

Globální ekonomický výhled

— listopad 2022



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Čína	6
II.5 Spojené království	7
II.6 Japonsko	7
II.7 Rusko	8
II.8 Polsko	8
II.9 Maďarsko	9
II.10 Výběr ze zemí – Kanada	10
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
IV. Vývoj na komoditních trzích	12
IV.1 Ropa	12
IV.2 Ostatní komodity	13
V. Zaostřeno na...	14
Dlouhodobé dopady vysokých cen energií: Kdo nakonec vydělá?	14
A. Přílohy	20
A1. Změna predikcí pro rok 2022	20
A2. Změna predikcí pro rok 2023	20
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	21
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	21
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	28
A6. Seznam zkratk použitých v GEVU	29

Datum uzávěrky dat

11. listopadu 2022

Sběr dat CF

7. listopadu 2022

Datum publikace GEVU

18. listopadu 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 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
Alexis Derviz	II.4 Čína
Michaela Ryšavá	II.5 Spojené království
Martin Kábrt	II.6 Japonsko
Oxana Babecká	II.7 Rusko, V. Zaostřeno na...
Pavla Růžičková	II.8 Polsko, II.9 Maďarsko
Jan Hošek	II.10 Kanada, IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity
Jan Brůha	V. Zaostřeno na...

I. Úvod

Ukrajinská armáda postupně vytlačuje ruské agresory ze svého území! Evropa si pomalu zvyká, že pojem NordStream neoznačuje soustavu plynovodů z Ruska, ale již jen netradiční spojení dvou různorodých slov, německého „severu“ a anglického „proudu“. Pozitivní zprávou je, že většina Evropských států se v průběhu několika let zbaví závislosti na ruském plynu a ropě. Nyní nezvykle vysoké ceny energií však budou pro téměř všechny z nás finančně bolestné. Díky přijatým opatřením napříč evropskými zeměmi však tato bolest bude dočasně citelně tlumena. Obrácenou stranou této pomyslné mince však je, že tlumení přenosu vysokých nákladů na energie do ekonomik ponесou v konečném důsledku jednotlivé státní rozpočty. Ozývají se tak varovné hlasy, že energetická krize by mohla přerůst v krizi dluhovou, pokud by nedošlo k dočasným navýšením daňových příjmů. To má v řadě zemí zajistit zdanění nadměru profitujících sektorů v ekonomice (tzv. windfall tax).

Klíčové centrální banky pokračují v utahování měnové politiky. Jestřábí politika Fedu začíná mít hmatatelné výsledky, inflace v USA začala viditelně mířit dolů. Přesto lze očekávat, že další měnová jednání doručí zvýšení úrokových sazeb, a to jak pro USA, tak i eurozónu. V této souvislosti se začínají objevovat názory, zda zvyšování sazeb, jehož efekty jsou v reálné ekonomice viditelné až za několik čtvrtletí, nemůže být ex post hodnoceno jako zbrklé s „přestřelením“ na druhou stranu a s vyvoláním celosvětové recese. Strmý růst úrokových sazeb klíčových centrálních bank bude totiž velmi bolestný pro ty země, jejichž narůstající dluh je majoritně vytvořen v zahraniční měně, zejména pak v americkém dolaru. Lze totiž předpokládat, že Fed je jako v minulosti schopen a ochoten zpřísnit měnové podmínky více, než ECB. A jak bylo řečeno, fiskální prostor pro další zadlužování v řadě zemí, včetně některých velmi vyspělých, již de facto neexistuje.

Graf aktuálního čísla ukazuje vývoj ceny plynu v Evropě prostřednictvím TTF uzlu v Nizozemí. Cena plynu se od začátku září dramaticky propadla, bohužel však šlo o krátkodobý převis nabídky nad poptávkou – do Evropy dorazily lodě se zkapalněným zemním plynem a díky teplému podzimu a úspornému chování bylo na trhu plynu dostatek. Pro následující měsíce se očekává cena zemního plynu okolo 100 EUR/MWh, což značí, že jeho zásoby pro letošní zimu by v Evropě měly být dostatečné. I tak ale bude cena energií nad dlouhodobým průměrem a pokles plynu k cenám pod 50 EUR/MWh se v horizontu tří let nečeká.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [„Dlouhodobé dopady vysokých cen energií: Kdo nakonec vydělá?“](#) Článek na historických datech analyzuje, jak se ekonomiky adaptují na změny cen ropy a zemního plynu. V krátkém období na vysokých cenách vydělávají země, které tyto energetické komodity vyvážejí, v dlouhém období ale dochází ke snížení spotřeby energií a poklesu energetické náročnosti ekonomické aktivity.

Cena plynu v Evropě dle nizozemského TTF v EUR za MWh



Zdroj: Refinitiv Datastream

Pozn.: Červeně je výhled dle futures kontraktů s dodáním v daném měsíci.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2022	3,2 ↗	1,5 ↗	1,8 ↗	4,2 ↗	1,5 →	3,2 →	-4,6 ↘
	2023	-0,1 ↘	-0,9 →	0,2 →	-0,9 ↘	1,4 ↘	4,5 ↘	-3,1 ↘
Inflace (%)	2022	8,5 ↗	8,2 ↗	8,1 ↗	8,9 →	2,3 ↗	2,2 →	12,9 ↘
	2023	6,0 ↗	6,9 ↗	4,1 ↗	7,1 ↗	1,7 ↗	2,4 ↗	6,1 →
Nezaměstnanost (%)	2022	6,8 →	5,3 →	3,7 →	3,7 ↘	2,6 →	3,5 →	4,1 →
	2023	7,2 →	5,6 →	4,4 ↗	3,7 ↘	2,5 →	3,5 ↗	4,7 →
Kurz (vůči USD)	2022	1,03 ↘	1,03 ↘		1,17 ↗	135,5 ↗	7,23 ↗	64,2 ↘
	2023	1,07 ↗	1,07 ↗		1,22 ↗	128,1 ↗	7,03 ↗	75,2 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

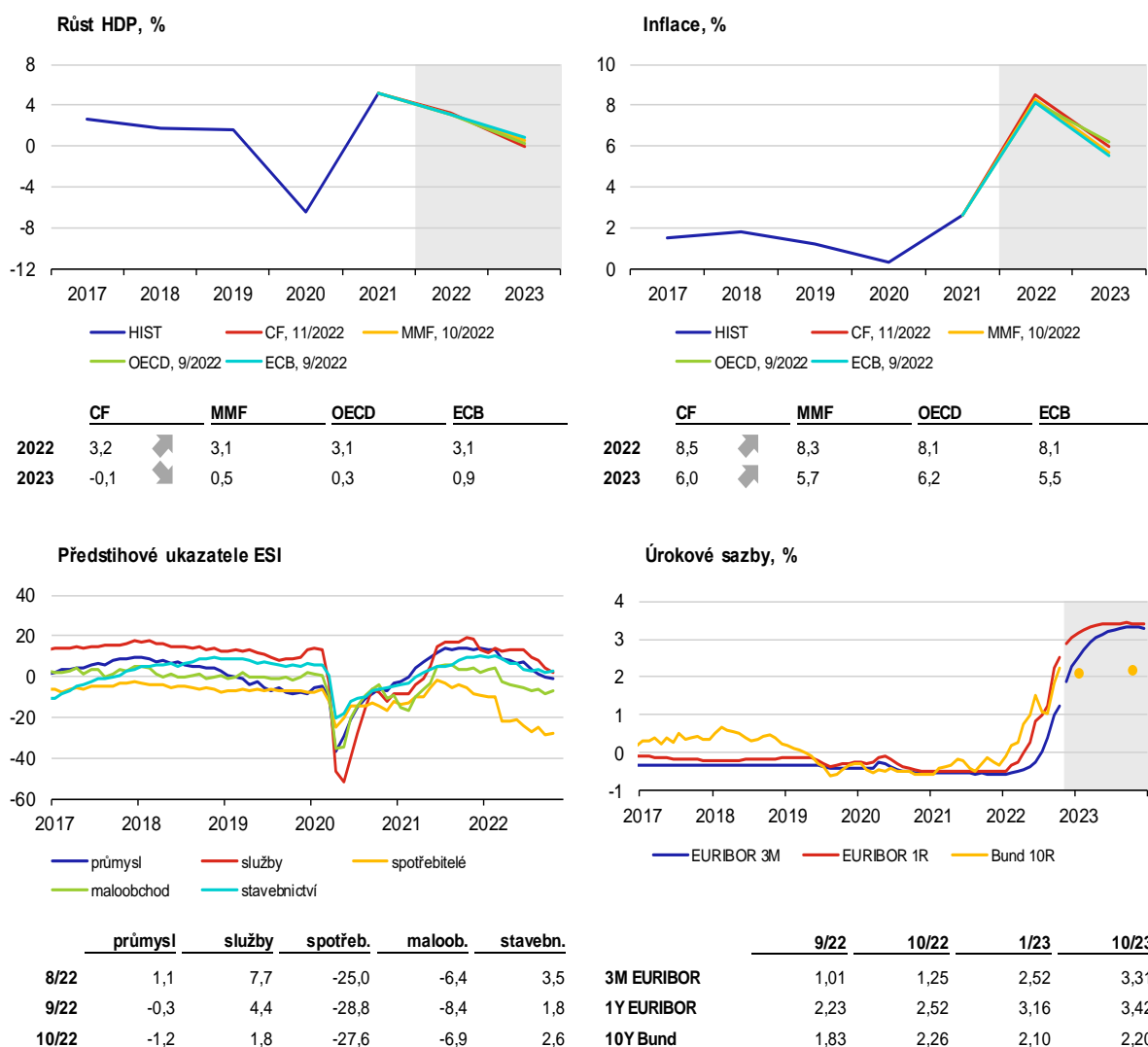
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II.1 Eurozóna

Podle rychlého odhadu vzrostla ve třetím čtvrtletí 2022 ekonomika eurozóny mezičtvrtletně o 0,2 %, což bylo v souladu s očekáváním trhu. Z největších ekonomik překvapila tempa růstu HDP Itálie (+0,5 % mžč.) a Německo (+0,3 % mžč.). Ekonomiky Španělska a Francie vzrostly pouze o 0,2 %, protože odezněl boom v cestovním ruchu a odvětví volného času po zrušení pandemických restrikcí. Na druhé straně menší ekonomiky včetně Lotyšska (-1,7 % mžč.), Belgie (-0,1 % mžč.) a Rakouska (-0,1 % mžč.) již poklesly. Aktuální indikátory naznačují posun eurozóny od expanze ke kontrakci již během podzimu. Míra inflace láme rekordy, ceny energií zůstávají vysoké a ECB pokračuje v prudkém zvyšování úrokových sazeb. Důvěra spotřebitelů je blízko historického minima, růst reálných mezd je v současnosti na nejnižší úrovni za několik desetiletí a maloobchodní tržby meziročně klesají. Mizí i pozitivní efekt znovuotevření ekonomik po pandemii. S rostoucími úrokovými sazbami a nejistým ekonomickým výhledem se tak zhoršuje i výhled pro spotřebu domácností a slábnou investiční očekávání. Firmy hlásí oslabení poptávky, klesají objednávky i z oblastí mimo eurozónu.

V říjnu inflace v eurozóně lámala rekordy, když vyskočila na 10,7 % z 9,9 % v září. Největší vliv mají nadále ceny energií (+41,9 % mžr.) či potravin, alkoholu a tabáku (+13,1 % mžr.), ale citelně zdražovalo i průmyslové zboží bez energií a služby. Velmi vysokou inflací jsou zasaženy země Pobaltí (více než +20 % mžr.), zatímco inflace ve Francii či Španělsku je jen lehce přes 7 %. Zdá se, že sekundární dopady nabídkových šoků stále tlačí inflaci nahoru navzdory zmírňující se poptávce. Proto analytici očekávají, že inflace v eurozóně ještě není na vrcholu.

Překvapivě silný růst eurozóny během první poloviny roku 2022 posouvá výhled HDP pro tento rok výše, ale předpověď pro rok 2023 se posouvá směrem k poklesu. Očekávaná inflace se pak opět posouvá výše. Nástup recese na konci roku sice zmírňuje tlak na ECB, aby pokračovala v razantním zvyšování sazeb, ale zpřísnění měnové politiky bude podle finančních trhů pokračovat minimálně do března 2023.



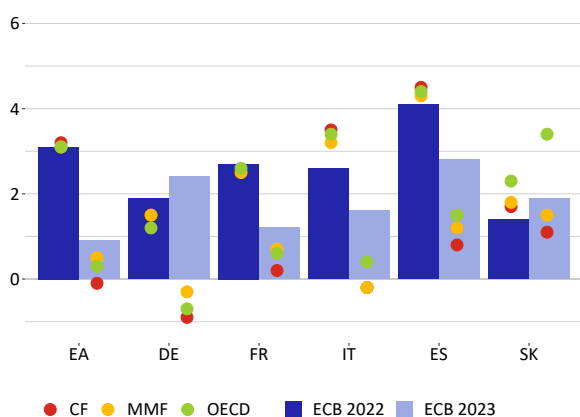
II.2 Německo

Německá ekonomika překvapila ve třetím čtvrtletí 2022 expanzí, když mzč. růst HDP dosáhl +0,3 %. Finanční trhy očekávaly mírný mzč. pokles (-0,2 %). Podrobnější údaje zatím nejsou k dispozici, ale zdá se, že motorem růstu byly zejména výdaje na soukromou spotřebu. Největší evropská ekonomika zápasí i nadále s dopady narušených dodavatelských řetězců, slábnoucí vnější poptávkou a rostoucími cenami. Překvapivý růst ve třetím čtvrtletí ale neznamená, že se německé ekonomice podaří vyhnout se recesi. Všechny předstihové indikátory se propadají, v pásmu kontrakce je PMI ve službách i průmyslu. Pokračoval pokles objednávek, zatímco zásoby firem se začaly opět zvyšovat. Indikátor ZEW pak potvrzuje rostoucí pesimismus analytiků, a rovněž dle IFO je sentiment firem ohledně aktuální situace i budoucnosti ne příliš optimistický.

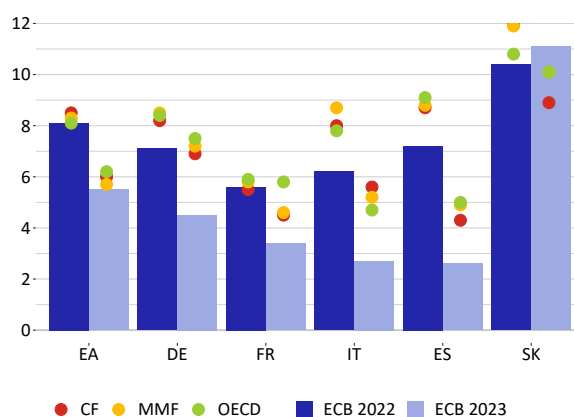
Jen počasí přineslo německé ekonomice jistou úlevu. Vyšší srážky zvýšily hladinu vody v Rýnu, tolik potřebnou pro dopravu, a teplé říjnové počasí odložilo začátek topné sezóny. Řada firem mohla pod vlivem nižších cen plynu opět rozběhnout výrobu. Němce však stále tíží značný růst cen. V říjnu dosáhla inflace v Německu nového maxima, když se cenová hladina meziročně zvýšila o více než 11 %.

HDP Německa by v příštím roce mohl poklesnout téměř o 1 %, zatímco inflace zvolní jen mírně. Cenové tlaky budou stále značné, třebaže analytici CF nepředpokládají zásadní vzednutí mzdově-inflačních tlaků. Záchrané lano německé ekonomice poskytne opět vláda. Kromě příspěvku na energie v prosinci se rýsují vyšší přídatky na dítě a nižší daně v příštím roce. Ceny energií budou od nového roku zastropované a pod ochranný štít se dostaly i německé firmy. Propad do recese by bez zásadní fiskální podpory mohl být podstatně tvrdší.

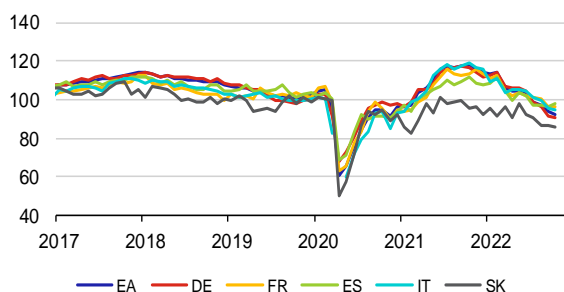
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



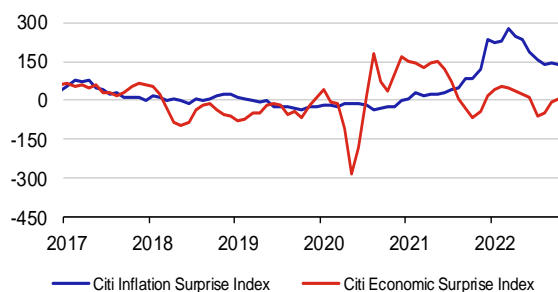
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstihové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
8/22	97,3	96,7	100,1	97,6	99,6	86,9
9/22	93,6	91,9	96,2	96,6	95,9	86,7
10/22	92,5	90,9	96,2	98,0	95,0	85,8

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	5y5y	SPF
9/22	2,19	2,15
10/22	2,19	2,18
11/22		

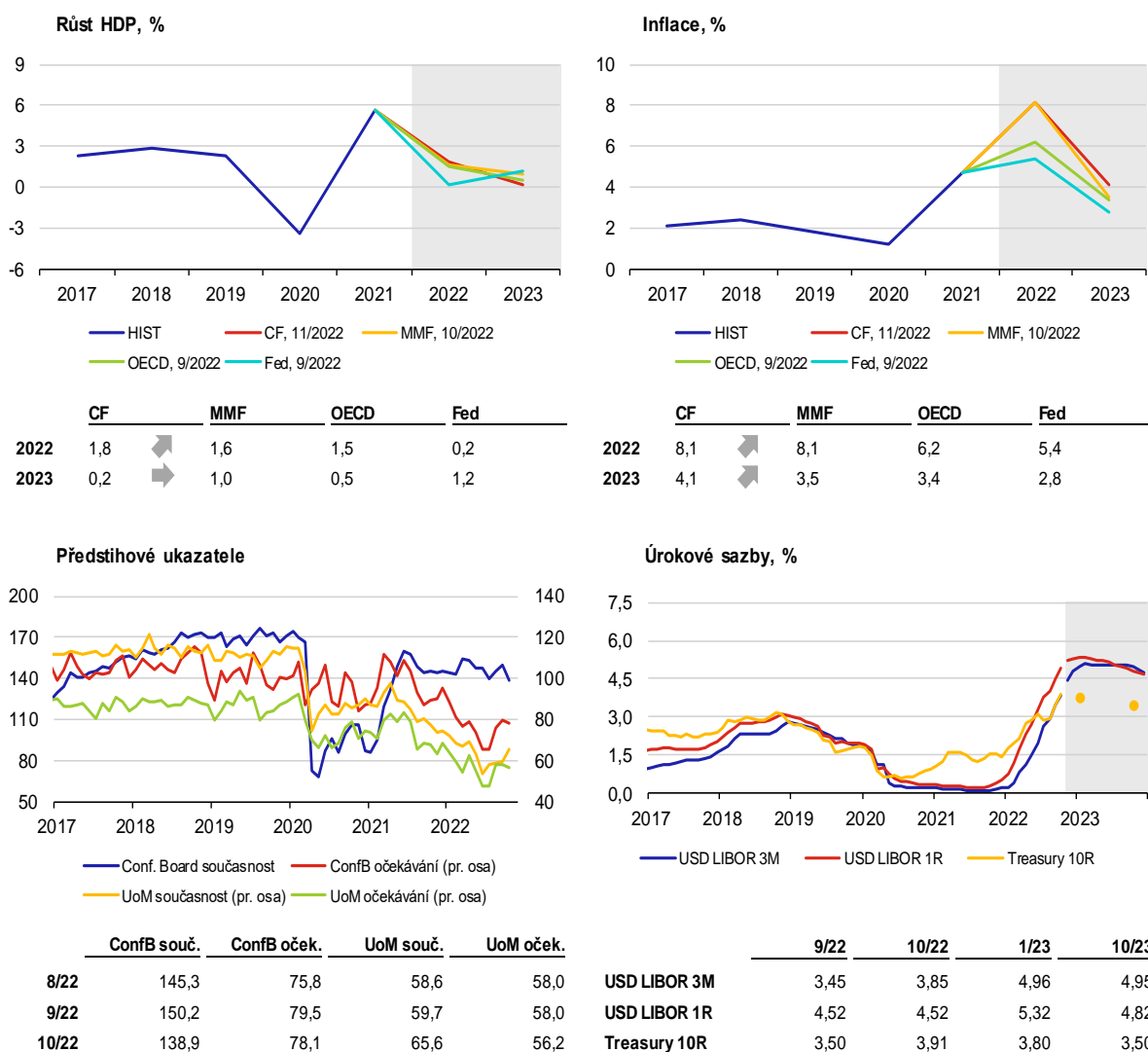
II.3 Spojené státy

Americké volby – tzv. „midterms“ – jsou klíčové nejen pro současného prezidenta Joe Bidena, ale i budoucnost celé Ameriky. Na začátku listopadu proběhly volby do Senátu i Sněmovny reprezentantů. Bez většiny v Kongresu se americkému prezidentovi těžko prosazují jeho plány a cíle a musí hledat mnohem větší kompromis. Očekávala se „velká červená vlna“, tedy vítězství republikánů, a tím i posílení pozice D. Trumpa pro příští prezidentské volby. Těsné výsledky naznačují, že ačkoli nejsou Američané moc spokojeni s J. Bidenem, ještě více se bojí republikánů v čele s D. Trumpem. Další dva roky tak bude mít současný demokratický prezident těžké.

Americká ekonomika vzrostla ve třetím čtvrtletí o 2,6 % (mzč.), po dvou čtvrtletích poklesu. Růst táhla především spotřeba domácností a čistý vývoz (zejména díky nerostným surovinám). Nový výhled z dílny CF předpokládá růst HDP v letošním roce o 1,8 %, což je více než v říjnu. Pro příští rok je pak prognóza stejná jako minulý měsíc s hodnotou pouhých 0,2 %.

Čísla o říjnové inflaci přinesla pozitivní zprávy a trhy na ně reagovaly růstem. Očekával se růst indexu spotřebitelských cen o 7,9 %, inflace vzrostla jen o 7,7 % (jádrová inflace dosáhla meziměsíčně 0,3 %). Pozitivní čísla vedla i k mírnému zlepšení nálady na globálních trzích. Nový výhled CF očekává letošní růst CPI na úrovni 8,1 % a 4,1 % v příštím roce. Oproti říjnu tak došlo k posunu výše. Inflaci stále drží vysoko především růst cen potravin (10,9 % mzr.) a služeb (6,7 % mzr.), na druhou stranu energie postupně svoji dominanci ztrácí (v říjnu 17,6 % mzr.).

Americká centrální banka zvýšila na začátku listopadu sazby o 0,75 p. b., čímž je dostala do pásma 3,75 až 4 %. Představitelé Fedu pokračují v jestřábí rétorice a trhy očekávají razantní zvýšení i na prosincovém jednání s tím, že na jaře roku 2023 by měla fáze zvyšování sazeb postupně končit.



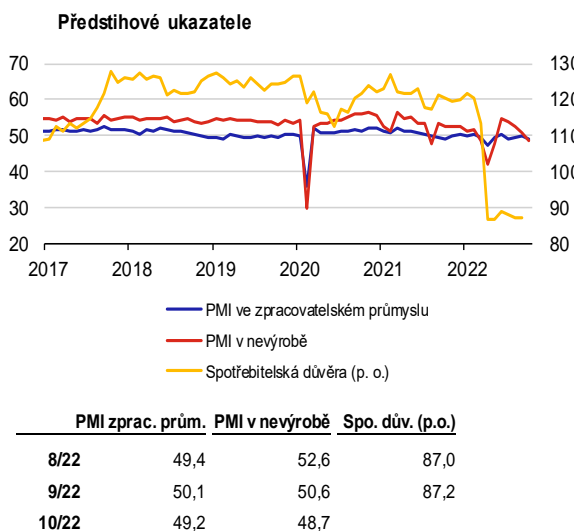
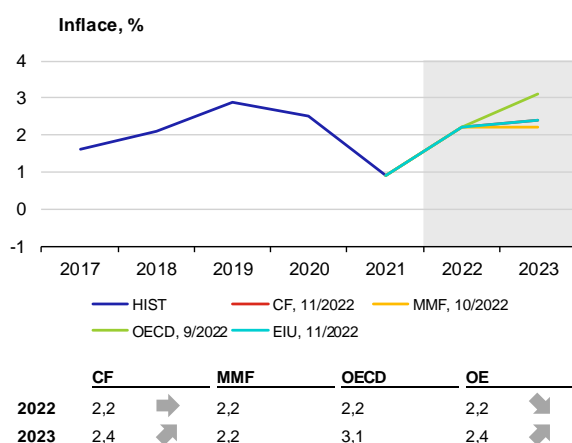
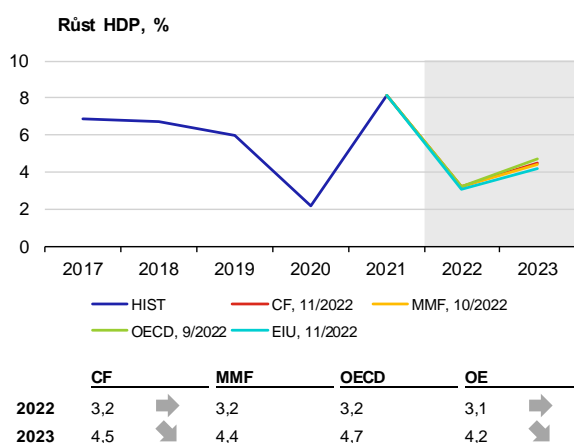
II.4 Čína

Čínský hospodářský růst činil ve třetím čtvrtletí 3,9 % mzr., což znamená výrazné oživení oproti faktické stagnaci během léta (0,4 % ve 2. čtvrtletí). Na tomto růstu se pravděpodobně podepsala také stimulační vládní opatření zavedená u příležitosti sjezdu vládnoucí strany. Původní oficiální 5,5% cíl růstu HDP pro rok 2022 se v oficiálních dokumentech již nějakou dobu nezmiňuje a místo toho se více mluví o politikách zajišťujících měkké přistání pro přehřáté sektory (nemovitosti, regionální bankovníctví) a podporujících oživení pro zaostávající odvětví. Strukturálně bylo podzimní oživení nerovnoměrné, růst průmyslové výroby a těžby surovin kontrastuje se slabými údaji o maloobchodních prodejkách a exportu. Také oficiální čísla nezaměstnanosti jsou nejvyšší od června. Předpovědi většiny analytiků ohledně hospodářského růstu v příštím roce se v posledních měsících neustále revidují směrem dolů a v současnosti oscilují mezi 3 a 4 %.

Spotřebitelská důvěra se mezi srpnem a zářím skoro nezměnila a nadále zůstává hluboko v kontrakční zóně. Odpovědnost za tento déletrvajícím spotřebitelský pesimismus z větší části nese pokračující restriktivní přístup vlády ke zvládnání pandemie. Nálada ve firmách, jak plyne z hodnot indexu Caixin ze začátku listopadu, je taktéž tlumená a ani výhled nenaznačuje brzké zlepšení. PMI ve službách oproti výrobě ukazuje na mírně lepší očekávání oproti současnému stavu, avšak ani tam hodnoty indexu nedosahují 50bodové hranice.

Inflace spotřebitelských cen v Číně v říjnu klesla na hodnoty kolem 2,1 %, naposledy pozorované během jara. Zpomalování bylo plošné, takže se týkalo též tradičně nejrychleji rostoucích cen potravin. Ceny výrobců v říjnu meziročně klesly o 1,3 % v důsledku slabé domácí poptávky, problémů v logistice omezujících zájem o dodavatele z Číny a korekce světových cen surovin.

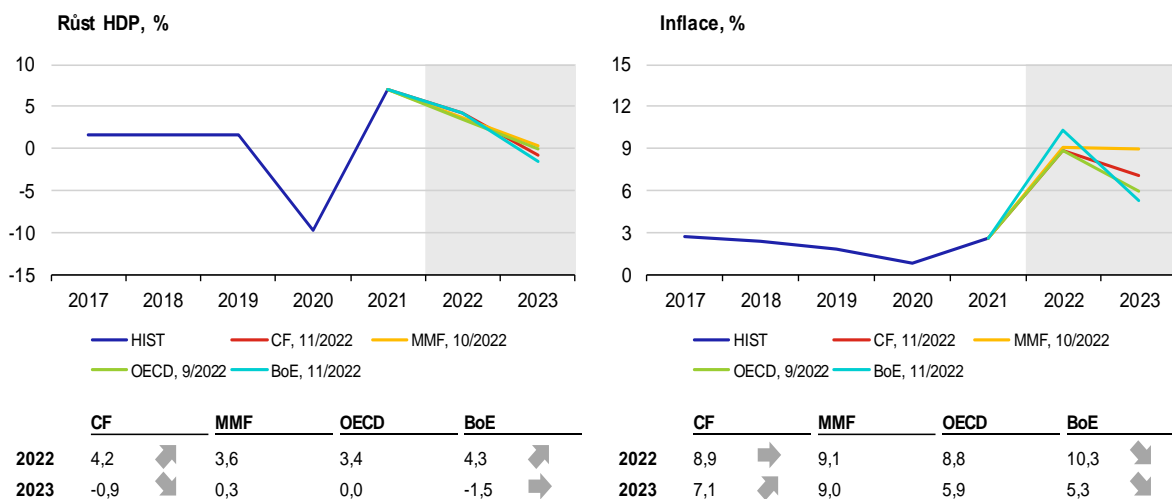
Čínský zahraniční obchod v říjnu zaznamenal pokles. Vývozy meziročně klesly o 0,3 %, dovozy o 0,7 %, obchodní bilance se tedy mírně zlepšila z důvodu silnějšího poklesu dovozů. Výhled není příznivý vzhledem k očekávané recesi v USA a EU a pokračující čínské politice nulového covidu způsobující časté zpoždění dodávek. Na straně dovozů negativně působí dopady pokračující krize v sektoru nemovitostí na soukromou spotřebu.



Zdroj: Bloomberg

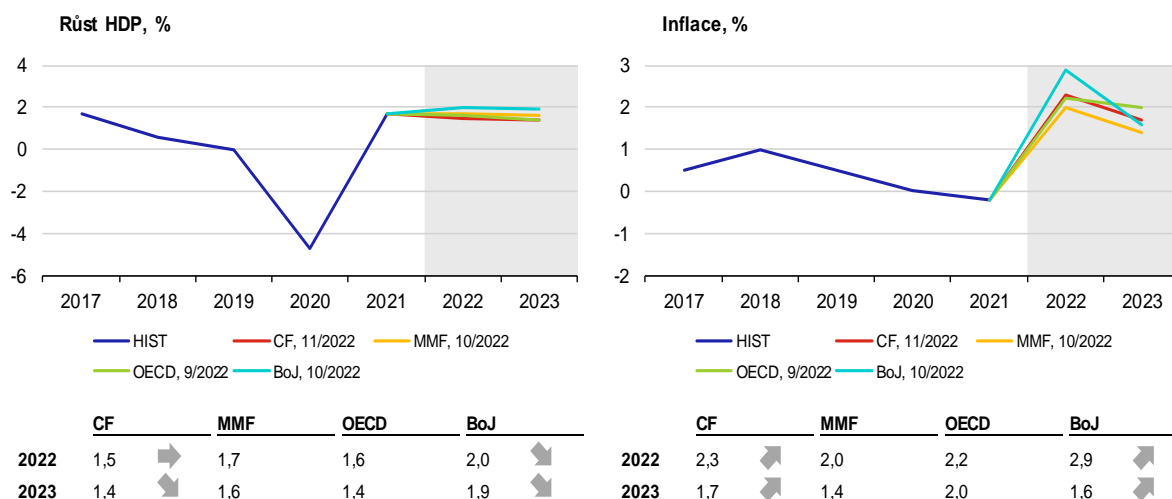
II.5 Spojené království

Na rostoucí inflaci BoE v listopadu zareagovala dalším zvýšením základní úrokové sazby, tentokrát o 0,75 p. b. Od prosince 2021 se tak sazba zvýšila z 0,1 % na 3 %. Meziročně se inflace v září především kvůli rostoucím cenám potravin vrátila na červencové maximum 10,1 %, přičemž BoE nově předpovídá její prudký pokles od poloviny příštího roku. Prognóza HDP se pro letošní rok mírně zlepšila (4,3 %), pro rok 2023 však zůstává předpoklad poklesu HDP (-1,5 %, CF očekává o něco optimističtějších -0,9 %), přičemž BoE varuje před nejdelší recesí v historii. Kompozitní ukazatel PMI v říjnu poukázal na další útlum ekonomické aktivity, když klesl na hodnotu 48,2 (ze zářijových 49,1). Nálada prudce poklesla jak u výrobců, tak ve službách, což odráží napjaté rozpočty domácností, očekávanou recesi a též politickou nejistotu. Po kontroverzním vládním plánu, který vyvolal paniku na trzích a též pád libry, byl totiž během velmi krátké doby jmenován již třetí premiér. Lídrem konzervativců se stal bývalý ministr financí R. Sunak, který byl jediným kandidátem.



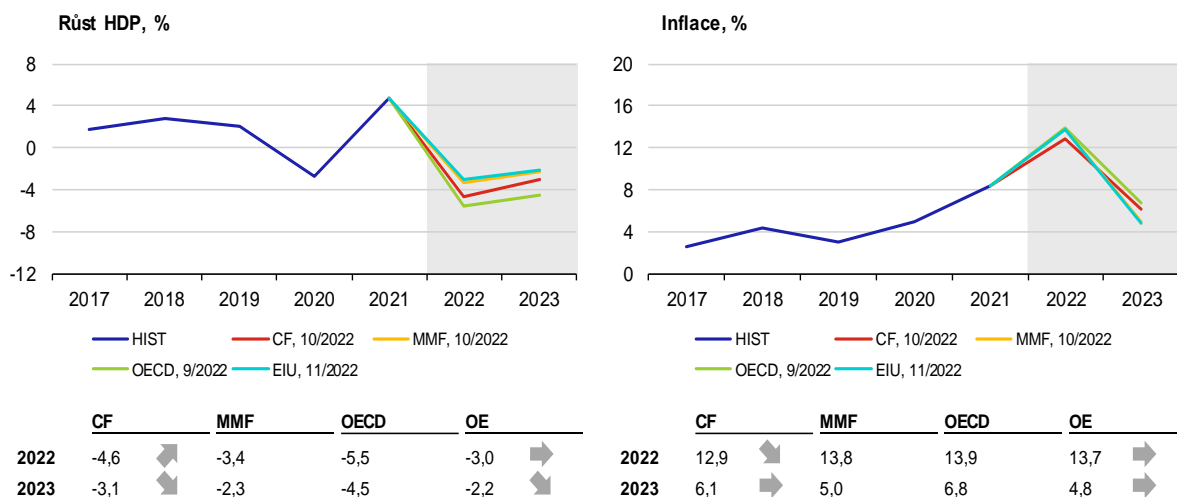
II.6 Japonsko

Nový rozsáhlý podpůrný balíček japonské vlády cílí na tlumení dopadů zdražování na domácnosti, třebaže inflace zůstává hluboko pod hladinou ostatních vyspělých ekonomik. Velká část plánované podpory převyšující 29 bilionů jenů (197 mld. dolarů) míří na pomoc domácnostem s rostoucími účty za energie. Podle vládních odhadů by měla snížit inflaci až o 1,2 procentního bodu. Zářijový údaj 3% meziroční inflace přitom představuje jednu z nejnižších měr zdražování na světě. BoJ na svém říjnovém zasedání potvrdila svou uvolněnou měnovou politiku, a Japonsko tak zůstává poslední zemí na světě se zápornými sazbami. V nové predikci BoJ přehodnotila svůj výhled inflace vzhůru a současně snížila očekávaný růst ekonomiky. Vládní devizové intervence na posílení jenu se v říjnu zdvojnásobily na 43 mld. dolarů, měna tak navzdory rostoucím úrokovým diferenciálům zůstává zhruba stabilní, ovšem na nejslabších úrovních od 90. let.



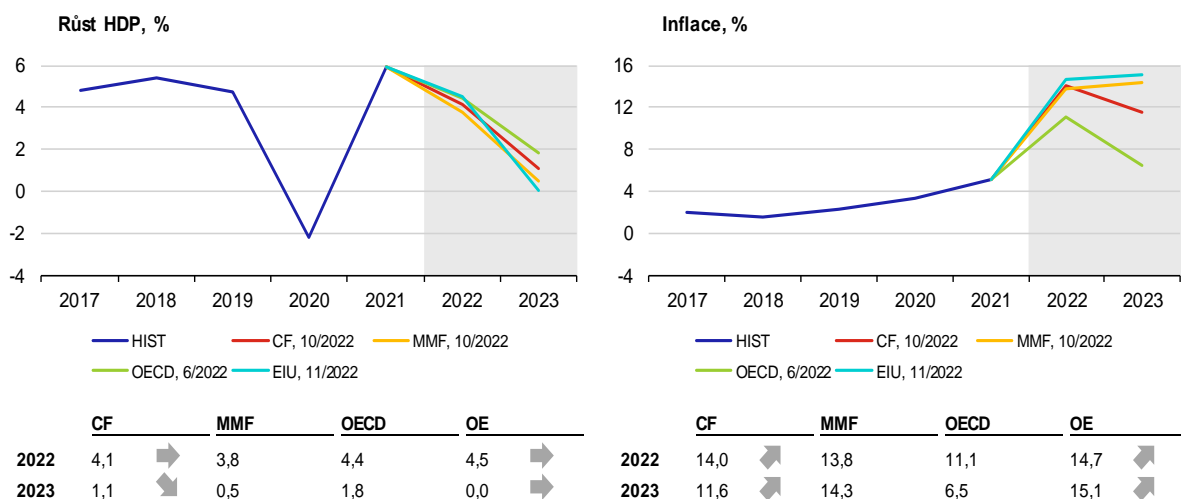
II.7 Rusko

Ministerstvo hospodářského rozvoje RF očekává prohloubení propadu ekonomické aktivity v září. Interfax uvádí, že ministerstvo odhaduje zesílení propadu HDP v září na 5 % meziročně oproti 4 % v srpnu. Celkově by měl meziroční propad HDP ve třetím čtvrtletí dosáhnout 4,4 %, což je o 0,3 p. b. výraznější pokles než v předchozím čtvrtletím. Útlum rovněž naznačují krátkodobé indikátory. Průmyslová produkce v září zrychlila pokles na 3 % mzr. Říjnový PMI se také oproti září snížil a těsně se přiblížil k hranici oddělující růst od ekonomické kontrakce. PMI ve službách navíc propadl na 43,7 bodů – druhý nejhorší výsledek v letošním roce. Podle podniků souvisela nižší produkce s poklesem poptávky jak v důsledku sankcemi omezených možností, tak kvůli poklesu kupní síly jejich odběratelů. Meziroční míra inflace již šestý měsíc klesá a v říjnu tempo růstu spotřebitelských cen zpomalilo na 12,6 % mzr. Úroková sazba zůstala beze změny.



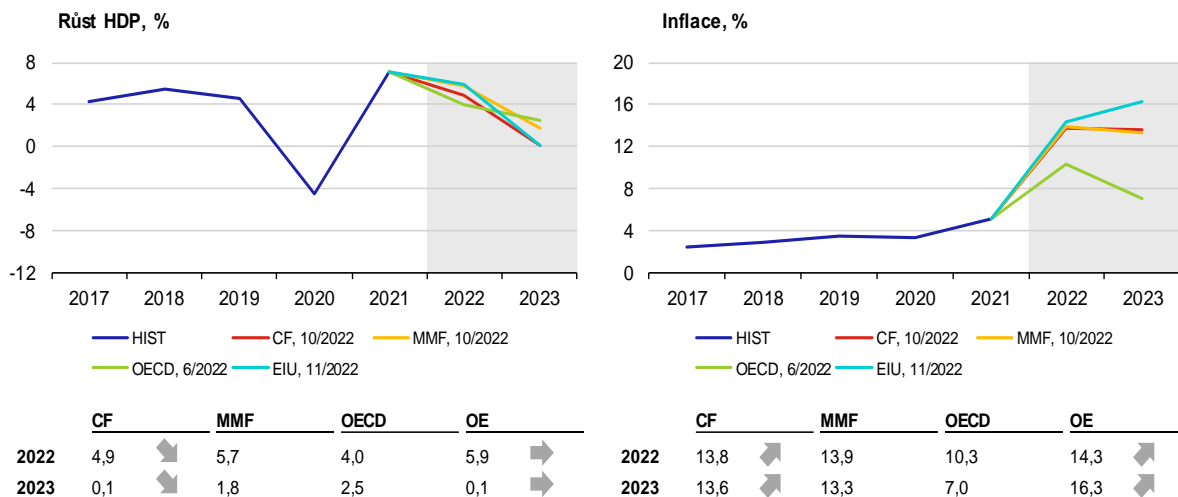
II.8 Polsko

Polská národní banka ponechala na svém listopadovém zasedání základní úrokovou sazbu na 6,75 %. Odůvodnila to zhoršeným ekonomickým výhledem, když v nové predikci výrazně snížila odhad růstu HDP v příštím roce na -0,3–1,6 %. Panují tudíž obavy z možné recese. V prvním pololetí letošního roku táhla růst polské ekonomiky především spotřeba domácností. Je však otázkou, jak dlouho jim v současných nepříznivých podmínkách vydrží chuť utrácet. Nezaměstnanost je prozatím velmi nízká a růst mezd zaostává za inflací jen mírně. Výhled růstu HDP pro příští rok snížil i CF, OE očekává stagnaci. Spotřebitelská inflace dosáhla v říjnu 17,9 % (předběžný údaj), jádrová v září překročila 10% hranici. Dle CF by měl růst cen kulminovat v únoru lehce pod 20 % a následně se ještě před koncem roku 2023 vrátit do jednociferných hodnot. K cíli centrální banky (2,5 %) se však inflace vrátí zřejmě až v letech 2026–27 (dlouhodobý výhled CF). Podobně vyznívá i nová prognóza NBP, která v následujících dvou letech neočekává pokles průměrné roční inflace pod 4 %.



II.9 Maďarsko

Podle nové prognózy maďarské národní banky (MNB) zpomalí růst ekonomiky v příštím roce zhruba na 1 % a inflace se vrátí do tolerančního pásma inflačního cíle až v roce 2024. Průmyslová produkce nadále svižně roste, index PMI pro zpracovatelský průmysl se vrátil nad 50bodovou hranici a schodek obchodní bilance se zmírnil. Trh práce zůstává napjatý. Míra nezaměstnanosti je velmi nízká, přestože v posledních měsících mírně stoupá. MNB ve své říjnové predikci čeká, že HDP vzroste letos o 3–4 %, v příštím roce v důsledku větší zdrženlivosti spotřebitelů i investorů pak jen o 0,5–1,5 %. CF i OE jsou pro letošek optimističtější, příští rok však čekají stagnaci. Inflace v říjnu zrychlila na 21,1 % (jádrová 22,3 %), meziměsíčně přibrzdila na stále vysoká 2 %. Proinflačně působí ukončování některých vládních opatření proti energetické krizi, jež příliš zatěžovala rozpočet. Centrální banka na svém posledním zasedání ponechala hlavní úrokovou sazbu na 13 % s tím, že sazby zůstanou na této úrovni po delší dobu.

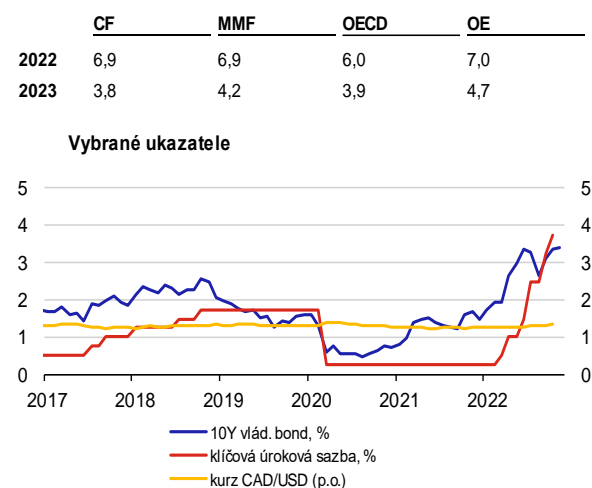
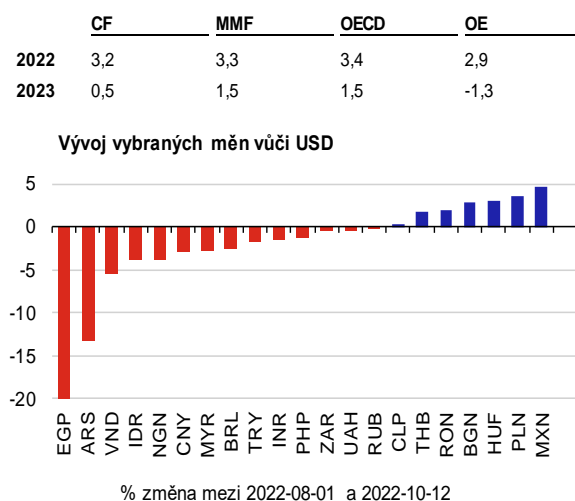
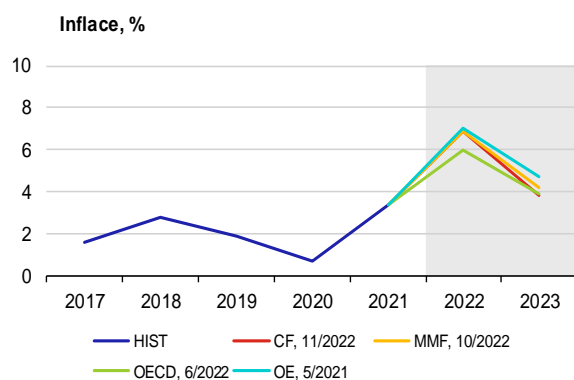
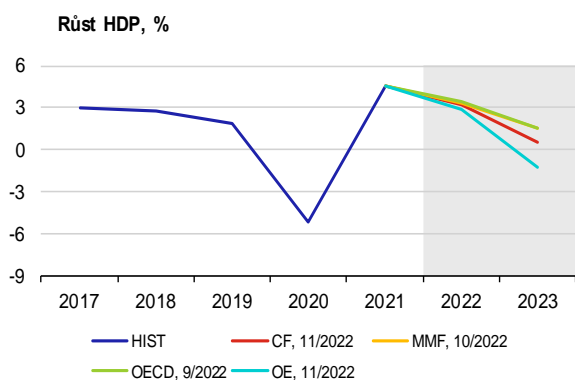


II.10 Výběr ze zemí – Kanada

Kanadská ekonomika čelí nedostatku pracovní síly a přetrvávajícím problémům v dodavatelských řetězcích. V první polovině roku 2022 ekonomika vykázala solidní růst díky zmírňování restriktivních protiepidemických opatření a vysokým cenám komodit. Nezaměstnanost v říjnu setrvala na 5,2 %, což je jedna z nejnižších hodnot za posledních 40 let. Růst mezd zesiluje již od začátku roku 2021 a v současnosti se pohybuje kolem 4 %. Kvůli růstu hypotečních sazeb ale došlo k ochlazení trhu s nemovitostmi a v polovině letošního roku začala ekonomika vykazovat známky zpomalování. Přísnější měnověpolitické podmínky snižují jak spotřebu domácností, tak investiční aktivitu podnikatelského sektoru. Slabší zahraniční poptávka (převážně z USA) pak negativně ovlivňuje čistý vývoz. Na přelomu let 2022 a 2023 tak nelze vyloučit mírnou recesi. Říjnové výrazné oslabení kanadského dolaru částečně kompenzovalo uvedené negativní faktory, nicméně v listopadu se CAD vrátil na silnější úroveň. Postupně by ale mělo docházet ke zmírňování problémů v dodavatelských řetězcích a zesílení zahraniční poptávky. Centrální banka (BoC) tak očekává, že v letošním a příštím roce meziroční růst reálného HDP zpomalí z loňských 3,2 % na 2,1 %, resp. 1 %, ale již v roce 2024 dojde k oživení na 2,3 %.

Inflace se v průběhu letošního roku dále zvyšovala a kulminovala v červnu, kdy převýšila 8 %. I přes následující pokles očekává BoC její setrvání poblíž 7 % do konce letošního roku. K předchozímu růstu inflace přispívaly nejvíce ceny energetických a zemědělských komodit, které zvyšovaly inflaci v kategoriích bydlení, potraviny a obchodovatelné zboží. V současnosti přetrvávají tlaky na růst cen potravin a sílí tlaky na růst cen služeb. BoC začala se zvyšováním úrokových sazeb v březnu 2022 a do října vzrostly její sazby v šesti krocích z 0,25 na 3,75 %. Trhy očekávají do konce letošního roku jejich další růst nad 4 %. Centrální banka předpokládá, že inflace by se v reakci na zpřísnování měnové politiky a očekávaný ekonomický vývoj měla postupně snižovat z cca 7 % ve 4. čtvrtletí letošního roku k horní hranici tolerančního pásma (3 %) koncem příštího roku a dosáhnout 2% inflačního cíle ve druhé polovině roku 2024.

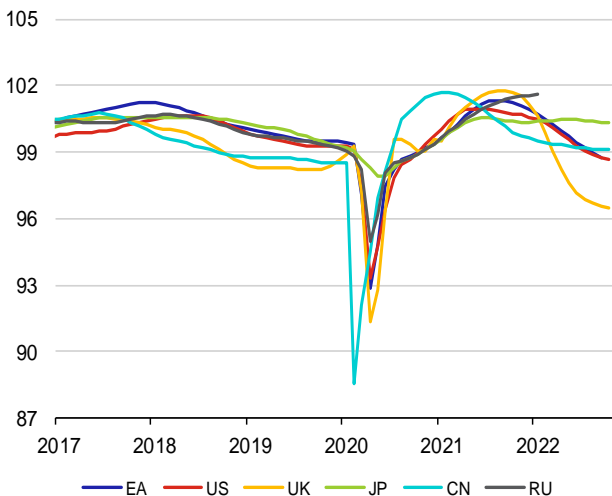
Obchodní bilance, která byla od roku 2008 převážně v deficitu, se dostala v polovině roku 2021 do přebytku. Ten se postupně zvyšoval a vrcholil letos v květnu a červnu na nejvyšších hodnotách za 14 let díky vysokým cenám plynu a ropy.



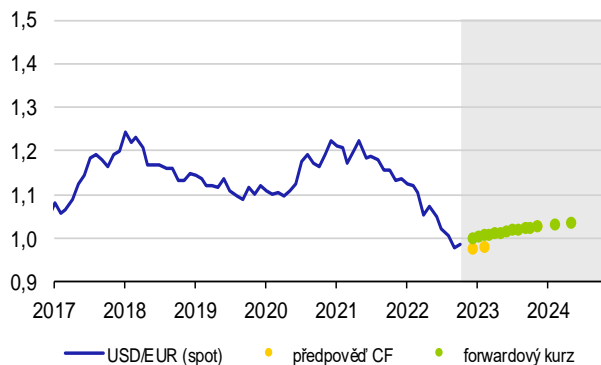
	10Y vládní bond, %	úrok. sazba, %	CAD/USD
8/2022		2,67	2,50
9/2022		3,13	2,25
10/2022		3,38	1,37

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

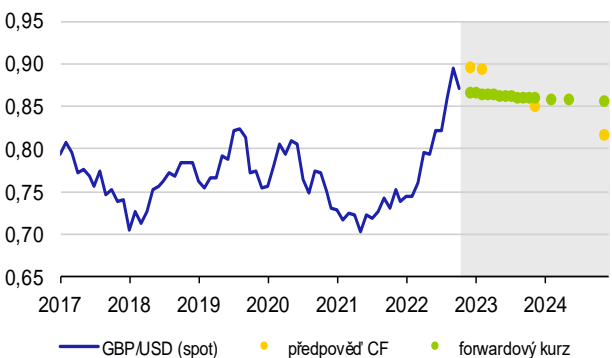


Americký dolar (USD/EUR)



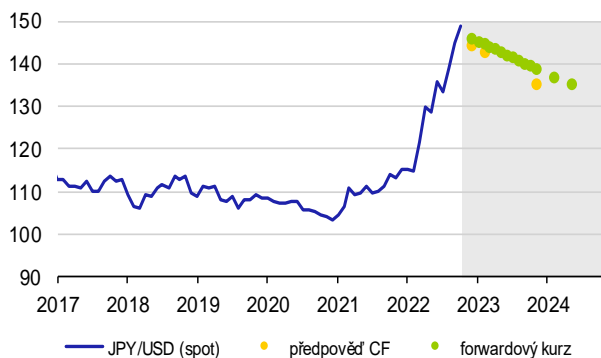
	7/11/22	12/22	2/23	11/23	11/24
spotový kurz	1,000				
předpověď CF		0,979	0,983	1,030	1,072
forwardový kurz		1,004	1,010	1,028	1,049

Britská libra (GBP/USD)



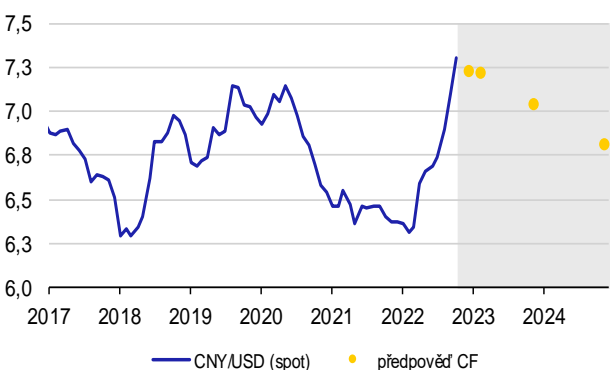
	7/11/22	12/22	2/23	11/23	11/24
spotový kurz	0,873				
předpověď CF		0,896	0,894	0,852	0,817
forwardový kurz		0,868	0,866	0,861	0,857

Japonský jen (JPY/USD)



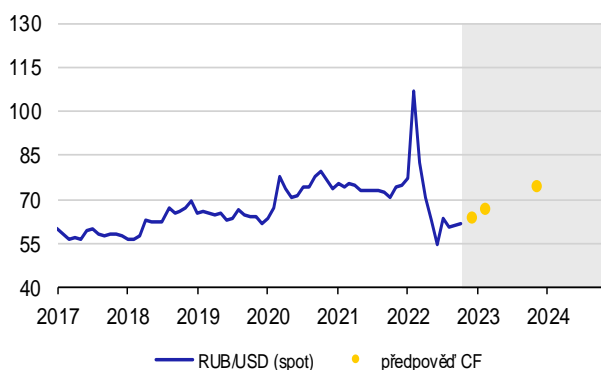
	7/11/22	12/22	2/23	11/23	11/24
spotový kurz	146,5				
předpověď CF		144,6	142,9	135,5	128,1
forwardový kurz		146,1	144,8	138,9	131,9

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	7/11/22	12/22	2/23	11/23	11/24
spotový kurz	7,239				
předpověď CF		7,230	7,227	7,044	6,817

Ruský rubl (RUB/USD)



	7/11/22	12/22	2/23	11/23	11/24
spotový kurz	61,25				
předpověď CF		64,15	67,42	74,70	81,15

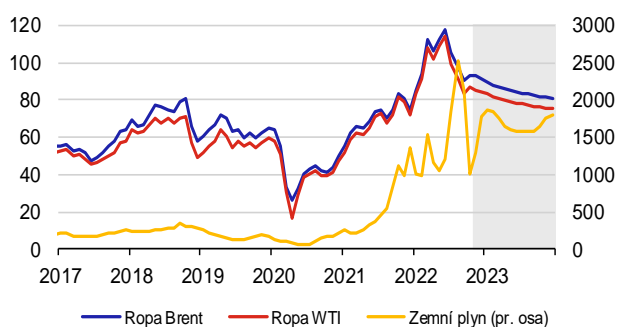
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa

Rozhodnutí aliance OPEC+ výrazně snížit od listopadu těžbu zastavilo na začátku října klesající trend cen ropy. Průměrná měsíční cena ropy Brent tak po třech předchozích poklesech v řadě v říjnu vzrostla. Na začátku listopadu se cena ropy Brent přiblížila úrovni 100 USD/barel v obavách z nedostatečné nabídky kvůli snížení těžby v zemích aliance OPEC+ a blížícímu se zákazu námořního dovozu ruské ropy do EU (od 5. 12.). K růstu cen ropy přispěl i oslabující dolar nebo spekulace, že Čína zmírní politiku nulové tolerance šíření nákazy covid-19. Čína sice oficiálně žádné změny ve svém přístupu k boji s epidemií nepotvrdila, ale k určitému zmírnění opatření již došlo. Většina analytiků předpokládá, že i když se rychlejší oživení čínské ekonomiky zatím odkládá, situace na trhu s ropou bude i tak během letošní zimy napjatá. EIA již po několikáté v řadě snížila odhad růstu těžby ropy v USA pro příští rok a odhaduje, že růst globálních zásob ropy, který činil letos ve 3. čtvrtletí 0,8 mil. barelů denně (mb/d), zpomalí ve zbytku roku na 0,2 mb/d a v 1. čtvrtletí příštího roku budou zásoby klesat tempem 1,2 mb/d. Rovněž peněžní manažeři sázejí na další růst cen ropy a jejich čisté dlouhé pozice vzrostly na nejvyšší hodnotu od června, podobný vývoj potvrzují i ceny opcí. Podporu cenám rizikových aktiv přinesla i nižší než očekávaná inflace v USA za říjen. Ta by mohla umožnit Fedu pomalejší tempo zvyšování úrokových sazeb s příznivým dopadem do ekonomického růstu v USA a globální poptávky po ropě.

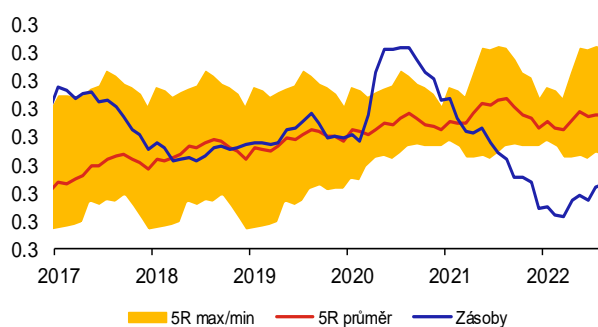
Tržní křivka z konce října se posunula oproti říjnovému výhledu mírně vzhůru, ale i nadále signalizuje klesající trajektorii cen ropy Brent a cca 81 USD/barel na konci příštího roku. Listopadový CF očekává mírnější pokles – v ročním horizontu na 91,2 USD/barel. Aktuální předpověď EIA pak předpokládá, že cena ropy Brent se bude do poloviny příštího roku pohybovat kolem 94 USD/barel a poté začne v důsledku silícího převisu poptávky růst až na 98 USD/barel na konci roku 2023.

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

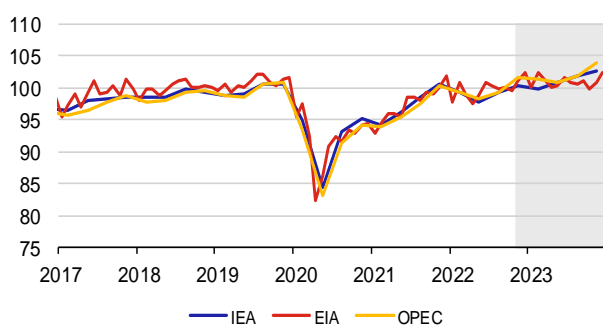


	Brent		WTI		Plyn
2022	99,83	↗	94,93	↗	1460,28
2023	84,39	↗	78,60	↗	1681,78

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

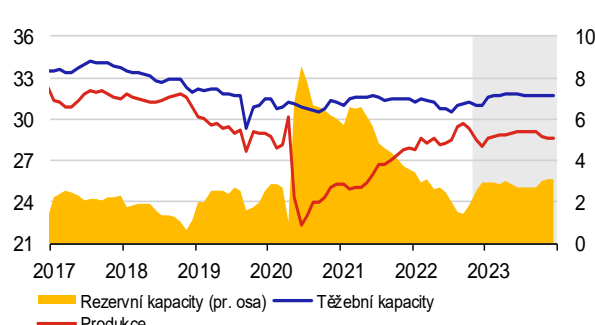


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2022	99,18	↗	99,83
2023	101,31	↗	100,99

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2022	28,59	↗	31,04
2023	28,85	↗	31,72

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

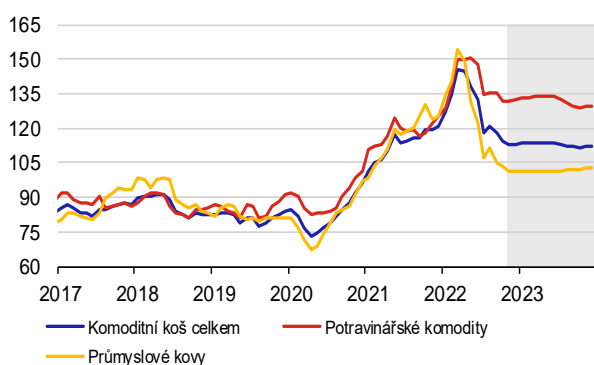
IV.2 Ostatní komodity

Dva měsíce trvající silný pokles cen zemního plynu v Evropě se koncem října zastavil a v první polovině listopadu cena kolísala v intervalu cca 100–140 EUR/MWh (viz graf čísla). Nadprůměrné teploty během podzimu a vysoké dodávky LNG umožnily naplnit evropské zásobníky plynu před topnou sezónou na téměř maximální úroveň (byť za cenu enormních nákladů) a o dalším vývoji ceny bude rozhodovat především počasí během zimního období na severní polokouli, ale rovněž rozsah úspor na straně spotřeby. Křivka termínovaných kontraktů však naznačuje, že v průběhu nastávající zimy dojde k opětovnému nárůstu ceny plynu. Během října došlo i k silnému snížení cen uhlí, nicméně i ty zůstávají z historického pohledu velmi vysoké a s jejich výraznějším poklesem se v dohledné době nepočítá, i když tradiční vývozci, jako Austrálie nebo JAR, navýšili těžbu, aby kompenzovali očekávaný výpadek dodávek z Ruska. O silné zvýšení těžby uhlí se snaží i těžaři v Číně.

Index cen potravinářských komodit již čtyři měsíce stagnuje poblíž červencové hodnoty, další mírný pokles se postupně očekává až se sklizněmi v následujících letech. Cena pšenice v průběhu října klesla na úroveň před vypuknutím války na Ukrajině, nicméně i tak je s výjimkou letošního roku nejvyšší od roku 2012.

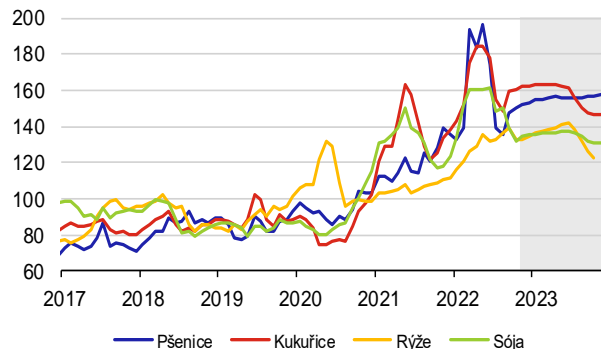
Pokles indexu cen základních kovů v říjnu zpomalil a od příštího roku se očekává jeho obrat k růstu. Již v první polovině listopadu došlo k silnému růstu ceny mědi kvůli nízkým zásobám a naději, že Fed bude zvyšovat úrokové sazby nižším tempem, což podpoří poptávku v průmyslu. Optimismus vzbuzuje i podpora, kterou čínská vláda směřuje na tamní trh nemovitostí. To na začátku listopadu vedlo i k mírnému zvýšení cen oceli a železné rudy, které nicméně od letošního května zaznamenávají silný pokles kvůli slabé poptávce z průmyslu a stavebnictví.

Indexy cen neenergetických komodit



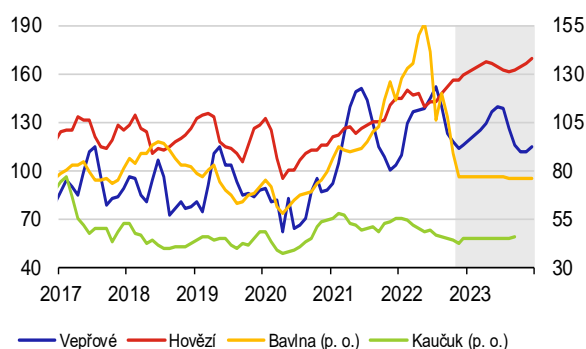
	Celkem	Potraviny	Kovy
2022	126,7	138,8	121,9
2023	113,0	132,0	101,7

Potravinářské komodity



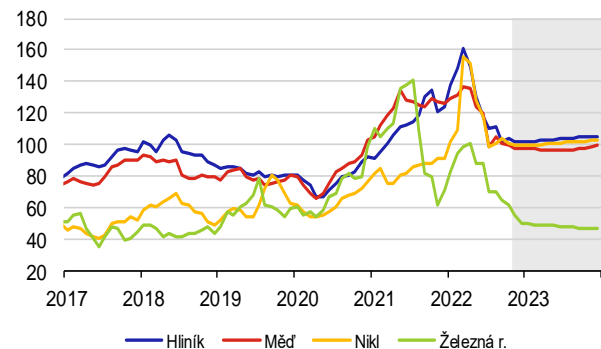
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2022	158,1	163,6	130,7	147,2
2023	156,1	155,7	135,3	134,7

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2022	129,7	148,7	118,1	48,0
2023	124,1	164,5	76,2	45,0

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2022	123,1	114,9	114,1	77,4
2023	103,9	97,7	101,4	48,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Dlouhodobé dopady vysokých cen energií: Kdo nakonec vydělá?¹

Prudký růst cen energií představuje pro dovozce energií negativní nabídkový šok, který zvyšuje inflaci, snižuje ekonomickou aktivitu i blahobyt domácností. Nepříznivost tohoto šoku je zvláště tím, že krátkodobé cenové elasticity energií jsou nízké, cenový šok se tedy do značné míry promítá do hospodaření firem i domácností. V delším období však existují mechanismy, které umožňují snižovat energetickou intenzitu ekonomické aktivity. V tomto článku na příkladu ropy a zemního plynu ukazujeme, že energetická intenzita ekonomické aktivity výrazně klesá zejména v obdobích vysokých cen energií. Z krátkodobého hlediska na růstu cen energií vydělávají země, které jsou jejich vývozci. Z dlouhodobého hlediska období vysokých cen energií vedou ke snížení spotřeby energií a čistí vývozci energií si tak ukrajují menší díl HDP dovozců energií.

1. Krátkodobé dopady vysokých cen energií

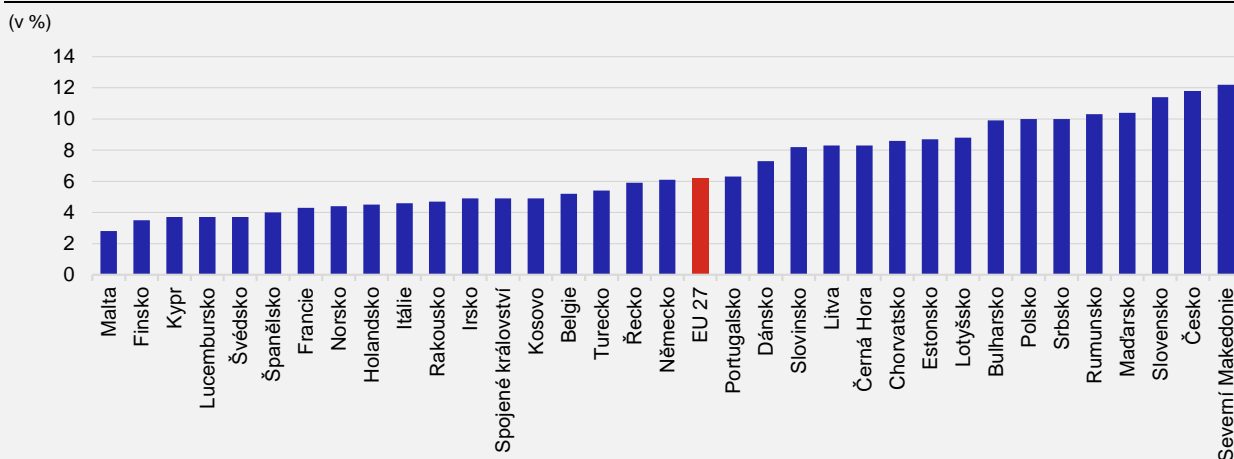
Šok do cen energií představuje negativní nabídkový šok a náročný úkol pro měnovou politiku. Negativní nabídkový šok zvyšuje inflaci, snižuje ekonomickou aktivitu i blahobyt domácností. Tím zároveň představuje netriviální výzvu pro měnovou politiku. Na rozdíl od negativního poptávkového šoku (pokles cen při poklesu HDP), kdy uvolnění měnové politiky vede jak k návratu inflace k cíli, tak podporuje ekonomickou aktivitu, boj s inflací v případě negativního nabídkového šoku má negativní dopady na ekonomickou aktivitu. Dilema mezi bojem proti inflaci a záchranou ekonomiky bylo palčivé v 70. letech 20. století v souvislosti s ropnými šoky (Bernanke, 2004, Romer a Romer, 2013). Toto dilema je akutní i dnes, kdy v souvislosti s ruskou agresí na Ukrajině došlo k dramatickému růstu cen energetických surovin spolu se zhoršením výhledu růstu světové ekonomiky a zvýšením rizika recese v klíčových ekonomikách.

Šok do cen energií je palčivý zejména z krátkodobého hlediska. V krátkém období jsou technologické postupy firem fixovány a investice do modernějších a efektivnějších strojů a zařízení vyžadují čas. Stejně tak je pro mnohé domácnosti obtížné narychlo změnit systém vytápění, investovat do zateplení nebo změnit celkové návyky. Energie se v podílejí nemalým podílem na celkové spotřebě domácností (graf 1). Vysoké ceny energií tak omezují dostupné finance na ostatní spotřebu. Pro část z nich pak investice do zvyšování energetické efektivity mohou být nedostupné.

Tento šok má i své sociální náklady. Obecně platí, že výdaje domácností na energie jsou regresivní, tj. že chudší domácnosti vydávají na energie vyšší procento svých výdajů než domácnosti bohatší (viz např. Flues a Thomas, 2015). Z dlouhodobého hlediska může být také pro chudé domácnosti obtížnější investovat do zateplení či alternativních zdrojů tepla. Zhoršení socio-ekonomické situace pak může mít řadu sekundárních negativních sociálních (kriminalita, vzdělanostní vyloučení) i politických dopadů (jako např. nárůst podpory extremistických politických proudů).

Změny cen energií představují šok do směnných relací, a vedou tak k redistribuci bohatství mezi zeměmi. Ceny energií, kterým jsou vystaveny firmy a domácnosti, kolísají z mnoha příčin: může to být vyčerpání nějakého zdroje energie, politika ochrany klimatu, která může koncové ceny energií ovlivňovat jak přímo (daně), tak nepřímo (pobídky), a konečně jsou to geopolitické události, které v kolísání cen energií hrají jednu z dominantních rolí. Jak ropné šoky v 70. letech, tak současné

Graf 1 – Podíl nákladů na energie na celkové spotřebě evropských domácností



Zdroj: Eurostat Household Budget Survey (HBS).

Pozn.: Data za rok 2015. Data jsou k dispozici v 5letých intervalech, rok 2020 ještě není dostupný pro celou EU. Statistika HBS se může lišit od statistiky spotřeby domácností podle národních účtů, což je způsobeno mj. rozdílnými váhovými schémata a cenovými indexy.

¹ Autoři jsou Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha (oba ČNB). Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytné oficiální pozici České národní banky.

dramatický růst cen energií, mají nepochybně své geopolitické kořeny. Vzhledem k tomu, že některé země jsou čistými vývozci energií a jiné dovozci, mají tyto geopolitické události své dopady na toky bohatství mezi zeměmi. To se týká ostatně i současné situace, kdy omezování dovozů energetických surovin z Ruské federace západními zeměmi v podstatě umožňuje Ruské federaci získávat skrze směnné relace značnou rentu ze svých energetických zdrojů (viz např. Hausman a kol., 2020). Použití objemově definovaných sankcí (tak jak se to nyní děje i ve vztahu EU a Ruské federace, kdy se EU rozhodla snížit odběr z Ruské federace) totiž umožňuje vývozci surovin zvyšovat jejich cenu tak, aby jeho příjmy zůstaly do značné míry nedotčeny.²

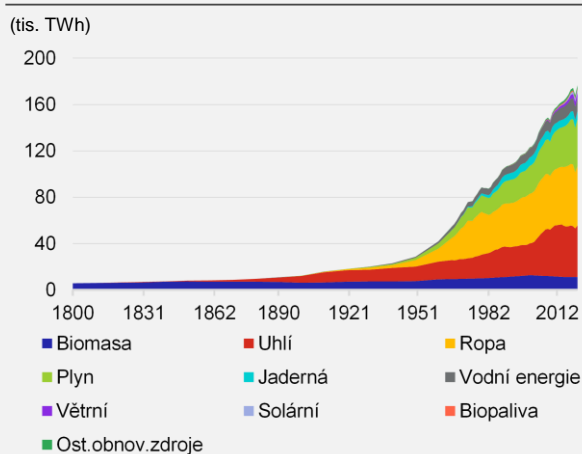
Krátkodobě vysoké ceny energií znamenají přesun bohatství od zemí dovážejících energii k vývozcům.

Dlouhodobé efekty však nejsou zřejmé. Z dlouhodobého hlediska existují mechanismy, které umožňují ekonomickým subjektům se na vysoké ceny energií adaptovat. V delším období mohou firmy nakoupit nové a účinnější stroje a zařízení, dochází k investicím do nových technologií, které zvolna pronikají na trh.³ Z agregátního hlediska pak energetickou intenzitu, tj. poměr množství spotřebované energie vůči HDP, snižuje „kreativní destrukce“. Firmy, které se nedokáží adaptovat, z trhu odchází, naopak roste podíl firem, jež se přizpůsobit dokázaly a snížily spotřebu energie na jednotku produkce. Domácnosti, mnohdy i s vládní podporou, také zlepšují energetickou efektivnost vytápění bydlíšť, vyměňují osobní vozidla i další domácí zařízení na úspornější. Cenová elasticita je tak v dlouhém období mnohem větší než v období krátkém.⁴ Na druhou stranu, pakliže vedou dlouhodobě vysoké ceny energií k poklesu energetické intenzity zemí, může docházet k tomu, že vývozci energií budou v delším horizontu dostávat za své energie stále menší díl pomyslného „koláče“ HDP dovozců energií.

2. Vysoké ceny energií a dlouhodobý pokles energetické intenzity

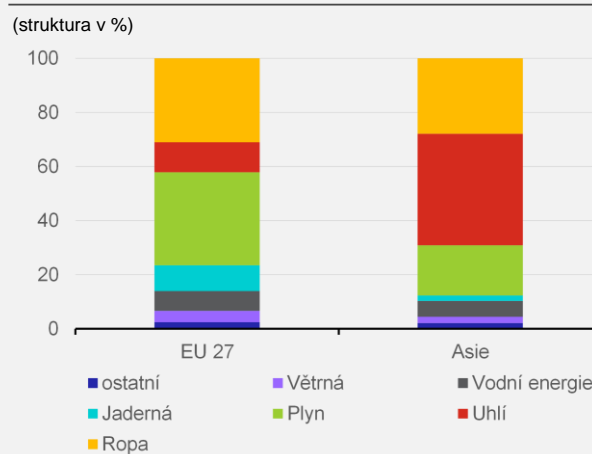
Dnes více než 80 % celosvětové spotřeby primární energie tvoří fosilní paliva. Z toho 31 % připadá na ropu, 27 % na uhlí a 25 % na zemní plyn (Grafy 2 a 3). Nukleární energie, biomasa, solární, vodní a větrná energie, a také jiné druhy energie vyrobené z obnovitelných zdrojů představují jen malou část přímé spotřeby primární energie. Zároveň ke značné diversifikaci zdrojů energie došlo již v polovině minulého století a různé obnovitelné zdroje byly objeveny zhruba v 80. letech. Od té doby doznala změn především teritoriální struktura energetického mixu, spojená zejména s exponenciálním růstem spotřeby energie v Číně a asijském regionu obecně. Po globální ekonomické a finanční krizi Čína vystřídala Spojené státy na 1. místě žebříčku spotřebitelů energie. Struktura energetického mixu Asie ovšem zůstává odlišná například od evropských ekonomik. Zatímco v Asii je nejvýznamnější energetickou složkou uhlí, v EU dominují ropa (36 %) a plyn (24 %). Podíl uhlí je

Graf 2 – Primární spotřeba energie podle zdroje



Zdroj: Our world in data. Zmíněný zdroj používá historické statistické údaje ze Smil (2017) a od roku 1965 BP Statistical Review of World Energy. Vlastní výpočet.
Pozn.: Data do roku 2021.

Graf 3 – Struktura primární spotřeby v EU 27 a v Asii



Zdroj: Our world in data. Zmíněný zdroj používá historické statistické údaje ze Smil (2017) a od roku 1965 BP Statistical Review of World Energy. Vlastní výpočet.
Pozn.: Struktura spotřeby energie v EU 27 a v Asii v roce 2021.

² To je ostatně známý fakt z teorie ekonomie veřejného sektoru. Za předpokladu dominantního vývozce energie je pro zemi, která energii dováží, mnohem efektivnější na regulaci spotřeby energie použít nástroje cenové (daně, cla) než nástroje objemové (kvóty, obchodovatelné povolenky), viz Goulder a Schein (2013). V případě objemově definované regulace může totiž dominantní vývozce manipulovat cenou tak, aby získal celou rentu zdroje on. V případě cenových nástrojů může tuto rentu získat vláda regulující ekonomiky, a mít tak prostor pro kompenzace vysokých cen energií svým subjektům. Tento poznatek platí bez ohledu na důvod regulace (environmentální či geopolitický).

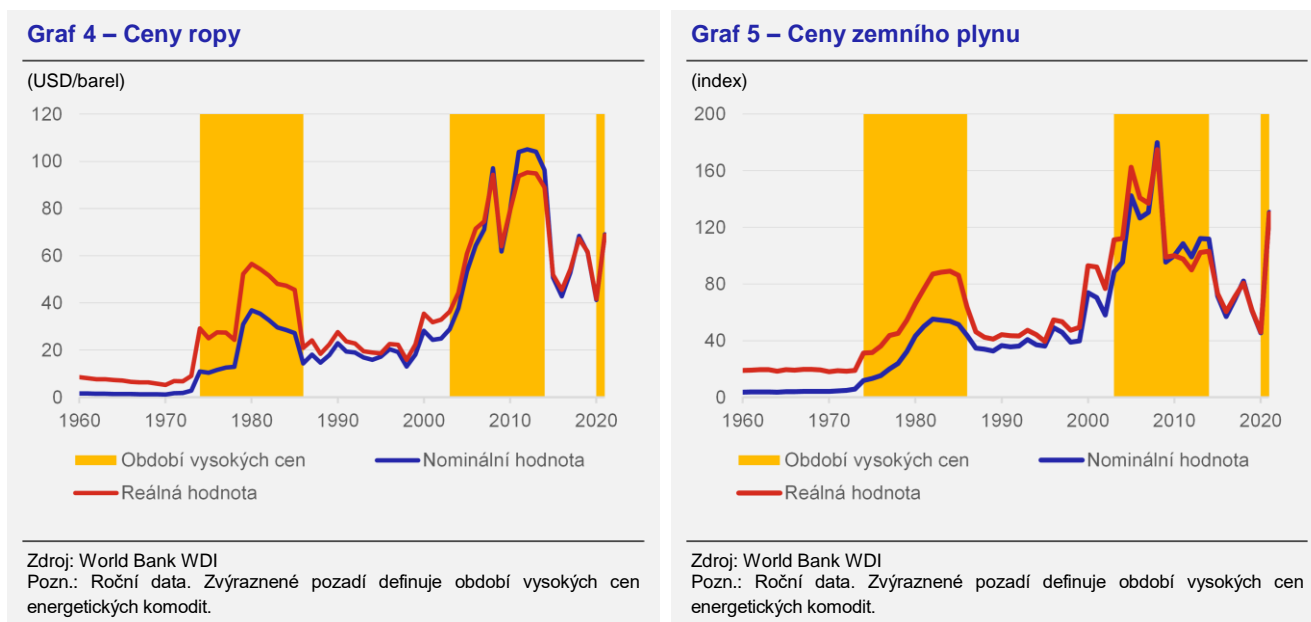
³ Ekonomické mechanismy technologické změny popisuje ve stylizovaném růstovém modelu Acemoglu a kol. (2016). Empirickou evidenci o tom, že vysoké ceny ropy jsou zároveň i obdobím investic do nových technologií (patentů) udává Popp a kol. (2022).

⁴ Pokud dochází k asymetrickému nárůstu cen energií, např. z důvodu jednostranného zavádění opatření environmentální politiky, může pokles energetické intenzity také odrážet realokaci energeticky náročné výroby do zemí s nižšími cenami energií. Empirickou sílu tohoto vlivu testuje mnoho studií environmentální ekonomie. Obecný závěr této literatury je takový, že určitá míra realokace výroby mezi zeměmi sice existuje, je však významná pouze pro některé sektory a může vysvětlit pokles energetické intenzity ve vyspělých zemích z méně než 1/3 (viz např. Metcalf, 2008 nebo Dechezleprêtre a Sato, 2017) Efekt technologického pokroku, podpořený změnou relativních cen, je tak dominantním vysvětlením poklesu cen energií.

v Evropě malý s výjimkou Česka, Polska, Bulharska a také Estonska.⁵ Ropa a plyn tak pro nás představují nejzajímavější položky pro analýzu energetické intenzity. Vzhledem k dostupnosti dat je daná analýza zaměřena na energetickou intenzitu od 60. let 20. století.

Období od roku 1960 do současnosti lze rozdělit na období různě vysokých cen energií. 60. léta a začátek 70. let byl ve znamení extrémně levné ropy i zemního plynu. První náhlou změnou byly ropné šoky v 70. letech, kdy se dostala cena ropy i zemního plynu na do té doby nevídané hodnoty. Tyto vysoké ceny přetrvávaly do roku 1985, kdy se cena ropy zhroutila. Poté následovalo období relativně nízkých cen energetických komodit, které

trvalo zhruba do roku 2005. Od tohoto roku ceny ropy i zemního plynu opět rostly, k jejich pádu došlo na podzim 2014. Období od roku 2015 až do podzimu 2021 je opět charakterizováno nízkými cenami. Celé období můžeme tedy rozdělit do 5 period, které ukazují grafy 4 a 5. Toto rozdělení bylo provedeno na základě ekonomické intuice. Následně jsme jej ověřili pomocí metod strojového učení, využili jsme tzv. fusion filtru (Tibshirani a kol., 2005)⁶, tento filtr také identifikoval pět period: s výjimkou začátku milénia jsou tato období shodná pro obě komodity.



Pro takto definované epizody zkoumáme změnu energetické intenzity ropy a zemního plynu. Energetickou intenzitu definujeme jako poměr primární spotřeby energie k HDP v USD a analyzujeme průměrnou změnu energetické intenzity za výše uvedená období. Výsledky jsou uvedeny v tabulkách níže. Záporná čísla znamenají snížení energetické intenzity, tj. na jednotku HDP je potřeba méně energie.

Výsledky pro ropu skutečně potvrzují robustní inverzní vztah mezi cenami ropy a změnou ropné intenzity (Tabulka 1, levá část). V období extrémně levné ropy (tedy do roku 1973), ropná intenzita ve všech sledovaných zemích rostla, což souvisí mimo jiné i s rozvojem individuálního automobilismu. V následujícím období ropných šoků se ropná intenzita dramaticky snižovala.⁷ Na druhou stranu v období relativně levé ropy po roce 1985 se ropná intenzita dále snižuje, ale u většiny zemí výrazně nižším tempem než v předchozích letech. V období relativně drahé ropy po roce 2005 se tempo poklesu energetické intenzity stává svižnějším. Po zhroutení cen ropy v roce 2014 se toto tempo u většiny zemí zvolňuje.⁸

Výsledky pro zemní plyn pak kvalitativně potvrzují inverzní vztah mezi cenami plynu a jeho energetickou intenzitou (Tabulka 1, pravá část). To je vidět např. u období vysokých cen plynu mezi lety 2003 a 2014, kdy ve většině zemí plynová intenzita klesala rychleji než v sousedních obdobích relativně levného plynu. Na rozdíl od ropné intenzity byla však v mnoha zemích plynová intenzita ovlivněna dodatečnými faktory. Důležité je zejména to, že v mnoha obdobích byl zemní plyn vládami preferován jako palivo a domácnosti byly motivovány plynem nahradit jiná paliva (především pevná paliva). Z toho vyplývá, že se vývoj plynové intenzity nemusel vždy řídit pouze striktní ekonomickou logikou.

Na základě evidence o poklesu energetické intenzity lze udělat „back-of-the-envelope“ propočet dopadů na dovozy ropy. Jako příklad si zvolme 4 největší země eurozóny: Německo, Francii, Itálii a Španělsko pro období let 2005 až 2019. Z předchozí analýzy víme, že v období vysokých cen ropy v letech 2005 až 2014 klesala ropná intenzita těchto ekonomik

⁵ Analýza světového trhu s uhlím byla představená v dřívějším vydání GEVU, viz Hošek (2020).

⁶ Fusion filtr je metoda, která umožňuje automaticky identifikovat období s různou úrovní zkoumané veličiny.

⁷ S výjimkou dvou zemí, Španělska a Portugalska, kde v 70. letech došlo k významným politickým a ekonomickým změnám. To se projevilo růstu průmyslové produkce a v opatrně rostoucím blahobytu obyvatelstva, jež se projevilo mj. v růstu individuálního automobilismu.

⁸ Neplatí to však univerzálně. Např. ve Spojeném království se vysoké tempo snižování ropné intenzity udrželo i po roce 2015, tuto skutečnost lze vysvětlit mj. vysokým zdaněním pohonných hmot.

více než v období relativně nízkých cen⁹. Můžeme tedy klást kontrafaktickou otázku, jak vysoké by byly dovozy ropy do těchto ekonomik, pokud by energetická intenzita klesala po celé období pomalejším tempem, které bylo charakteristické pro období nízkých cen ropy. Výsledky této kontrafaktické simulace ukazují Grafy 6 až 9. Levý sloupec znázorňuje skutečné dovozy ropy (v miliónech tun) do čtyř výše zmíněných ekonomik a srovnává je s kontrafaktickým scénářem. Je zřejmé, že kontrafaktické dovozy ropy jsou značně vyšší než skutečné. Pravý sloupec pak udává skutečné a kontrafaktické výdaje na dovozy ropy jako podíl na HDP. Je zřejmé, že nižší ropná intenzita se projevuje i tak, že ekonomiky platí za ropu menší podíl svého HDP, než by platily, pokud by nedošlo ke snížení ropné intenzity. Rozdíly jsou od desetiny procentního bodu (v případě Německa) až do téměř 1 p. b. (v případě Itálie).

Simulace ukazují, že zvýšení cen ropy je tak sice pro její dovozce krátkodobě nákladné, v delším horizontu však efekt vysokých cen energií stimuluje pokles ropné intenzity, a tedy i pokles poměru dovozů ropy na jednotku HDP. To znamená, že dlouhodobě potřebují tyto země dovážet stále méně ropy na jednotku HDP a platí tak za ropu menším dílem svého výstupu. Pokud dojde k opětovnému propadu cen energií, bude tento efekt pro její vývozce o to bolestnější.

Tabulka 1 – Průměrná změna energetických intenzit pro různé země a různá období

	ROPA					PLYN				
	[1960,1973]	[1974,1985]	[1986,2004]	[2005,2014]	[2015,2021]	[1960,1973]	[1974,1985]	[1986,2002]	[2003,2014]	[2015,2020]
US	1,35	-3,81	-1,70	-3,06	-1,79	0,69	-4,79	-1,44	-0,62	0,98
AT	4,42	-3,74	-0,66	-2,95	-1,35	4,77	0,55	-0,14	-2,06	1,75
BE	3,35	-5,48	0,36	-2,55	-0,83	41,45	-1,62	1,25	-2,31	2,20
CZ			-0,37	-2,73	-1,71			2,47	-4,40	0,56
FI	5,87	-4,56	-2,88	-1,94	-2,91		4,02	6,23	-5,00	-5,22
FR	5,39	-5,62	-1,77	-3,37	-2,26	8,94	2,68	0,10	-2,28	1,14
DE	1,31	-3,91	-2,08	-2,73	-2,53	22,38	2,23	0,23	-2,55	2,11
IT	3,31	-4,42	-1,51	-4,20	-0,71	4,60	2,64	2,54	-0,87	3,00
NL	1,34	-4,51	-0,63	-2,38	-3,36	33,87	-0,66	-2,58	-2,59	-0,44
NO	2,40	-3,59	-2,28	-1,66	-2,76		10,54	4,31	-1,43	-0,50
PT	3,56	1,14	-0,31	-2,93	-3,26			31,44	2,41	5,70
ES	6,39	-0,92	-0,29	-3,27	-1,14	44,57	4,36	9,70	1,07	2,34
SE	1,28	-3,52	-3,85	-4,17	-3,13			7,87	-2,87	5,26
UK	1,26	-4,61	-2,46	-2,87	-3,72	40,15	3,58	0,85	-4,42	0,61
CN	13,48	-3,83	-2,18	-4,71	-1,43	14,75	-1,29	-4,28	5,90	3,90
JP	5,60	-5,42	-1,12	-3,05	-3,79	4,98	13,17	1,60	3,38	-2,96
KO	17,26	-2,08	-0,01	-3,15	-0,73			8,74	2,24	0,17
WD	2,31	-2,61	-1,45	-2,22	-2,08	2,29	0,08	-0,52	-0,55	0,15

Zdroj: World Bank World development indicators, BP, vlastní výpočty

Pozn.: Období jsou identifikována na základě fusion filter. US = Spojené státy americké, AT = Rakousko, BE = Belgie, CN = Čína, CZ = Česká republika, DE = Německo, ES = Španělsko, FI = Finsko, FR = Francie, IT = Itálie, JP = Japonsko, KO = Jižní Korea, NL = Nizozemí, NO = Norsko, PT = Portugalsko, SE = Švédsko, UK = Spojené království, WD = Svět.

Závěr

Náhlý růst cen energií představuje výzvu pro ekonomiku i tvůrce hospodářské politiky. Pro firmy představuje zvýšení nákladů, pro domácnosti zpřísnuje jejich rozpočtové omezení a omezuje agregátní poptávku po ostatním zboží. Regresivita výdajů domácností na energie pak představuje socio-ekonomický problém, to vede k tlaku na fiskální a sociální politiku. Pro měnovou politiku pak období vysokého růstu cen energií představuje dilema, protože tyto vysoké ceny na jednu stranu působí na pokles ekonomické aktivity, na druhou stranu zvyšují inflaci. Historická zkušenost zároveň ukazuje, že není možné ignorovat sekundární dopady těchto vysokých cen, protože se mohou zakořenit ve vysokých inflačních očekáváních.

V delším období však vysoké ceny energií působí na pokles energetické intenzity, což jejich negativní dopad na ekonomické subjekty zmírňuje. Vliv vysokých cen energií na pokles energetické intenzity je nejen ve shodě s poznatky teorie endogenního ekonomického růstu, ale je možné jej ilustrovat i na datech. V tomto článku jsme na ukázali, že skutečně platí, že období vysokých cen energií jsou zpravidla obdobími výrazného poklesu energetické intenzity.

Zdroje energií jsou nerovnoměrně rozloženy mezi zeměmi. V období, kdy jsou ceny energií vysoké, přirozeně vydělávají jejich vývozci (z jejich pohledu se jedná o příznivý šok do směnných relací). Vzhledem k tomu, že však zároveň dochází k nadprůměrně vysokému poklesu energetické intenzity, v delším období tito vývozci získávají menší podíl z HDP dovozců energií.

Vysoké ceny energií jsou pro ekonomiky bolestivé, z delšího časového hlediska však lze spatřit světlo na konci tunelu. Na základě historické skutečnosti lze očekávat, že tržní procesy povedou k adaptaci ekonomických subjektů, které

⁹ Jedná se o back-of-the-envelope propočty, což znamená, že abstrahujeme od některých efektů všeobecné rovnováhy. Předpokládáme tedy v obou scénářích identickou hodnotu HDP, rozdíly mezi skutečností a kontrafaktickými scénáři jsou tak konzervativními odhady zkoumaného efektu. Změna ropných intenzit pro jednotlivé země pro období nízkých a vysokých cen ropy byla převzata z tabulky 1.

svou potřebu dovozu energií sníží, a do budoucna tak učiní evropské země méně zranitelné vůči energetickým šokům. Racionální hospodářská politika založená na evidenci může této adaptaci výrazně pomoci, jak ukazují zkušenosti z předchozích krizí¹⁰.

Zdroje

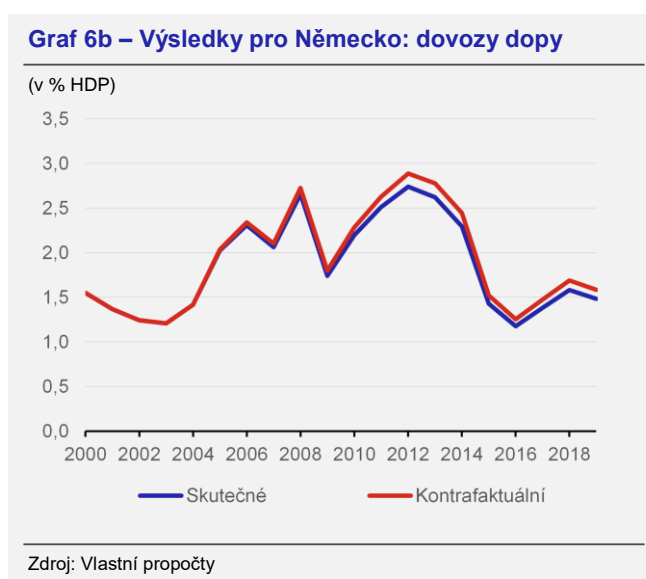
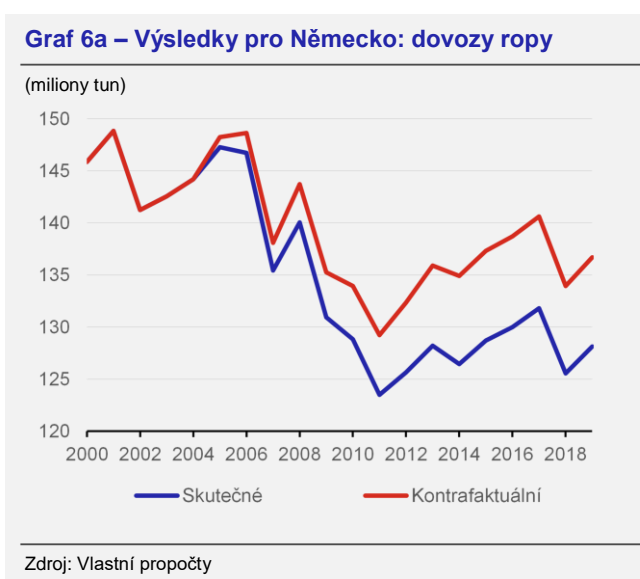
- Acemoglu D., Acikigit, U., Kerr, W. (2016). Transition to Clean Technology. *Journal of Political Economy*, 124(1), s. 52-104.
- Babecká Kucharčuková, O., Brůha, J. (2017): "An Empirical Analysis of Macroeconomic Resilience: The Case of the Great Recession in the European Union," Working Papers 2017/10, Czech National Bank.
- Bernanke, B. (2004). "Oil and the Economy," Remarks at the Distinguished Lecture Series, Darton College, Albany, GA, 21. října 2004. Federal Reserve Board. Dostupné: <https://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/20041021/default.htm>
- Dechezleprêtre A., Sato, M. (2017). "The Impacts of Environmental Regulations on Competitiveness," *Review of Environmental Economics and Policy* 11(2), s. 183-206.
- Flues, F. and A. Thomas (2015), "The distributional effects of energy taxes", OECD Taxation Working Papers, No. 23, OECD Publishing, Paris
- Goulder, L., Schein A. (2013). Carbon Taxes versus Cap and Trade: A Critical Review. *Climate Change Economics* 4(3).
- Hausmann, R., Łoskot-Strachota, A., Ockenfels, A., Schetter, U., Tagliapietra, S., Wolff, G., Zachmann, G. (2022). Cutting Putin's Energy Rent: 'Smart Sanctioning' Russian Oil and Gas CID Faculty Working Paper No. 412 April 2022.
- Hošek, J. (2020). Trh s uhlím a jeho budoucnost, Globální ekonomický výhled, srpen. Česká národní banka.
- Metcalf, G. (2008). An Empirical Analysis of Energy Intensity and Its Determinants at the State Level. *Energy Journal* Vol. 29, No. 3.
- Popp, D., Vona, F., Gregoire-Zawilski, M., Marin, G. (2022). The Next Wave of Energy Innovation: Which Technologies? Which Skills? CESifo Working paper.
- Romer, Ch. D., Romer, D. H. (2013). "The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn't Matter." *American Economic Review*, 103(3):55-60.
- Smil, V. (2017). *Energy Transitions: Global and National Perspectives*, ISBN: 144085324X
- Tibshirani, R., Saunders, M., Rosset, S., Zhu, J., Knight, K. (2005). 'Sparsity and smoothness via the fused lasso', *Journal of the Royal Statistical Society: Series B* 67(1), 91–108.

Klíčová slova

Ceny energií, dovozy energetických surovin, směnné relace

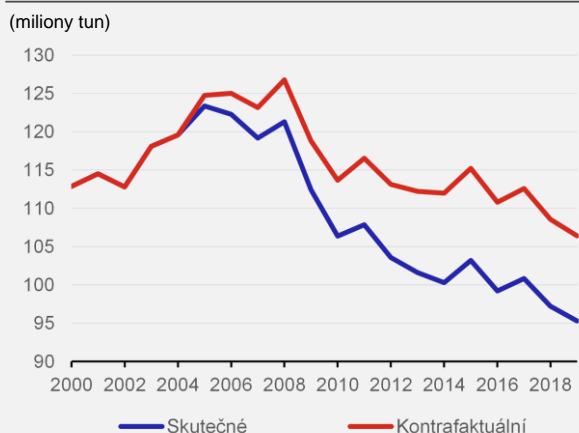
JEL Klasifikace

O33, Q41



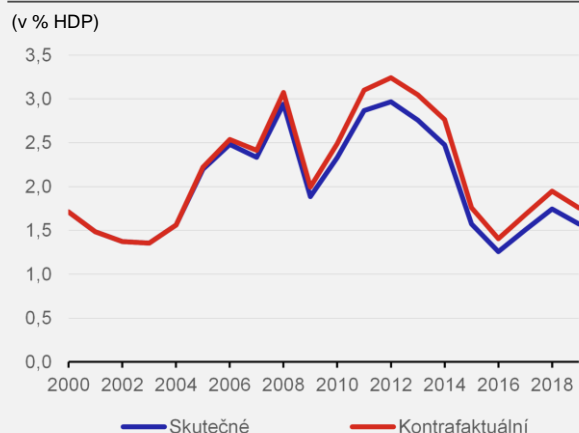
¹⁰ Babecká Kucharčuková a Brůha (2017) ukázali, že země s vysokou kvalitou vládnutí a regulace vykázaly systematicky nižší makroekonomické náklady na překonání Velké Recese.

Graf 7a – Výsledky pro Francie: dovozy dopy



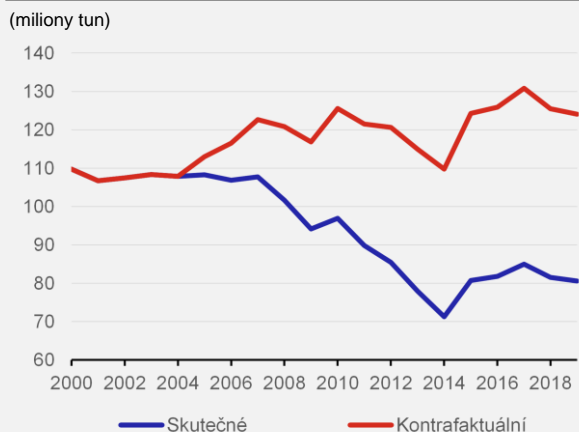
Zdroj: Vlastní propočty

Graf 7b – Výsledky pro Francie dovozy ropy



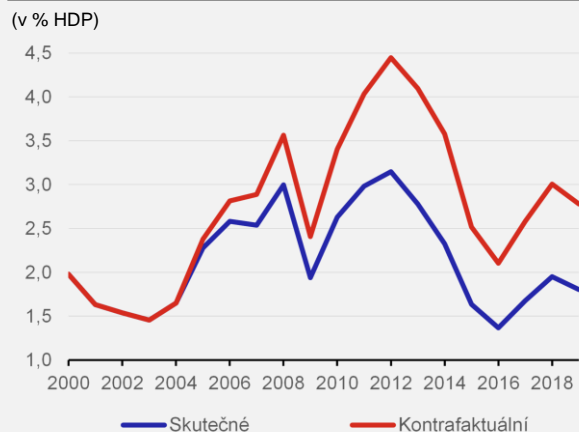
Zdroj: Vlastní propočty

Graf 8a – Výsledky pro Itálie: dovozy dopy



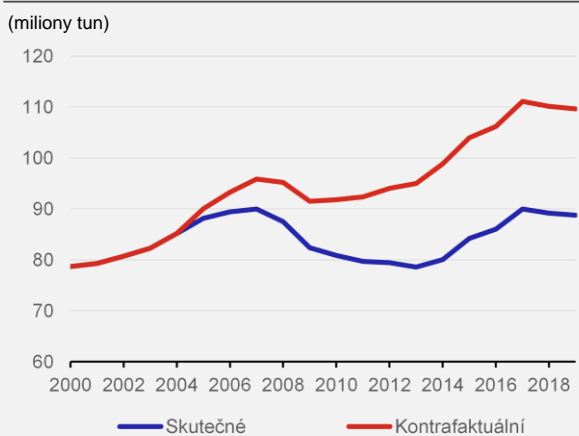
Zdroj: Vlastní propočty

Graf 8b – Výsledky pro Itálie: dovozy ropy



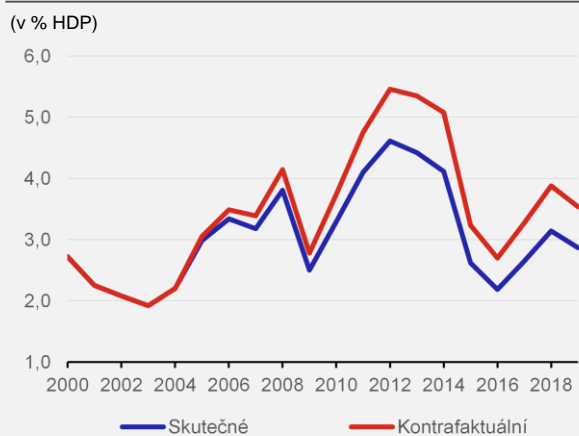
Zdroj: Vlastní propočty

Graf 9a – Výsledky pro Španělsko: dovozy ropy



Zdroj: Vlastní propočty

Graf 9b – Výsledky pro Španělsko: dovozy dopy



Zdroj: Vlastní propočty

A1. Změna predikcí pro rok 2022

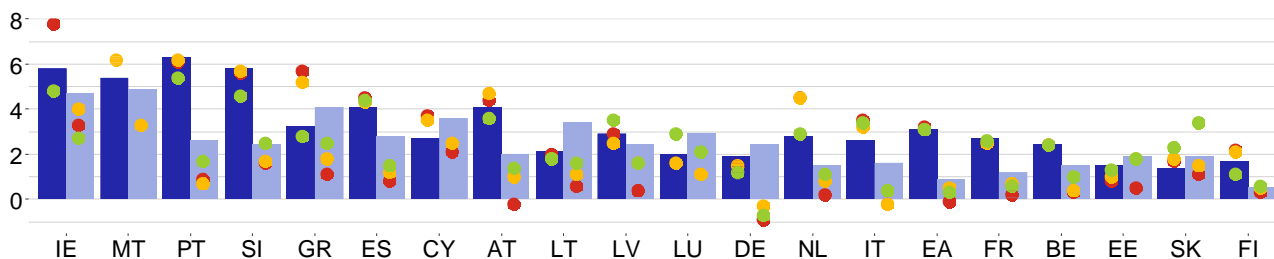
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,2	+0,5	+0,5	+0,3	+0,2	+3,0	+1,1	+1,3
US	+0,1	-0,7	-1,0	-1,5	+0,1	+0,4	-0,8	+0,2
UK	+0,1	+0,4	-0,2	+0,8	0	+1,7	0	-2,7
JP	0	0	-0,1	-0,4	+0,1	+1,0	+0,3	+0,6
CN	0	-0,1	-1,2	0	0	+0,1	+0,2	-0,1
RU	+0,5	+2,6	+4,5	0	-0,1	-7,5	-2,3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

A2. Změna predikcí pro rok 2023

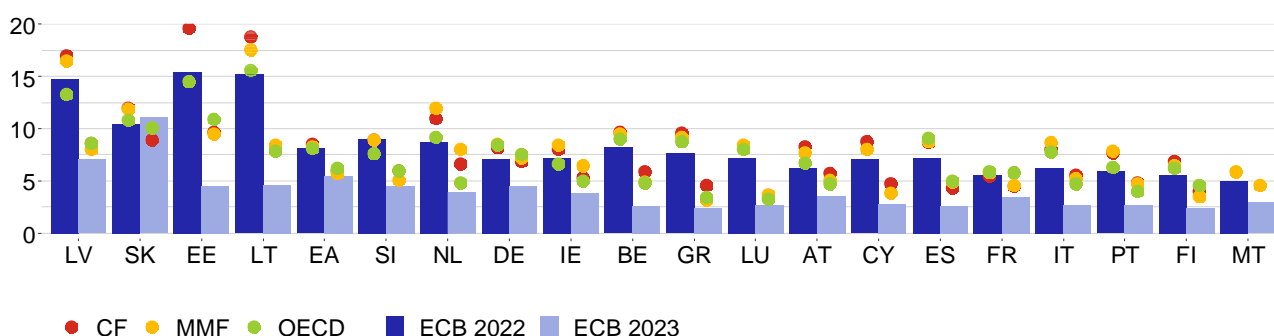
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1	-0,7	-1,3	-1,2	+0,2	+3,4	+1,6	+2,0
US	0	0	-0,7	-0,5	+0,2	+0,6	-0,1	+0,2
UK	-0,6	-0,2	0	0	+0,7	+3,7	-1,5	-0,2
JP	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	+0,1	+0,6	+0,1	+0,2
CN	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	+0,1	+0,4	+0,1	+0,1
RU	-0,2	+1,2	-0,5	-0,1	0	-9,3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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



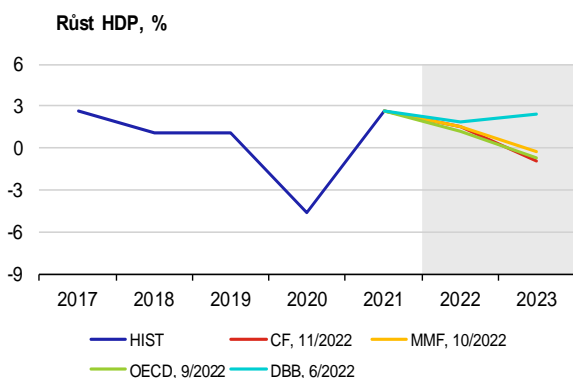
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



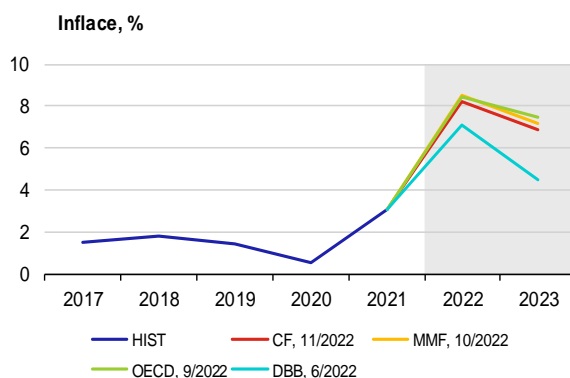
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

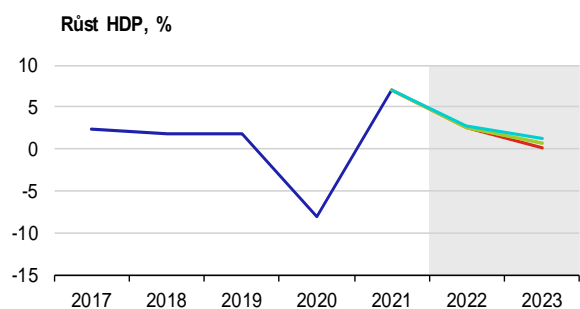


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	1,5	1,5	1,2	1,9
2023	-0,9	-0,3	-0,7	2,4



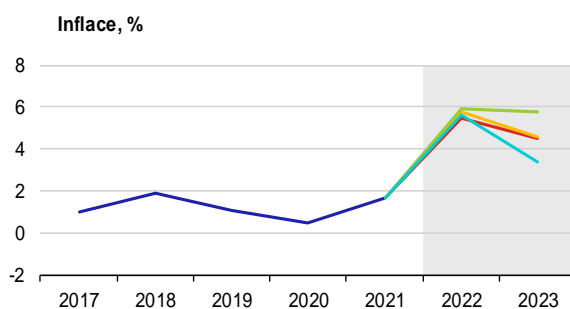
	CF	MMF	OECD	DBB
2022	8,2	8,5	8,4	7,1
2023	6,9	7,2	7,5	4,5

Francie



— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

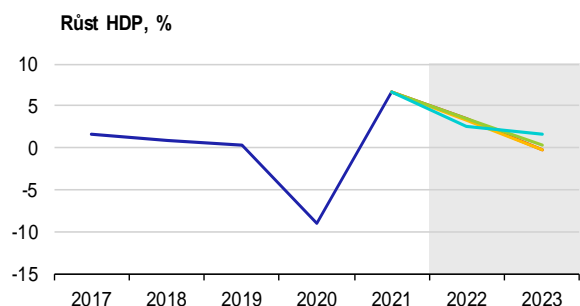
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,5	2,6	2,7
2023	0,2	0,7	0,6	1,2



— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

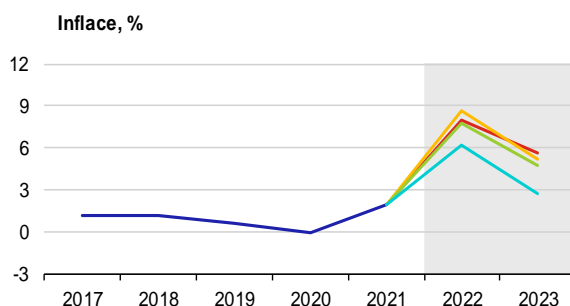
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,5	5,8	5,9	5,6
2023	4,5	4,6	5,8	3,4

Itálie



— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

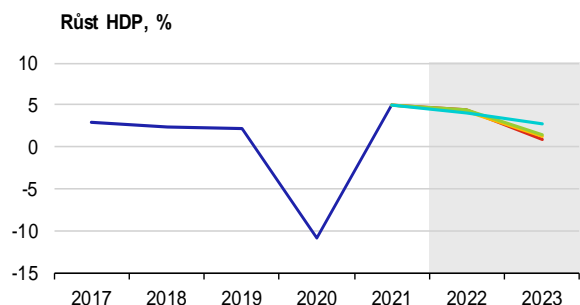
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,5	3,2	3,4	2,6
2023	-0,2	-0,2	0,4	1,6



— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

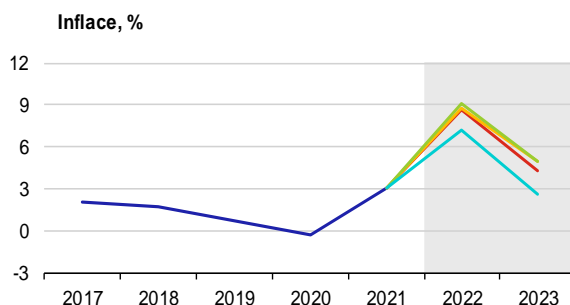
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,0	8,7	7,8	6,2
2023	5,6	5,2	4,7	2,7

Španělsko



— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

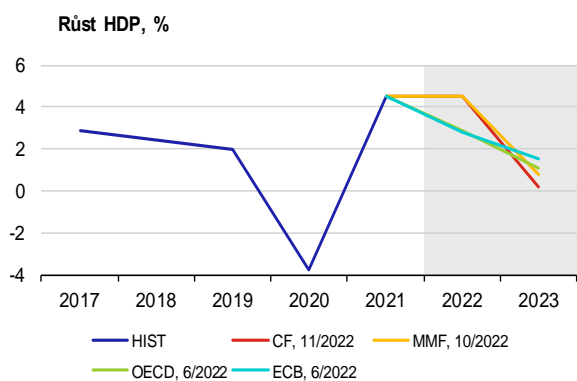
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,5	4,3	4,4	4,1
2023	0,8	1,2	1,5	2,8



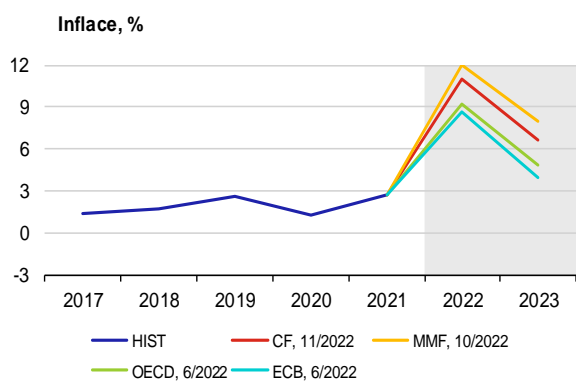
— HIST — CF, 11/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,7	8,8	9,1	7,2
2023	4,3	4,9	5,0	2,6

Nizozemsko

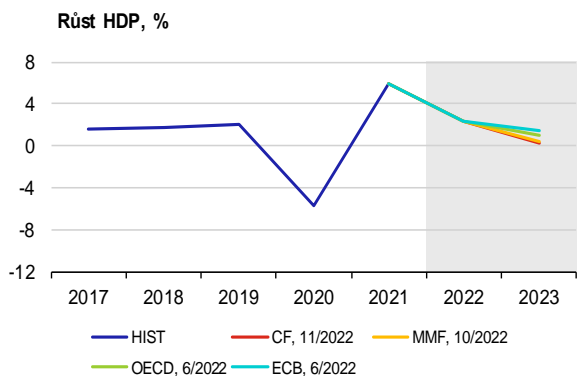


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,5	4,5	2,9	2,8
2023	0,2	0,8	1,1	1,5

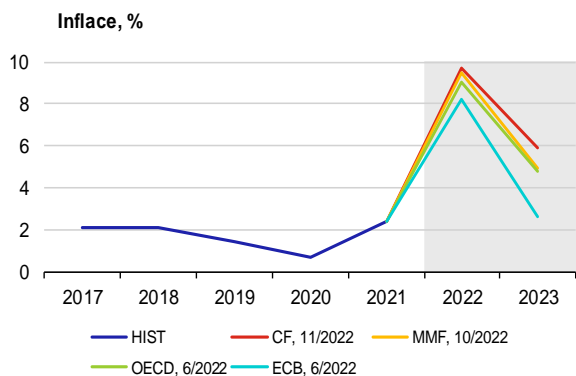


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	11,0	12,0	9,2	8,7
2023	6,6	8,0	4,8	3,9

Belgie

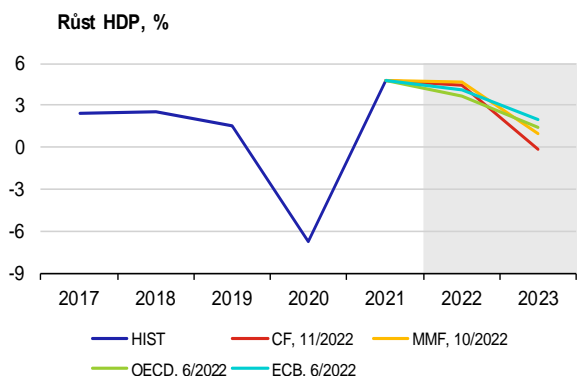


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,4	2,4	2,4	2,4
2023	0,3	0,4	1,0	1,5

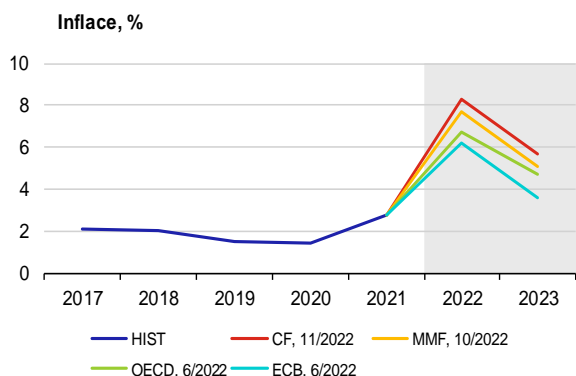


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,7	9,5	9,0	8,2
2023	5,9	4,9	4,8	2,6

Rakousko

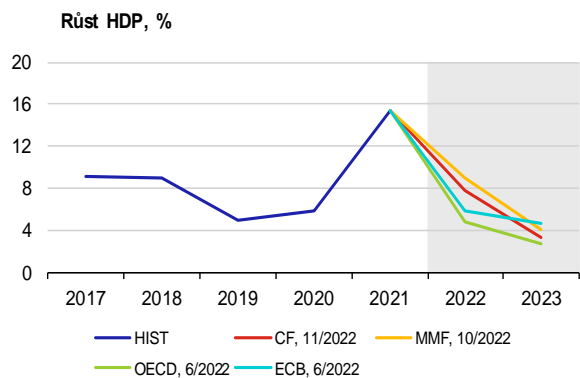


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,4	4,7	3,6	4,1
2023	-0,2	1,0	1,4	2,0

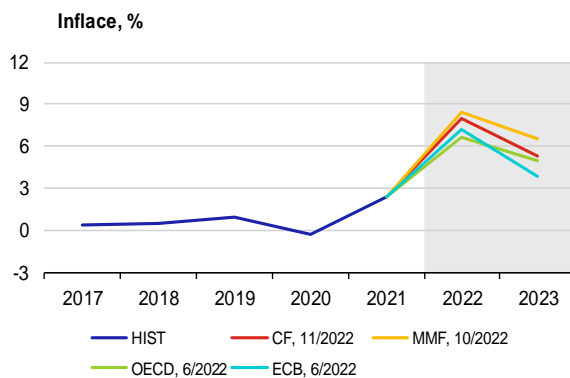


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,3	7,7	6,7	6,2
2023	5,7	5,1	4,7	3,6

Irsko

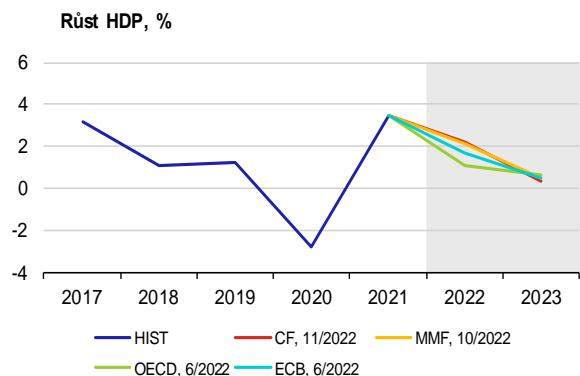


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,8	9,0	4,8	5,8
2023	3,3	4,0	2,7	4,7

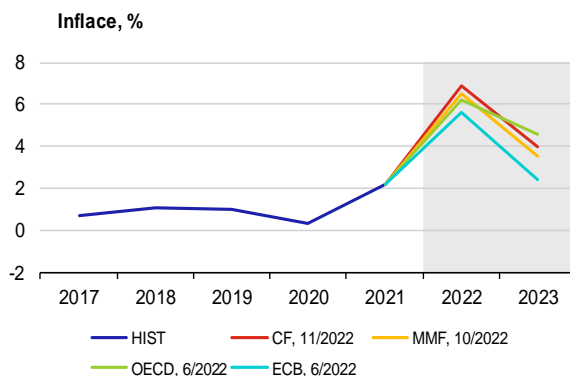


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,0	8,4	6,6	7,2
2023	5,3	6,5	5,0	3,8

Finsko

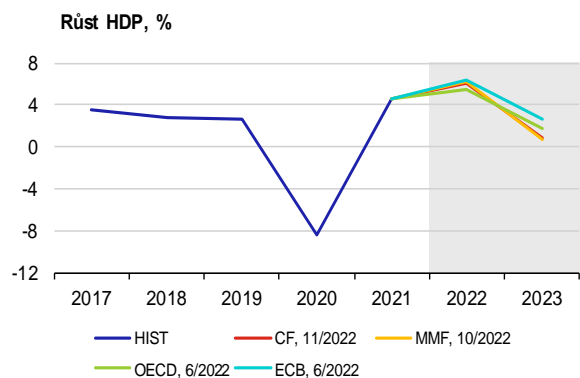


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,2	2,1	1,1	1,7
2023	0,3	0,5	0,6	0,5

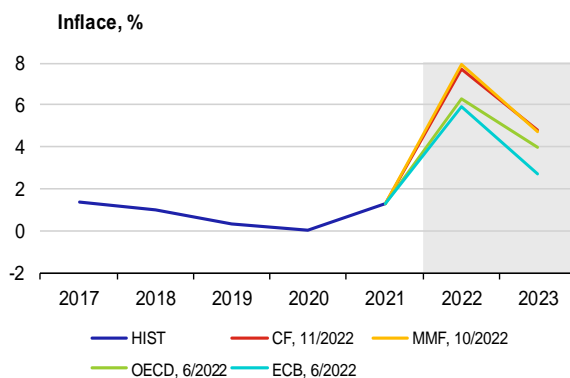


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,9	6,5	6,2	5,6
2023	4,0	3,5	4,6	2,4

Portugalsko

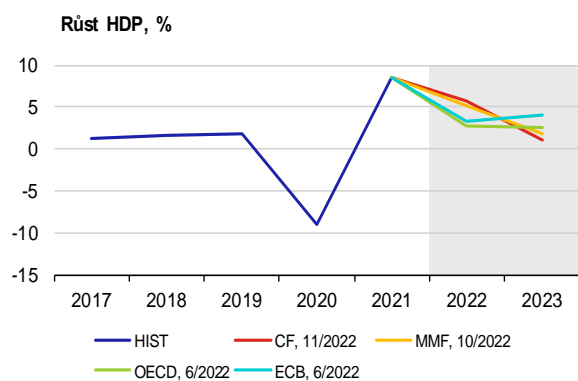


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,1	6,2	5,4	6,3
2023	0,9	0,7	1,7	2,6

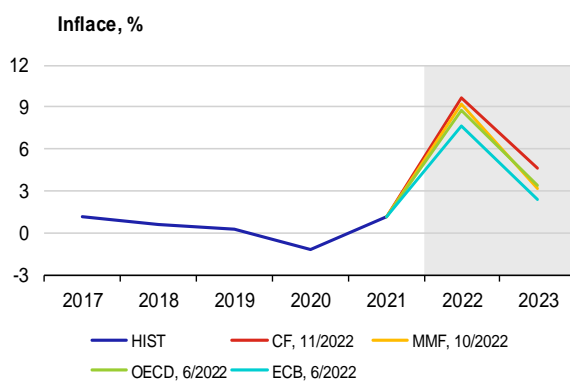


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,7	7,9	6,3	5,9
2023	4,8	4,7	4,0	2,7

Řecko

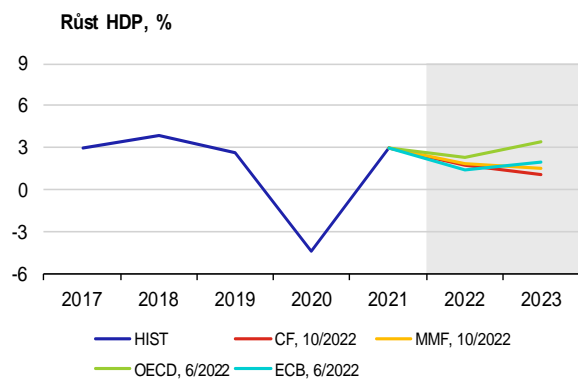


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,7	5,2	2,8	3,2
2023	1,1	1,8	2,5	4,1

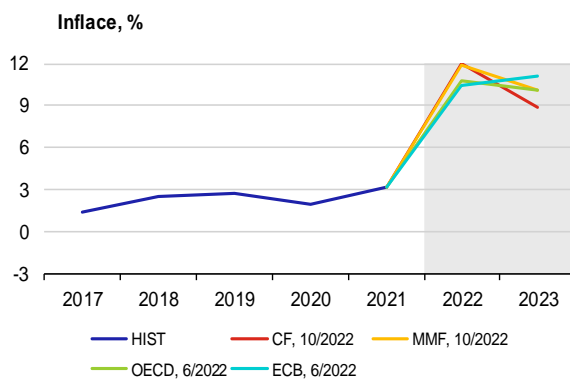


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,6	9,2	8,8	7,6
2023	4,6	3,2	3,4	2,4

Slovensko

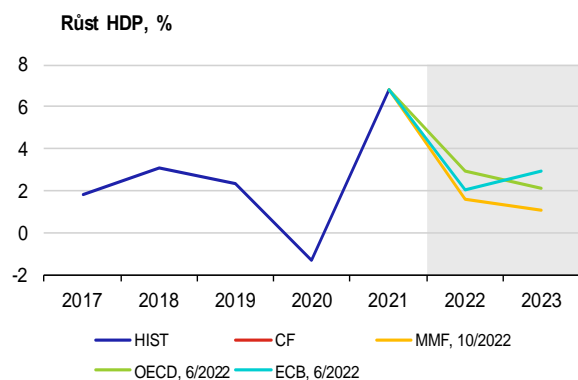


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,7	1,8	2,3	1,4
2023	1,1	1,5	3,4	1,9

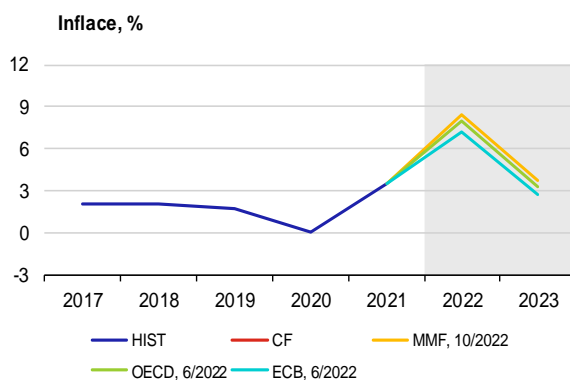


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	12,0	11,9	10,8	10,4
2023	8,9	10,1	10,1	11,1

Lucembursko

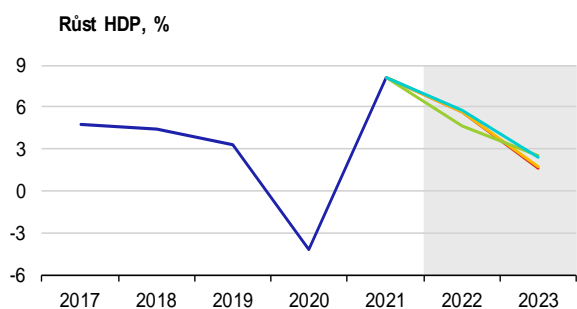


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	1,6	2,9	2,0
2023	n. a.	1,1	2,1	2,9



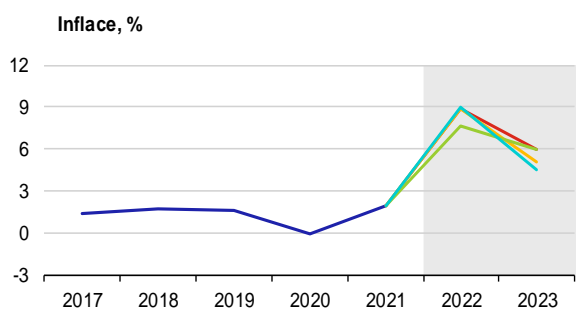
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	8,4	8,0	7,2
2023	n. a.	3,7	3,3	2,7

Slovensko



— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

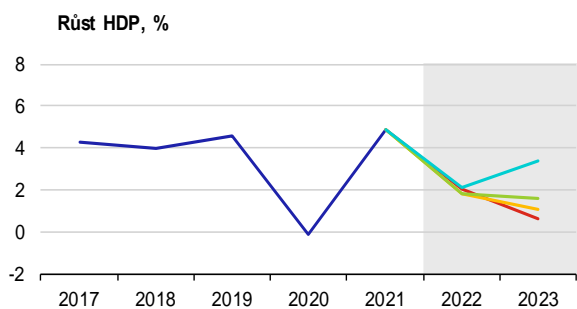
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,6	5,7	4,6	5,8
2023	1,6	1,7	2,5	2,4



— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

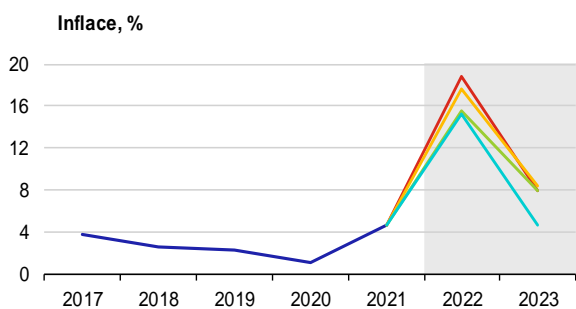
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,9	8,9	7,6	9,0
2023	6,0	5,1	6,0	4,5

Litva



— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

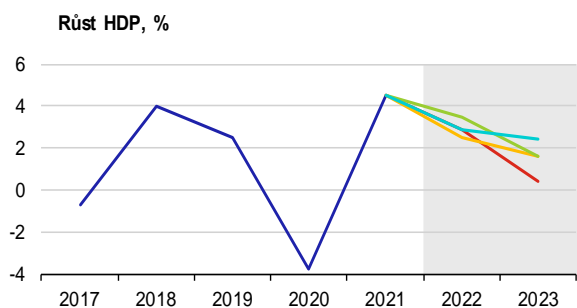
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,0	1,8	1,8	2,1
2023	0,6	1,1	1,6	3,4



— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

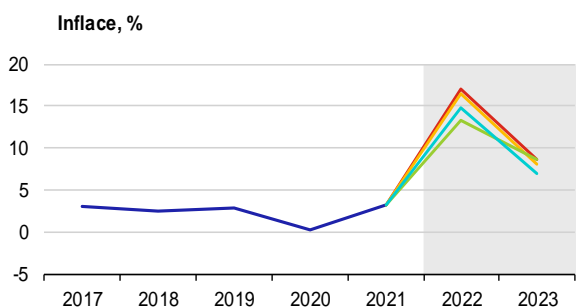
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	18,8	17,6	15,6	15,2
2023	7,9	8,4	7,9	4,6

Lotyšsko



— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

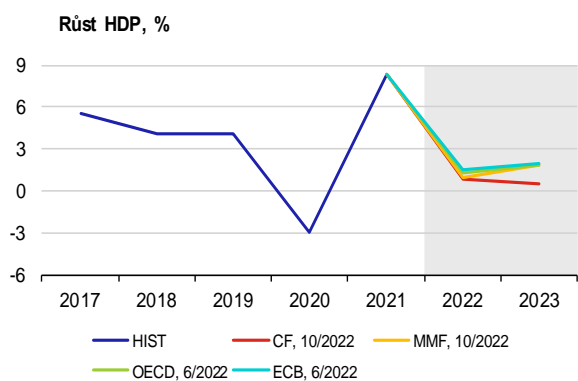
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,9	2,5	3,5	2,9
2023	0,4	1,6	1,6	2,4



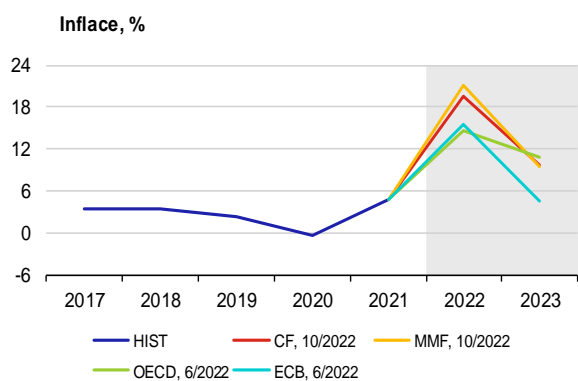
— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

	CF	MMF	OECD	ECB
2022	17,0	16,5	13,3	14,8
2023	8,6	8,0	8,6	7,0

Estonsko

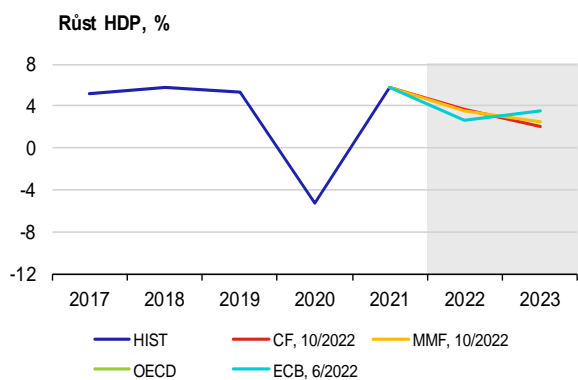


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	0,8	1,0	1,3	1,5
2023	2,2	1,8	1,8	1,9

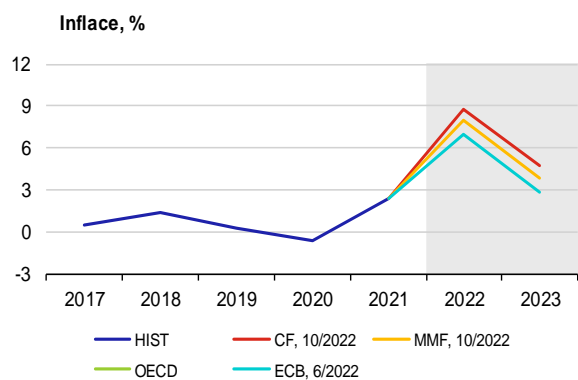


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	19,6	21,0	14,5	15,4
2023	9,7	9,5	10,9	4,5

Kypr

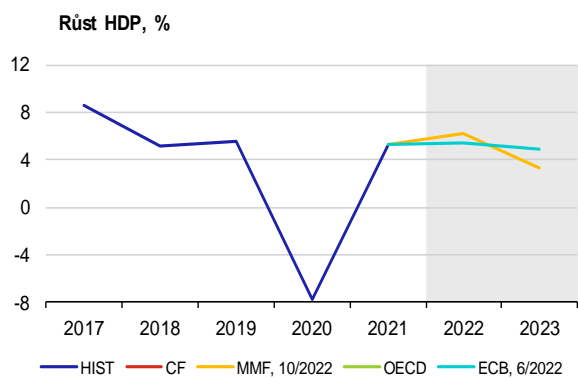


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,7	3,5	n. a.	2,7
2023	2,1	2,5	n. a.	3,6

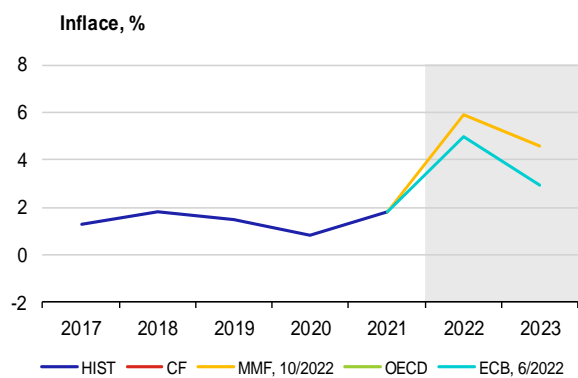


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,8	8,0	n. a.	7,0
2023	4,7	3,8	n. a.	2,8

Malta



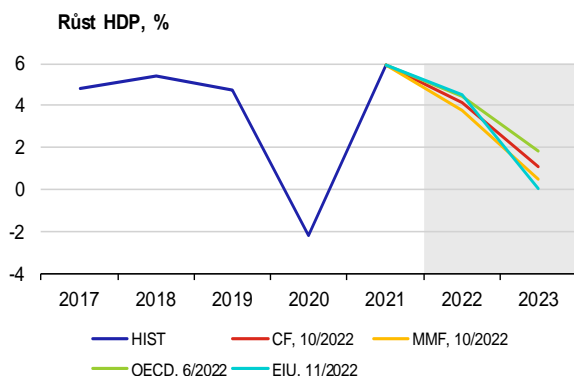
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	6,2	n. a.	5,4
2023	n. a.	3,3	n. a.	4,9



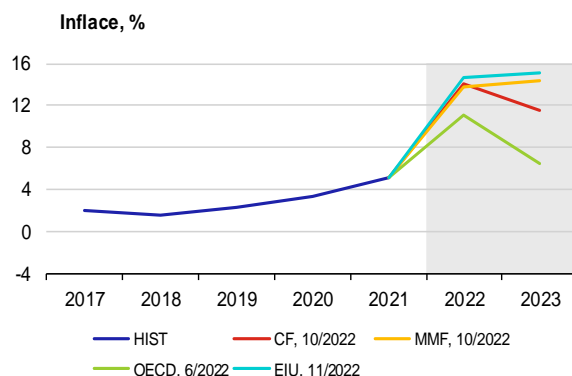
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	5,9	n. a.	5,0
2023	n. a.	4,6	n. a.	2,9

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

Polsko

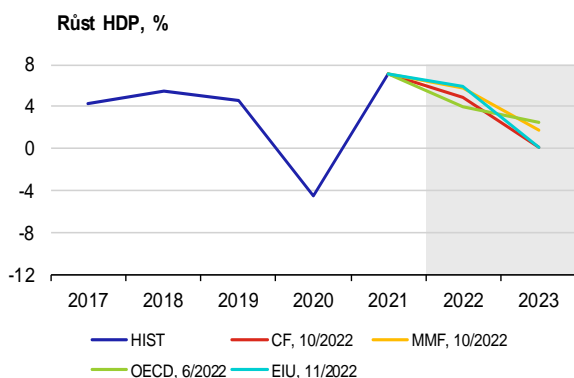


	CF	MMF	OECD	OE
2022	4,1	3,8	4,4	4,5
2023	1,1	0,5	1,8	0,0

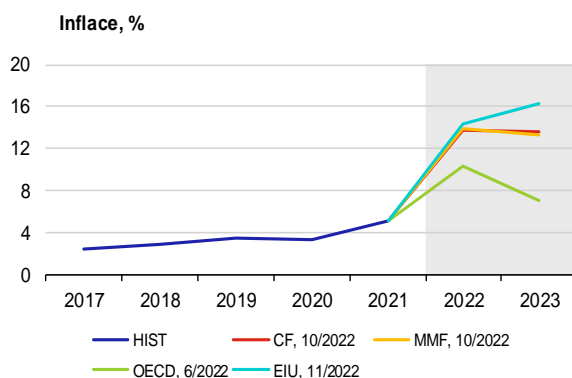


	CF	MMF	OECD	OE
2022	14,0	13,8	11,1	14,7
2023	11,6	14,3	6,5	15,1

Maďarsko

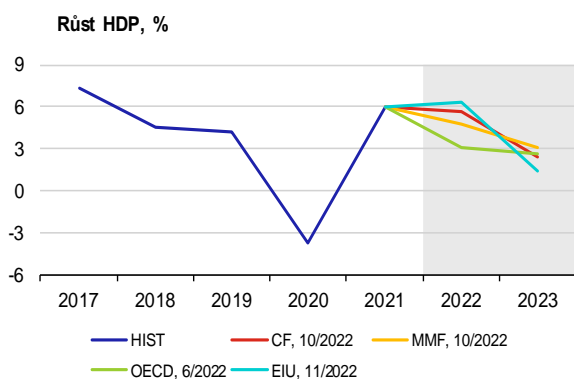


	CF	MMF	OECD	OE
2022	4,9	5,7	4,0	5,9
2023	0,1	1,8	2,5	0,1

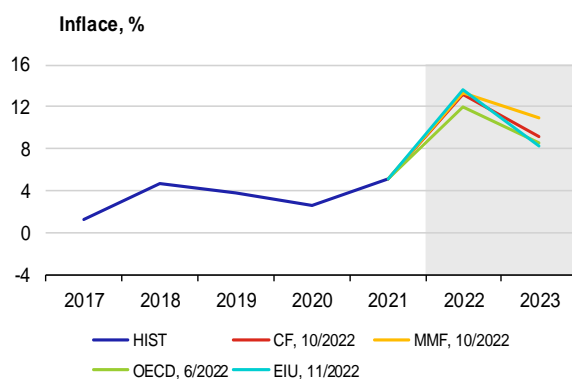


	CF	MMF	OECD	OE
2022	13,8	13,9	10,3	14,3
2023	13,6	13,3	7,0	16,3

Rumunsko



	CF	MMF	OECD	OE
2022	5,6	4,8	3,1	6,3
2023	2,4	3,1	2,6	1,4



	CF	MMF	OECD	OE
2022	13,2	13,3	11,9	13,6
2023	9,1	11,0	8,5	8,3

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