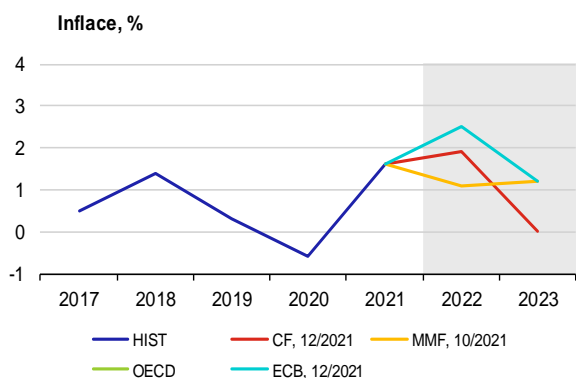


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|------|-----|
| 2022 | 4,3 | 4,9 | 6,0 | 6,9 |
| 2023 | n.a. | 2,2 | 3,2 | 3,2 |

Kypr

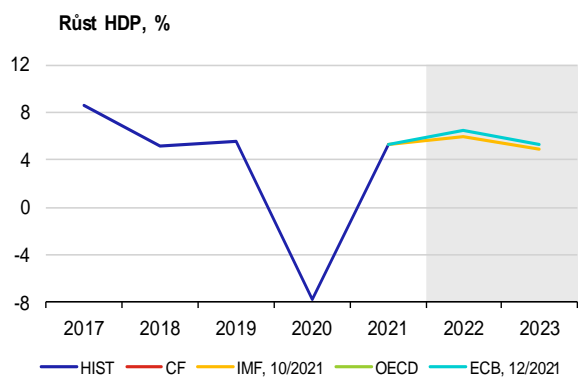


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|-------|-----|
| 2022 | 4,0 | 3,5 | n. a. | 3,6 |
| 2023 | n.a. | 3,2 | n. a. | 3,7 |

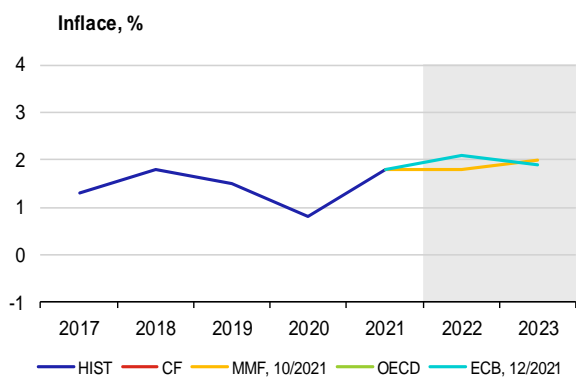


| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|------|-----|-------|-----|
| 2022 | 1,9 | 1,1 | n. a. | 2,5 |
| 2023 | n.a. | 1,2 | n. a. | 1,2 |

Malta



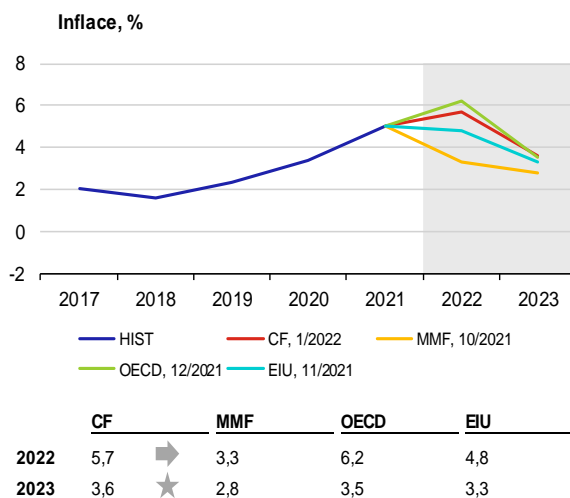
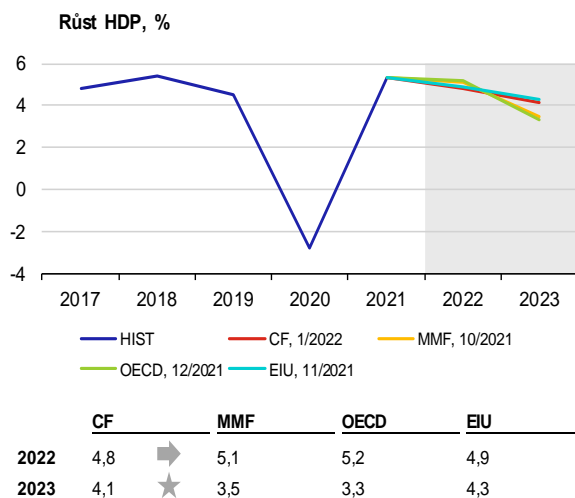
| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|-------|-----|
| 2022 | n. a. | 6,0 | n. a. | 6,5 |
| 2023 | n. a. | 4,9 | n. a. | 5,3 |



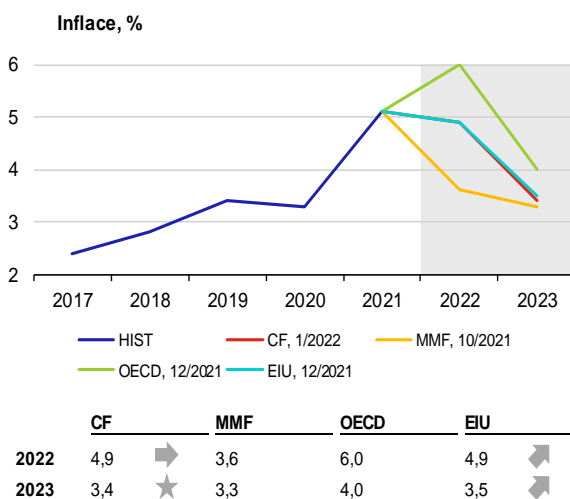
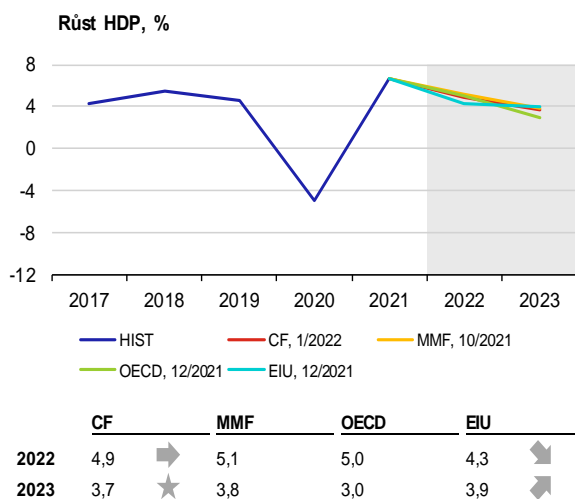
| | CF | MMF | OECD | ECB |
|------|-------|-----|-------|-----|
| 2022 | n. a. | 1,8 | n. a. | 2,1 |
| 2023 | n. a. | 2,0 | n. a. | 1,9 |

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

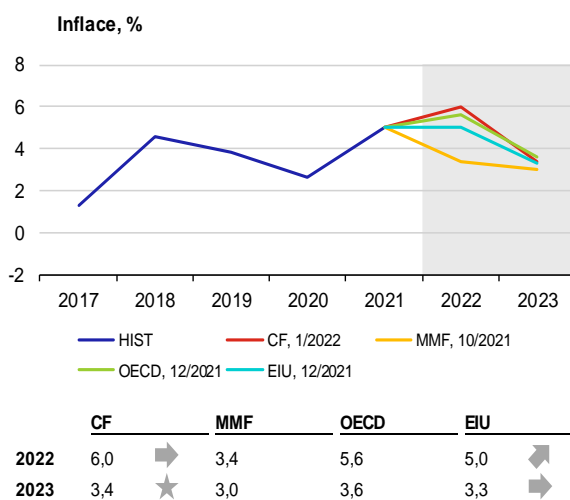
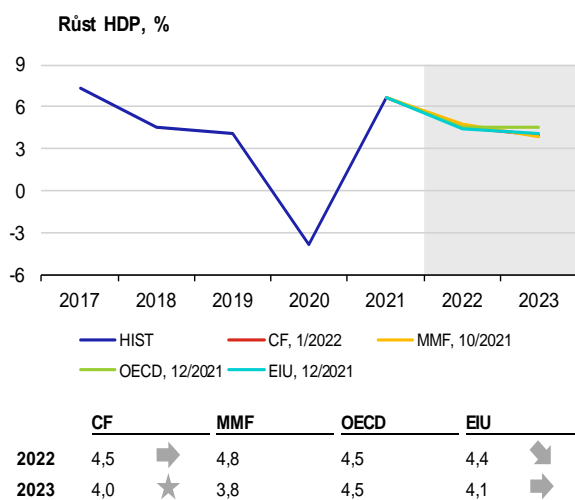
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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

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

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