

Globální ekonomický výhled

— prosinec 2020



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	5
II.3 Spojené království	6
II.4 Japonsko	6
II.5 Čína	7
II.6 Rusko	7
II.7 Výběr z rozvojových zemí – Indonésie	8
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV. Vývoj na komoditních trzích	10
IV.1 Ropa	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Vývoj spotřebitelských a průmyslových cen v koronavirovém roce 2020	12
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2020	19
A2. Změna predikcí pro rok 2021	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. Seznam zkratk použitých v GEVU	27

Datum uzávěrky dat

11. prosince 2020

Sběr dat CF

7. prosince 2020

Datum publikace GEVU

18. prosince 2020

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.2 Spojené státy, V. Zaostřeno na...
Filip Novotný	II.1 Eurozóna, V. Zaostřeno na...
Michaela Ryšavá	II.3 Spojené království
Martin Kábrt	II.4 Japonsko
Martin Motl	II.5 Čína, II.7 Výběr z rozvojových zemí
Oxana Babecká	II.6 Rusko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity

I. Úvod

COVID-19: „vakcína přichází, situace se však nezlepšuje“. Velká Británie se stala první vyspělou zemí, kde se započalo s očkováním, další země by měly postupně následovat. Epidemická situace se nejen v klíčových světových ekonomikách, jako jsou např. Spojené státy nebo Německo, s přicházející zimou zhoršuje. To odráží i denní nárůst nakažených ve světě, který se dostal opět nad hranici 600 tis. osob. Po více než čtyřletém zdoluhavém procesu vyjednávání, jehož samotné náklady (finanční, lidské, časové) jsou obrovské, se lídři EU a UK (k datu 13. 12. 2020) stále nedohodli na podobě brexitu. Ve Spojených státech zatím nebyla dosažena dohoda o fiskálním stimulu, riziko federálního zamrznutí však bylo Kongresem USA prozatím zažehnáno. Prosinec ale přinesl i pozitivní zprávy. Summit EU dokázal prolomit patovou situaci kolem sedmiletého rozpočtu EU a tzv. krizového fondu. Ten byl zatím blokován postojem Maďarska a Polska. Summit mimo

Prosincový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	-7,3 ➡	-5,4 ➡	-3,6 ➡	-11,1 ➡	-5,3 ➡	2,1 ➡	-3,8 ➡
2021	4,7 ➡	3,9 ➡	4,0 ➡	5,3 ➡	2,6 ➡	8,0 ➡	3,1 ➡

Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2020	0,3 ➡	0,5 ➡	1,2 ➡	0,9 ➡	0,0 ➡	2,7 ➡	3,9 ➡
2021	0,9 ➡	1,4 ➡	2,0 ➡	1,6 ➡	0,0 ➡	1,7 ➡	3,6 ➡

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

prodloužen o rok do června 2022.

Prosincové výhledy růstu HDP přináší další zpřesnění pomyslného pandemického účtu. Dvojciferný propad letos zaznamená Spojené království. K velmi citelnému poklesu dojde rovněž v eurozóně. Naopak Čína toto období zvládne s kladným růstem, byť mnohem nižším, než jsme u ní byli v minulosti zvyklí. Aktuální výhledy přináší, zřejmě pod vlivem očekávané vakcinace, zlepšení i pro rok 2021.

Výhledy spotřebitelské inflace jen potvrdily, že cenový růst v tomto pandemickém roce výrazně zaostal za pomyslným 2% ideálem, zejména ve vyspělých ekonomikách. Výhledy pro příští rok přináší z tohoto pohledu zlepšení, nicméně spokojenost centrálních bankéřů to stále, vyjma zřejmě těch ve Fedu, nevyvolá.

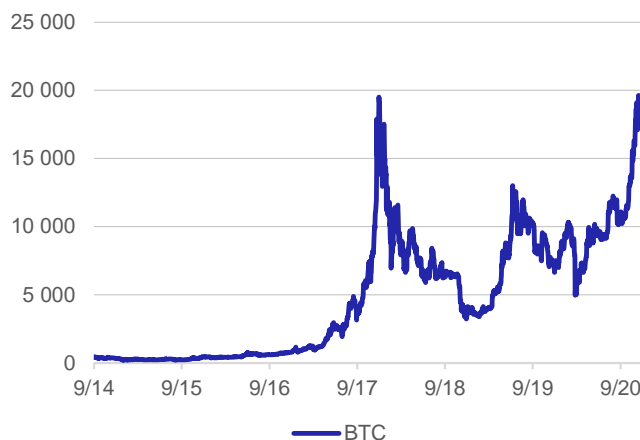
Americký dolar bude dle prosincového CF v ročním horizontu oproti libře, jenu, žen-min-pi i rublu mírně oslabovat, vůči euru velmi nepatrně posílí. Výhled CF pro cenu ropy Brent v ročním horizontu je vyšší ve srovnání s listopadem, a to 51 USD/barel (nejvyšší odhad 65, nejnižší 41 USD/barel). Výhled tržních sazeb 3M USD LIBOR je v nepatrných náznacích rostoucí, výhled sazeb 3M EURIBOR je stále pozvolně klesající a setrvávající v záporných hodnotách.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak se nálada na finančních trzích odráží do kurzu nejznámější virtuální „měny“ bitcoinu. Jejím základem je matematicko-počítačový aparát, zajišťující, že bitcoin není možné ovlivňovat z jednoho centra. Dalším specifickým tohoto aktiva je, jak je všeobecně známo, že celkový objem této měny je konečný a předem daný (21 milionů). Aktuální cena bitcoinu dosahuje historických hodnot, přičemž a v listopadu padl denní rekord v obchodovaném objemu – neuvěřitelných 298 mld. USD. Cena bitcoinu není v současnosti tažena jen spekulativními nákupy jako v roce 2017, ale i tím, že do svých portfolií zahrnují kryptoměny také institucionální investoři. Dle některých odhadů by nyní cena mohla stoupnout ještě o dalších zhruba 10 %. Svět kryptoměn je ale velmi nestabilní, proto současně panuje i riziko rychlého poklesu.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Vývoj spotřebitelských a průmyslových cen v koronavirovém roce 2020](#). Článek zkoumá vývoj indexů průmyslových a spotřebitelských cen, které jsou pro sledování cenového vývoje nejčastěji používány, a popisuje rozdíly v jednotlivých oblastech během dosavadního průběhu letošní koronakrizy v eurozóně. V obecné rovině poklesl v eurozóně jak index průmyslových cen, tak index spotřebitelských cen. Při podrobnějším pohledu to však neplatí pro všechny sektory ekonomiky ani všechny složky daných cenových indexů.

jiné rovněž prodloužil ekonomické sankce proti Rusku a schválil nové emisní limity, které by měly být do konce roku 2030 téměř o polovinu nižší ve srovnání s rokem 1990. Na prosincovém jednání ECB upravila své nástroje. Došlo mimo jiné k navýšení celkového objemu pandemického programu PEPP o 500 mld. na celkových 1 850 mld. EUR a zároveň byla prodloužena doba jeho trvání o 9 měsíců, tj. do března 2022. Program výhodných cílených úvěrů TLTRO III byl

Vývoj na trzích s kryptoměny – cena v USD za Bitcoin



Zdroj: Yahoo finance

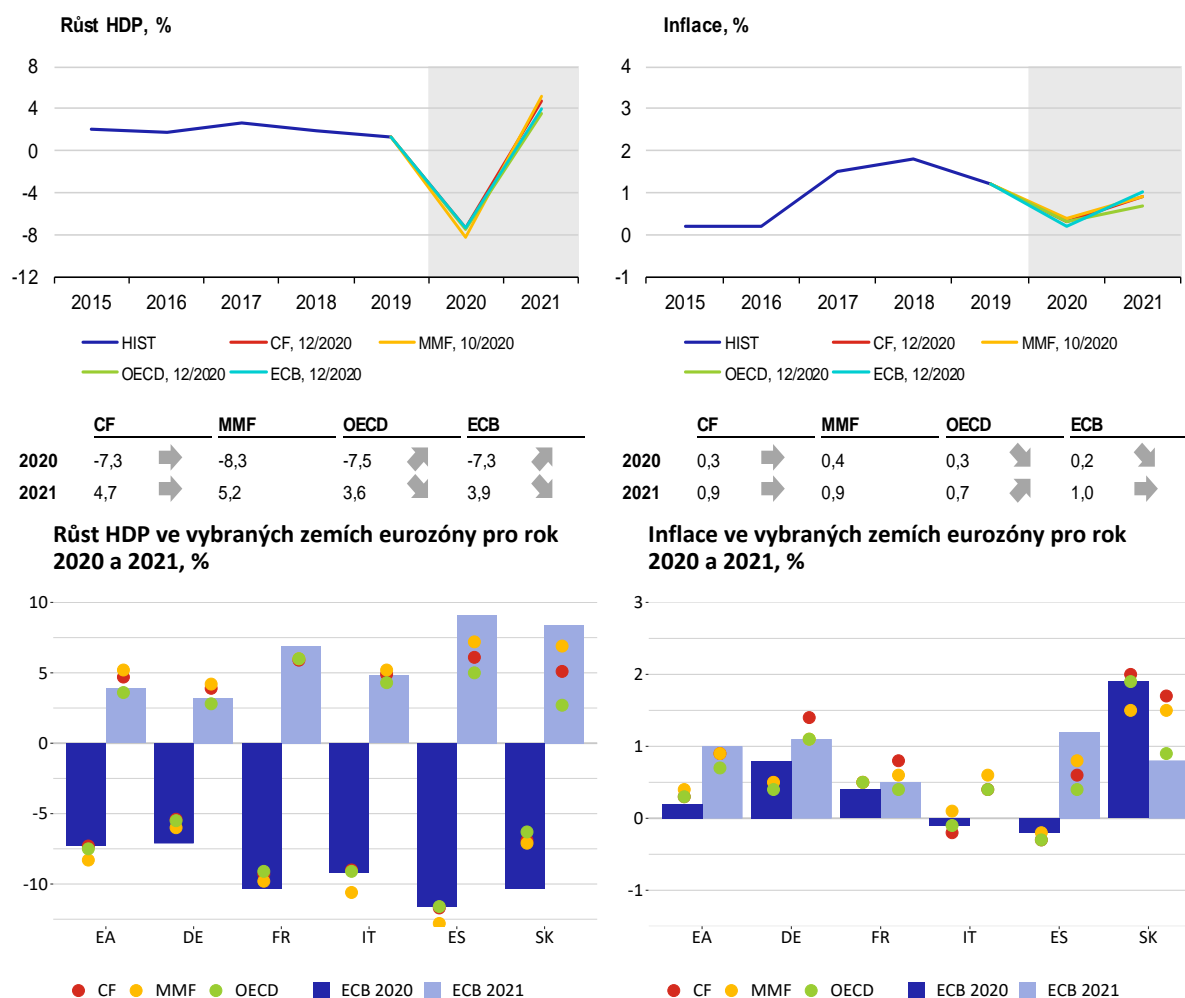
Pozn.: Graf ukazuje závěrečnou cenu pro každý den. Historicky tak byla magická hodnota 20 tisíc USD za 1 BTC již pokořena.

II.1 Eurozóna

Ekonomické zotavení eurozóny ve třetím čtvrtletí 2020 předčilo očekávání, když její HDP mezikvartálně vzrostl o 12,5 % a meziroční propad HDP se zmírnil na 4,3 %. Potvrdilo se tak relativně svižné oživení po opadnutí první vlny pandemie koronaviru, které bylo spojeno se znovuotevřením ekonomik po vládních uzavírkách. Oživení se promítlo zejména do spotřeby domácností, ale překvapivě rychle se zotavily také investice a zahraniční obchod. Aktivita se obnovila téměř ve všech sektorech, ale např. turismus se z krize ani v průběhu léta nevzpamatoval. Proto se mezi více postižené země eurozóny zařadily zejména Španělsko a Řecko, zatímco ekonomický dopad na Nizozemsko, Irsko, Finsko nebo Slovensko byl menší.

Probíhající druhá vlna pandemie koronaviru přinesla v řadě zemí eurozóny obnovení vládních omezení, která se v závěru roku promítnou do opětovného poklesu HDP. Očekávaný ekonomický pokles ve čtvrtém čtvrtletí bude nicméně výrazně nižší ve srovnání s první vlnou pandemie. To bude dáno jednak podstatně mírnějšími uzavírkami než na jaře letošního roku, a jednak pozorovanou odolností průmyslu, který si v průběhu aktuálního čtvrtletí vede dobře, jak je patrné např. z vývoje předstihového ukazatele PMI za říjen i listopad. Pozitivně pro vývoj průmyslu vyznívají i výsledky šetření IFO (zejména pak v hodnocení aktuální situace) a vysokofrekvenční indikátory. Např. spotřeba elektřiny se v listopadu nacházela jen lehce pod úroveň loňského roku. Koronakrizí jsou zasaženy zejména vybrané sektory služeb s výrazným sociálním kontaktem.

I přes zhoršený sentiment spotřebitelů, který zůstává hluboko pod dlouhodobým průměrem, se příznivě vyvíjely maloobchodní tržby. V říjnu vzrostl maloobchod o 4,3 % meziročně. Rostly zejména prodeje elektroniky a nábytku, zatímco zájem o textilní zboží a obuv se snížil. Míra nezaměstnanosti v eurozóně v říjnu mírně poklesla na 8,4 %.

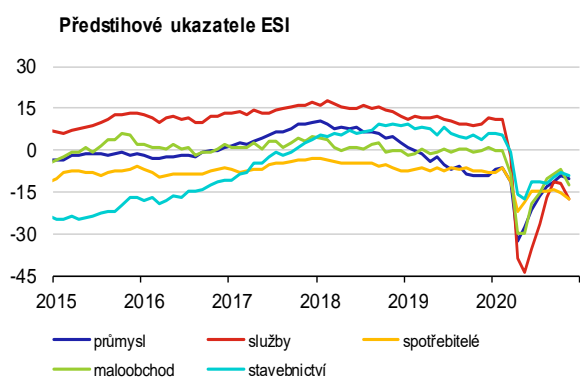


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

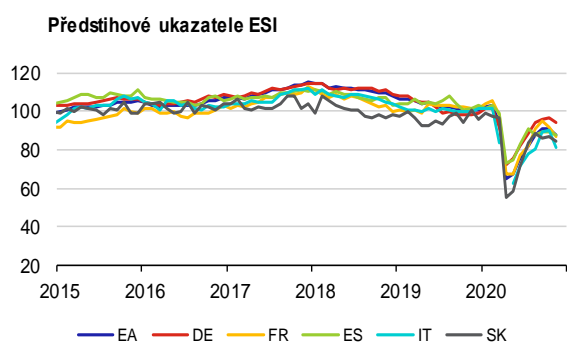
Prosincový CF ponechal výhled propadu HDP eurozóny v letošním roce (-7,3 %) i rychlost oživení v roce příštím (4,7 %) nezměněný. Nejvyšší pokles v tomto roce dle CF bude ve Španělsku (-11,7%) a Francii (-9,3 %), přičemž Německo zaznamená podstatně nižší pokles (-5,4 %). V roce 2021 španělská a francouzská ekonomika porostou přibližně 6% tempem, zatímco v Německu je očekáván růst HDP ve výši 3,9 %. OECD a ECB nově přehodnotily své výhledy pro letošní rok ve směru menšího ekonomického poklesu a zároveň očekávají nižší růst HDP v příštím roce, pro který jsou jejich výhledy aktuálně níže ve srovnání s CF.

Ke změně CF nedošlo ani v případě výhledu inflace. Po utlumeném cenovém růstu v letošním roce by tak mělo v roce 2021 dojít k mírnému zvýšení její dynamiky. ECB snížila ve své prosincové prognóze odhad inflace pro letošní rok a pro rok 2021 ponechala svůj výhled beze změny přibližně na úrovni CF. V listopadu zůstávala ekonomika eurozóny v deflaci (-0,3 %), zejména pod vlivem propadu cen energií v kombinaci s přechodným snížením sazeb DPH v Německu. V opačném směru působily rostoucí ceny potravin a služeb. Jádrová inflace setrvala na 0,2% úrovni.

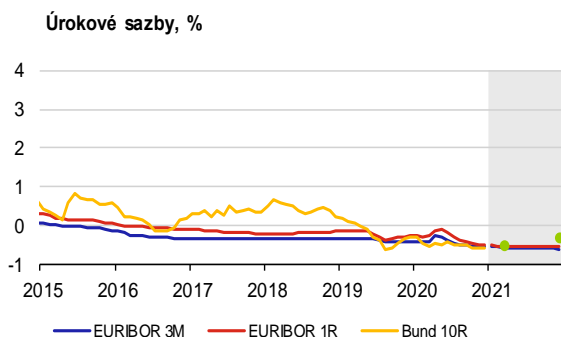
Z důvodu zhoršené pandemické situace a jejich negativních ekonomických dopadů přistoupila ECB na svém prosincovém jednání k dalšímu uvolnění měnové politiky. Došlo zejména k navýšení objemu nakupovaných dluhopisů v programu PEPP o 500 mld. EUR na celkových 1850 mld. EUR a zároveň se prodloužil horizont čistých nákupů v rámci tohoto programu nejméně do konce března 2022. Uvolněny byly také podmínky cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO III). Do června 2022 bylo zároveň prodlouženo uvolnění pravidel na kolaterál, aby mohly banky v plném rozsahu využívat likviditní operace Eurosystemu (zejména TLTRO). ECB dále v roce 2021 nabídne čtyři další operace PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations). Navíc budou pokračovat čisté nákupy v rámci programu APP v měsíčním objemu 20 mld. EUR. Nadále bude zachována politika refinancování maturujících cenných papírů. ECB vnímá rizika dalšího ekonomického vývoje jako vychýlená směrem dolů, a je tak připravena kdykoliv přizpůsobit svou měnovou politiku aktuální situaci s cílem udržet příznivé podmínky financování. ECB bude rovněž sledovat vývoj měnového kurzu eura, resp. jeho posilování, s ohledem na implikace pro střednědobý výhled inflace.



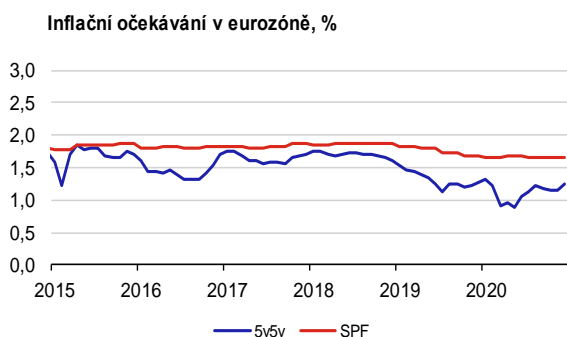
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
9/20	-11,4	-11,2	-13,9	-8,6	-9,5
10/20	-9,2	-12,1	-15,5	-6,9	-8,3
11/20	-10,1	-17,3	-17,6	-12,7	-9,3



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
9/20	90,9	95,5	94,9	89,7	89,0	85,9
10/20	91,1	97,0	91,7	89,5	90,2	87,2
11/20	87,6	94,2	86,9	87,5	81,5	84,6



	11/20	12/20	3/21	12/21
3M EURIBOR	-0,52	-0,53	-0,55	-0,59
1Y EURIBOR	-0,48	-0,49	-0,51	-0,54
10Y Bund	-0,57	-0,57	-0,50	-0,30



Pozn.: Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

	5y5y	SPF
10/20	1,14	1,66
11/20	1,16	1,66
12/20	1,25	1,66

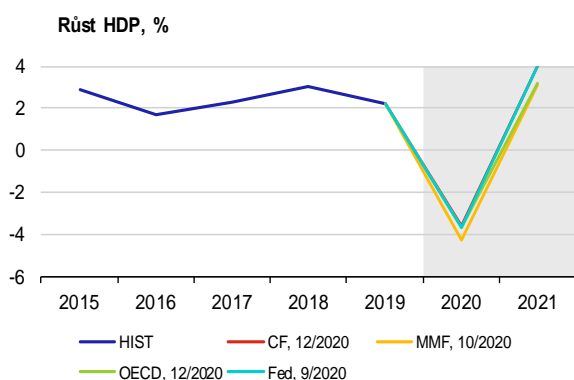
II.2 Spojené státy

Koronavirus představuje pro americkou ekonomiku stále velkou hrozbu, neboť počet nakažených opět stoupá. Naděje jsou vkládány do brzkého začátku očkování. Na počátku prosince přibývalo denně více než 200 000 nově nakažených. Na jaře přitom v USA přibývalo okolo 30 000 denně. Čísla vypadají sice hrozně, americká ekonomika však pokračuje v zotavování. V listopadu bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno téměř 250 tisíc pracovních míst a míra nezaměstnanosti klesla o 0,2 p. b. na 6,7 %. Předstihové indikátory PMI se ve výrobě a službách v listopadu opět zvýšily (na 56,7 resp. 58,4), kompozitní ukazatel tak vzrostl na 58,6. V růstu pokračuje i maloobchodní prodej a mezinárodní obchod.

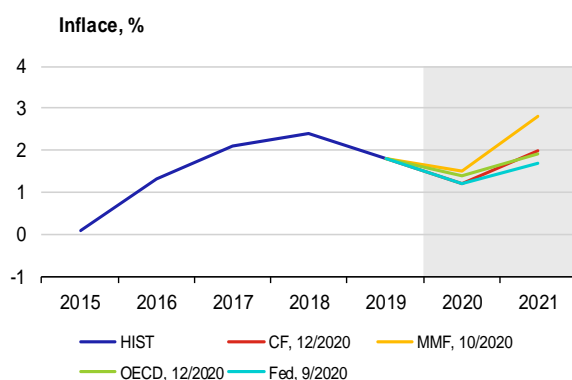
Současný prezident D. Trump sice stále nevzdal právní boj o výsledek voleb, současně ale souhlasil se započítáním předávání moci. Tento krok je pozitivní nejen pro trhy, ale i mezinárodní společnost. Nově zvolený americký prezident J. Biden vyslal signál směrem k EU, že jsou pro něj vzájemné vztahy důležité. Ač bude tedy pokračovat ve stopách svého předchůdce vůči Číně, rád by ale postoje koordinoval se svými spojenci, což je pro mezinárodní obchod západního světa pozitivní zpráva.

Dle prosincového výhledu CF by se letos měla americká ekonomika propadnout o 3,6 %, což je opět o něco méně, než byl odhad minulý měsíc. CF revidoval také výhled růstu HDP pro příští rok o 2 desetiny procentního bodu směrem vzhůru na hodnotu 4 %. Méně optimistický je nový výhled z dílny OECD, který předpokládá pokles letošního HDP o 3,7 % a růst v příštím roce pouze o 3,2 %.

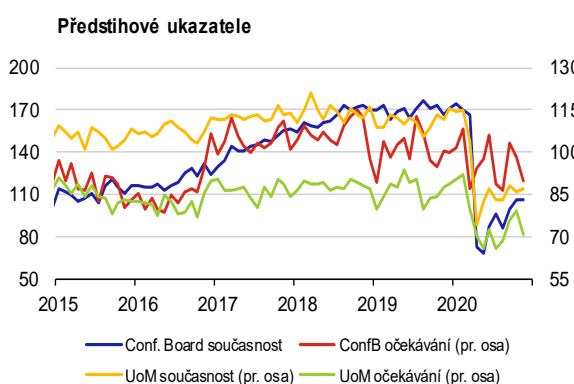
Inflace dosáhla v USA v říjnu 1,2% meziročně, což bylo způsobeno zejména růstem cen potravin (3,7 %) a služeb (1,7 %), naopak ceny energií klesly (-9,4 %). Tento vývoj by naznačoval, že na prosincovém zasedání Fedu nelze očekávat nějaká překvapení. Výhled inflace pro tento rok zůstává dle CF na hodnotě 1,2 % a pro příští rok na 2,0 %. Mírně odlišný je aktuální výhled OECD, který letos předpovídá inflaci o hodnotě 1,4 %, pro příští rok pak těsně pod 2% cílem.



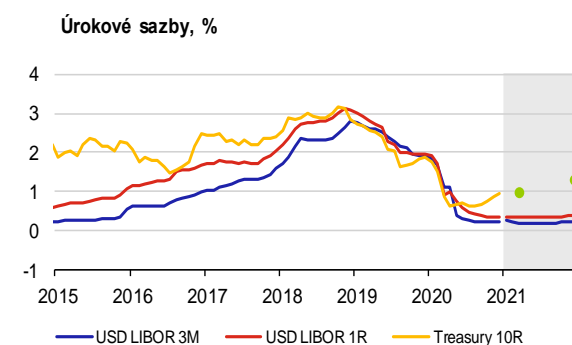
	CF	MMF	OECD	Fed
2020	-3,6	-4,3	-3,7	-3,7
2021	4,0	3,1	3,2	4,0



	CF	MMF	OECD	Fed
2020	1,2	1,5	1,4	1,2
2021	2,0	2,8	1,9	1,7



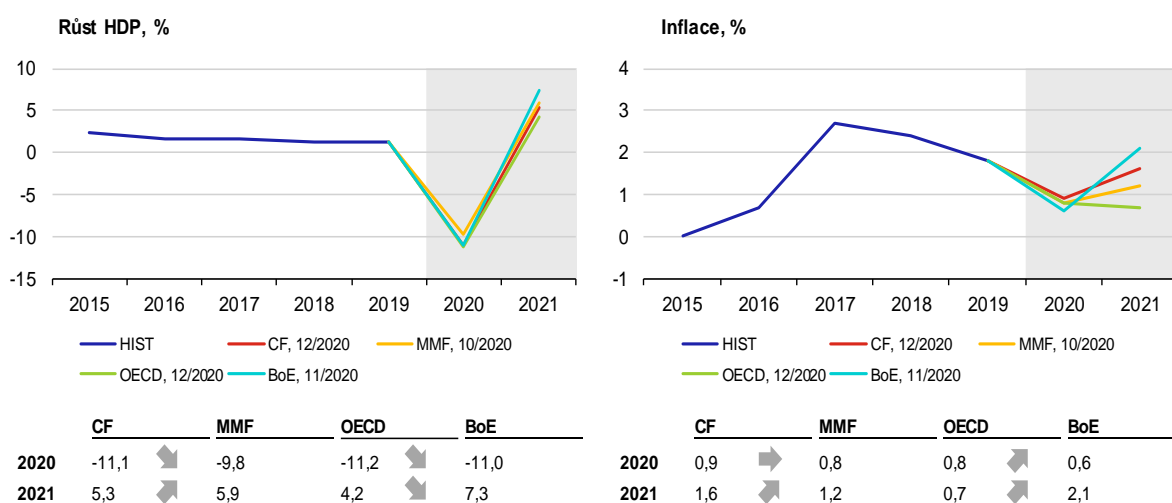
	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
9/20	98,9	102,9	87,8	75,6
10/20	106,2	98,2	85,9	79,2
11/20	105,9	89,5	87,0	70,5



	11/20	12/20	3/21	12/21
USD LIBOR 3M	0,22	0,23	0,20	0,24
USD LIBOR 1R	0,34	0,34	0,34	0,38
Treasury 10R	0,86	0,94	1,00	1,30

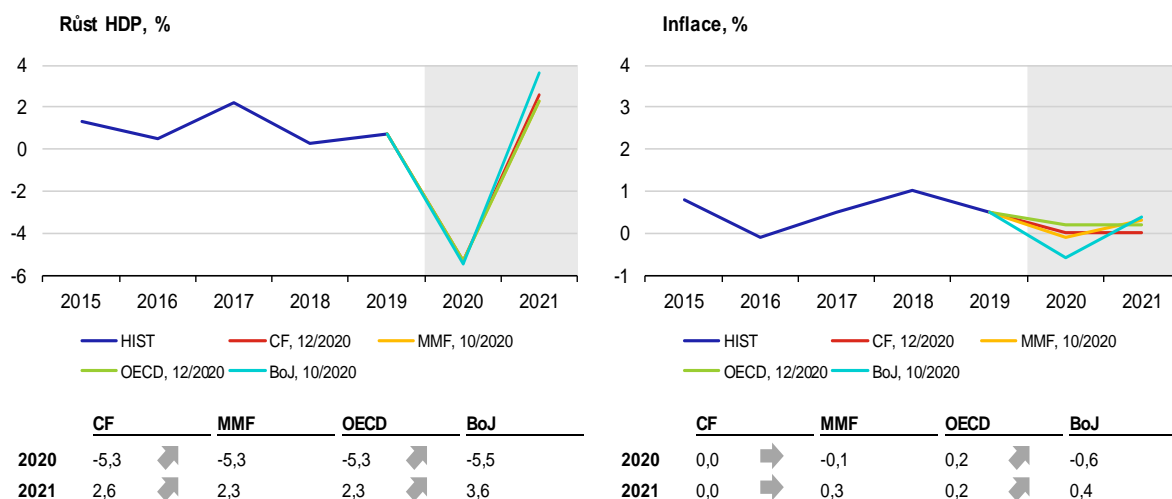
II.3 Spojené království

Navzdory tomu, že Britové jako první začínají očkovat vakcínou proti koronaviru, velká nejistota ohledně výhledů do budoucna, především kvůli brexitu, zůstává. Ekonomika pociťuje dopady opětovného listopadového zavedení lockdownu proti šíření COVID-19. Vláda se stále snaží o podporu, například v podobě nového plánu v hodnotě 4,3 mld. liber na řešení hrozby masové nezaměstnanosti. Důsledkem je obrovský rozpočtový deficit v hodnotě zhruba 19 % HDP. Ekonomickou nejistotu též prohlubuje neschopnost uzavřít obchodní dohodu s EU, kdy výsledkem bude pravděpodobně no-deal brexit, ačkoliv se o dohodě jedná i nadále. Libra se v důsledku událostí dostala na nejslabší hodnoty od září. OECD i CF ve svých nových prognózách odhadují hlubší propad ekonomiky v letošním roce, a to okolo 11 %. Zejména OECD pak není optimistická ani ohledně výhledu pro rok 2021. Pozitivně nevyznívá ani kompozitní ukazatel PMI, který se v listopadu dostal do pásma kontrakce (49,0) z důvodu nejprudšího poklesu celkové obchodní aktivity od června.



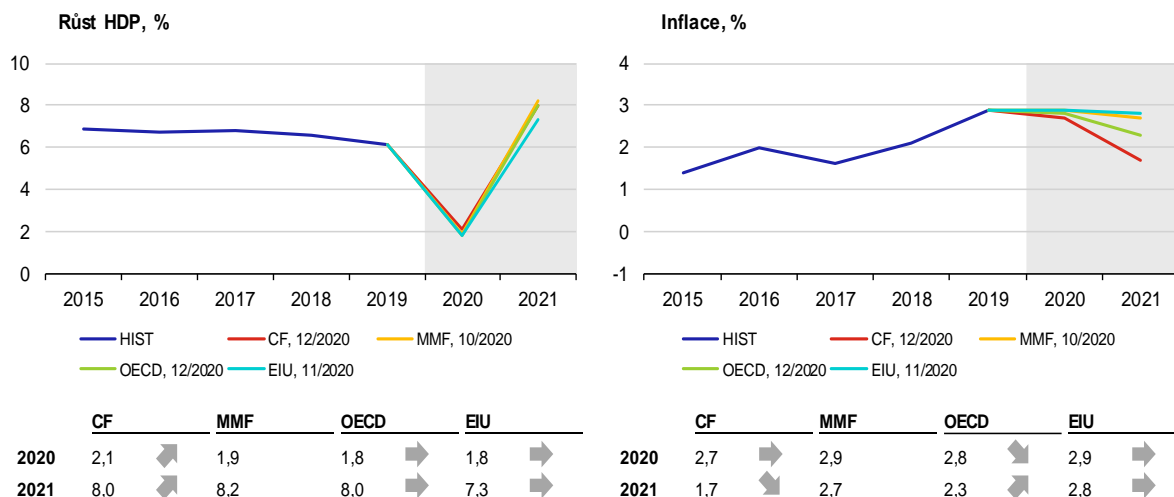
II.4 Japonsko

Rekordní růst japonské ekonomiky ve 3. čtvrtletí vyrovnal část letošního propadu, oživení ale bylo mírnější než v Evropě či USA. Navzdory mezikvartálnímu růstu o 5,3 % zůstal japonský HDP ve 3Q stále 5,7 % pod loňským výsledkem. Ve srovnání s 2Q vzrostla soukromá spotřeba, vládní výdaje i čisté vývozy. Vlivem značného fiskálního stimulu byly vládní spotřeba a investice jedinými složkami HDP, které se navýšily i v meziročním srovnání. Zklamání naopak představovaly soukromé investice, které – na rozdíl od Eurozóny či USA – namísto zotavení dále prohloubily svůj propad z 2Q. Ve 4Q se však očekává relativně lepší výkon japonské ekonomiky díky zvládnuté epidemické situaci. Japonská vláda oznámila letos již třetí balíček fiskálního stimulu, zaměřený z části na očkování a jiné výdaje přímo spojené s pandemií. Větší část z téměř 300 mld. USD míří na dlouhodobou transformaci, zejména investice do zelených a digitálních technologií.



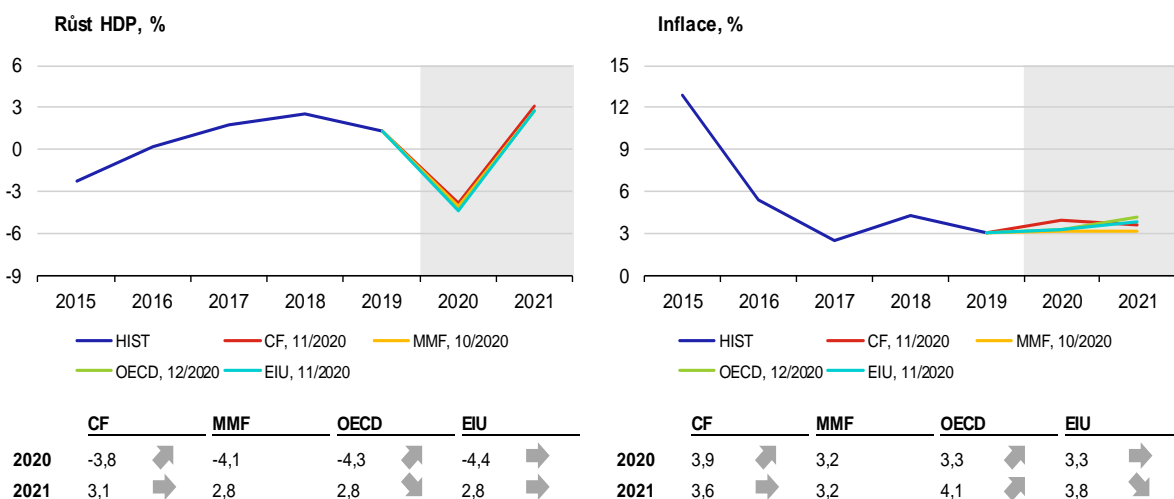
II.5 Čína

Zatímco většina ekonomik světa zaznamenává v dosavadním průběhu letošního roku výrazný propad, HDP Číny se již nachází zpět poblíž úrovní dosažených před vypuknutím koronavirové krize. To odráží výrazný růst investic ve druhém a třetím čtvrtletí, který se následně projevil i v zotavení spotřeby. V menší míře ke zrychlení tempa ekonomické aktivity přispívá také čistý vývoz, a to mimo jiné i v návaznosti na rostoucí celosvětovou poptávku po zdravotnickém vybavení a technologických zařízeních určených především pro práci z domova. Čínská ekonomika také těží z výpadku konkurence v důsledku propuknutí druhé vlny pandemie v těchto zemích. Dle prosincového výhledu analytiků CF by mělo meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhnout 2,1 % a 8 % v roce 2021. Spotřebitelské ceny v listopadu meziročně poklesly o 0,5 %, což je nejnižší hodnota od listopadu 2009. Spotřebitelské ceny v Číně v letošním roce porostou 2,7% tempem, v příštím roce jejich tempo růstu zvolní na 1,7 %.



II.6 Rusko

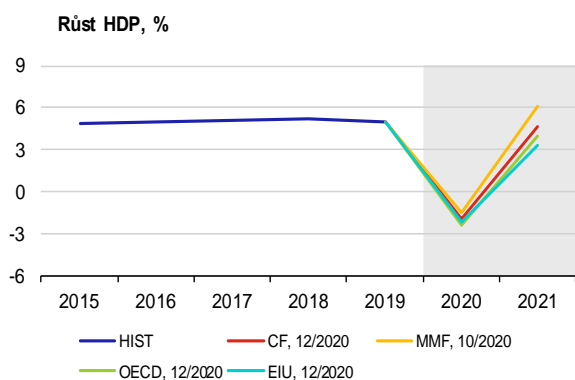
Třetí čtvrtletí dopadlo mírně nad očekávání, udržitelnost zlepšení je ovšem otázkou. Předběžný odhad vývoje HDP ve třetím čtvrtletí očekává zmírnění meziročního propadu na 3,4 % z předchozích 8 %. Průmyslová produkce v říjnu poklesla o téměř 6 % meziročně. Nejhorší výsledek měl těžební průmysl, jehož pokles dosáhl 8,8 %. Zpracovatelský průmysl klesl o 4,4 %. Oproti září hlavní průmyslová odvětví naopak zaznamenala slabý růst, z toho nejvíce těžební průmysl (3 %). Nezaměstnanost přitom v říjnu zůstala na zářijových 6,3 %. Předstihové ukazatele za listopad nejsou příliš optimistické. PMI se jak ve zpracovatelském průmyslu (46,3) tak ve službách (48,2) již třetí měsíc plynule propadá v pásmu ekonomické kontrakce. Rubl k první polovině prosince posílil o více než 6 % na 73 RUB/USD vlivem vývoje cen ropy a klidnější geopolitické situace, a byl tak nejsilnější za poslední 4 měsíce. Optimismus byl podpořen i očkováním proti COVID-19.



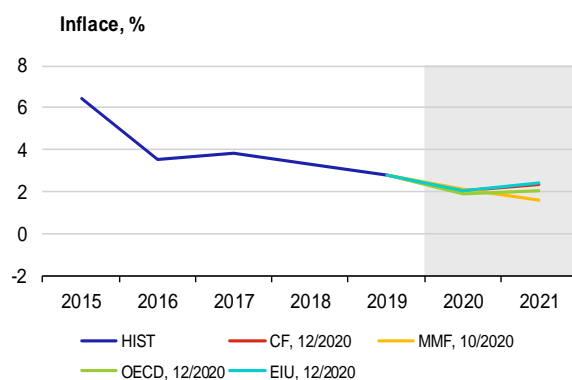
II.7 Výběr z rozvojových zemí – Indonésie

Ekonomika Indonésie ve třetím čtvrtletí meziročně poklesla o 3,5 %. Mírnější pokles ekonomiky ve srovnání s předchozím čtvrtletím odráží postupné uvolňování protiepidemických opatření a oživující zahraniční poptávku. To se projevilo v menším poklesu soukromé spotřeby z 5,5 % na 4 %, a také fixních investic z 8,6 % na 6,5 %. Naproti tomu po meziročním poklesu o 6,9 % v předchozím čtvrtletí výrazně vzrostla ve třetím čtvrtletí spotřeba vlády (9,8 %), a to díky implementaci podpůrných fiskálních opatření. Stimulační balíčky zahrnují především podporu zdravotnictví, sociální pomoc domácnostem s nízkými příjmy, rozšířené dávky v nezaměstnanosti a daňové úlevy. Kromě vládního sektoru přispěl ke zmírnění poklesu ekonomiky ve třetím čtvrtletí také čistý vývoz. Dle prosincového výhledu analytiků CF se očekává pokles HDP Indonésie v letošním roce o 2 %. V příštím roce poroste HDP 4,6% tempem. Tento předpoklad však bude do značné míry záviset na dalším vývoji koronavirové krize a dostupnosti vakcíny dovezené především z Číny.

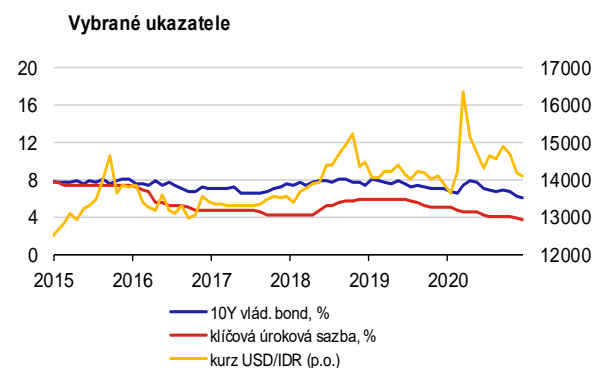
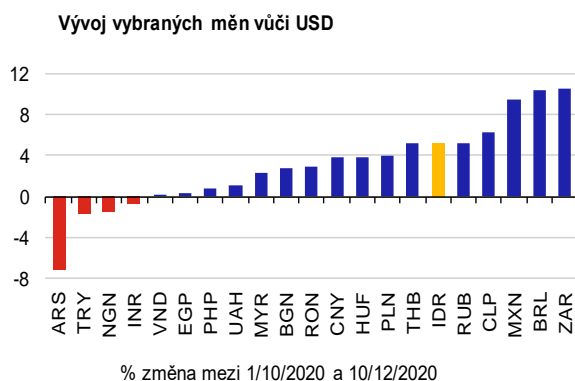
V reakci na výrazný pokles ekonomiky a zpomalující inflační tlaky centrální banka Indonésie od začátku letošního roku postupně snížila hlavní úrokovou sazbu z 5 % na současné historické minimum 3,75 %. Spolu s tím centrální banka dále snížila sazby depozitní a úvěrové facility na 3 %, respektive 4,5 %. To bylo doplněno oznámením ohledně pokračování programu dodávání likvidity finančnímu sektoru a také financování vládního deficitu, který v letošním roce pravděpodobně přesáhne 6 % HDP. Inlace v listopadu vzrostla na 1,6 % z říjnových 1,4%. I přesto, že růst cen v listopadu zaznamenal nejvyšší hodnotu za posledních pět měsíců, stále se nachází pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle centrální banky, které je definováno v rozmezí 2 až 4 %. Dle prosincového výhledu analytiků CF by spotřebitelské ceny měly v letošním roce růst v průměru 2% tempem. Vyšší růst cen je kromě slabé domácí poptávky aktuálně také tlumen silnějším kurzem indonéské rupie vůči americkému dolaru. Rupie na začátku listopadu skokově výrazně posílila v reakci na pokles averze k riziku na finančních trzích po oznámení výsledků amerických prezidentských voleb a zprávy ohledně pokroků ve vývoji vakcíny proti onemocnění COVID-19. V příštím roce v návaznosti na ekonomické oživení by měla spotřebitelská inflace zrychlit na 2,3 %.



	CF	MMF	OECD	EIU
2020	-2,0	-1,5	-2,4	-2,2
2021	4,6	6,1	4,0	3,3



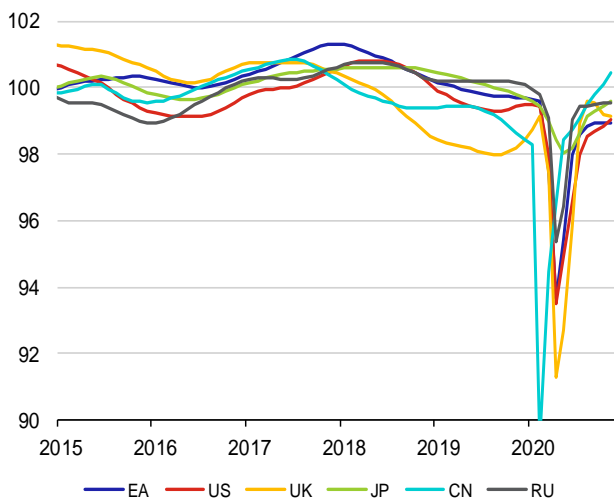
	CF	MMF	OECD	EIU
2020	2,0	n.a.	1,9	2,0
2021	2,3	n.a.	2,0	2,4



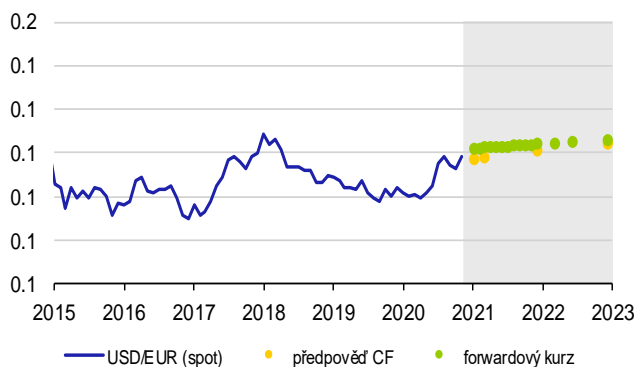
	10Y vládní bond, %	úrok. sazba, %	USD/IDR
10/2020	6,73	4,00	14698,00
11/2020	6,27	3,90	14201,00
12/2020	6,16	3,75	14112,00

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

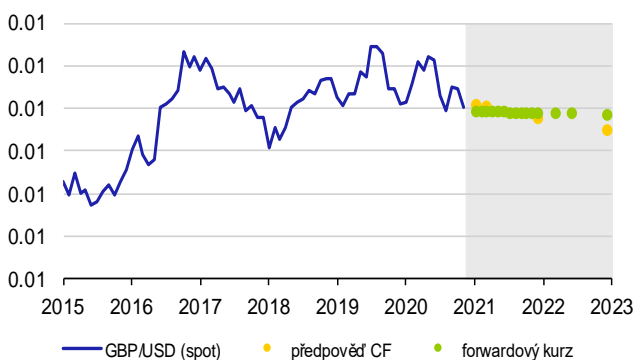


Americký dolar (USD/EUR)



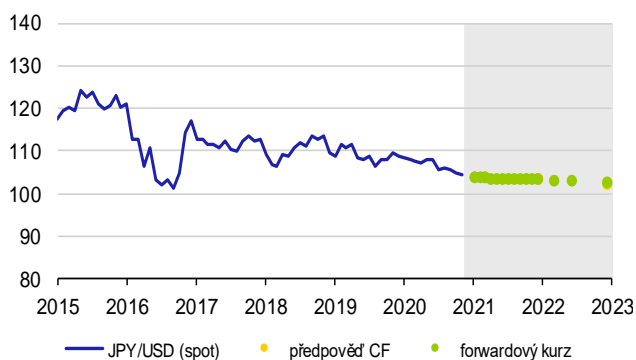
	7/12/20	1/21	3/21	12/21	12/22
spotový kurz	1,213				
předpověď CF		1,189	1,190	1,207	1,225
forwardový kurz		1,212	1,214	1,222	1,233

Britská libra (GBP/USD)



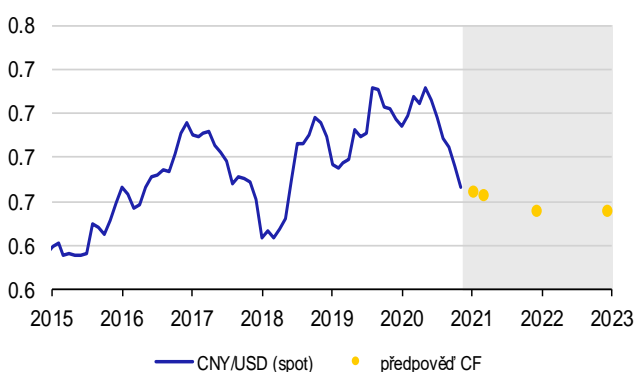
	7/12/20	1/21	3/21	12/21	12/22
spotový kurz	0,751				
předpověď CF		0,755	0,752	0,739	0,725
forwardový kurz		0,747	0,747	0,746	0,744

Japonský jen (JPY/USD)



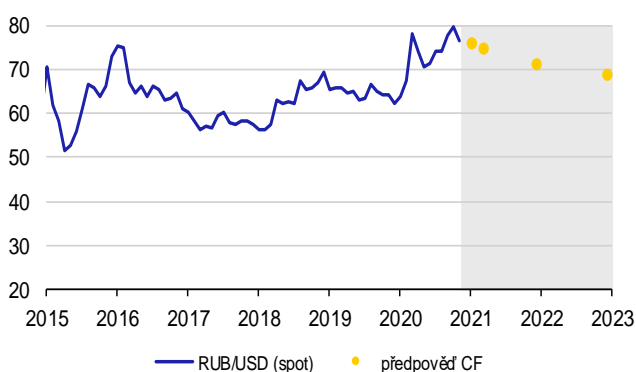
	7/12/20	1/21	3/21	12/21	12/22
spotový kurz	104,0				
předpověď CF		104,2	104,0	103,5	102,6
forwardový kurz		104,0	103,9	103,5	102,8

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	7/12/20	1/21	3/21	12/21	12/22
spotový kurz	6,538				
předpověď CF		6,565	6,540	6,455	6,450

Ruský rubl (RUB/USD)



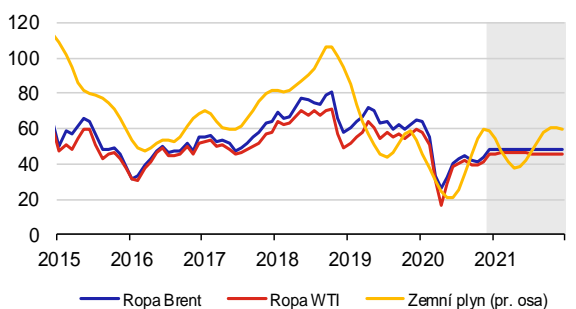
	7/12/20	1/21	3/21	12/21	12/22
spotový kurz	73,48				
předpověď CF		76,18	74,91	71,45	68,78

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

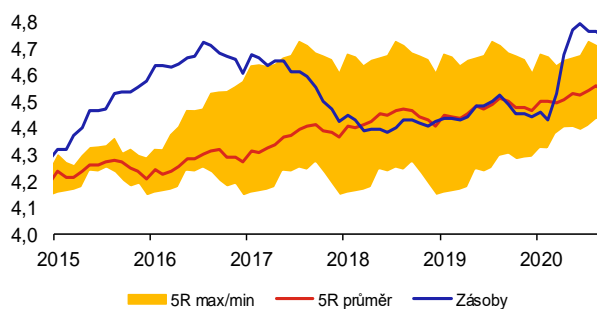
V průběhu listopadu cena ropy Brent zaznamenala silný růst o více než čtvrtinu na 48 USD/barel. Koncem října se ceny ropy dostaly pod tlak kvůli sílící pandemii koronaviru v Evropě a USA, slábnoucí naději na schválení fiskálního stimulu v USA ještě před volbami a rostoucí těžbě v Libyi. Nicméně na začátku listopadu se začaly objevovat zprávy, že by aliance OPEC+ mohla odložit lednové zvýšení těžby o tři až šest měsíců. Ceny ropy se pak obrátily k růstu, jenž postupně sílil díky rostoucí poptávce zejména z Číny a Indie, oslabujícímu dolaru, a především pak v reakci na množící se zprávy o úspěšném testování několika verzí vakcíny proti koronaviru. Růst cen ropy byl umocněn i uzavíráním do té doby masivních krátkých pozic na ropné futures ze strany spekulativních fondů a poté i formálním zahájením předávání prezidentského úřadu v USA. Díky silnému růstu na bližším konci přešla trajektorie cen ropných futures kontraktů postupně z tvaru „contango“ do mírné „backwardation“, který signalizuje zhruba rovnováhu mezi poptávkou a nabídkou na fyzickém trhu. Tento stav by mohl přilákat finanční investory, kteří chtějí investovat do ropy dlouhodobě, což představuje potenciál pro další růst cen ropy. Koncem listopadu se růst cen ropy zastavil kvůli sporům uvnitř kartelu OPEC ohledně postupu zvyšování těžby. I když poptávka z Asie se již prakticky vrátila na hodnoty z předchozího roku, v Evropě a USA zůstává slabá a je otázkou, v jakém časovém horizontu očekávané zahájení očkování proti koronaviru urychlí její růst. Nakonec OPEC+ dospěl ke kompromisnímu řešení a zvýší těžbu o 0,5 mil. barelů denně od ledna (původní plán byl zvýšení o téměř 2 mil. barelů denně). O dalším postupu se pak bude ještě jednat na pravidelných měsíčních schůzkách. Nicméně cena ropy reagovala dalším růstem. Tržní křivka ze začátku prosince signalizuje, že by cena ropy Brent měla do konce roku 2022 jen nepatrně klesat pod 48 USD/barel. Předpověď EIA naopak očekává pozvolný růst ceny ropy Brent na 50 USD/barel na konci roku 2021. Nejvýše je se svojí předpovědí 51 USD/barel pro konec příštího roku prosincový CF.

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

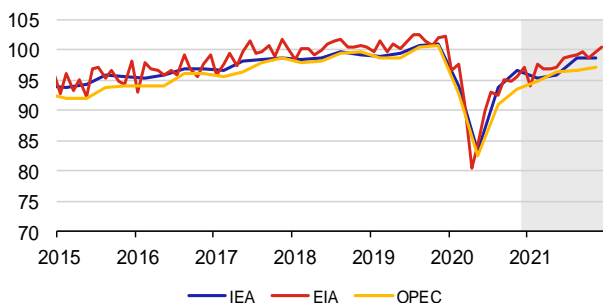


	Brent	WTI	Plyn
2020	43,04 ↗	39,29 ↗	114,49 ↘
2021	48,14 ↗	45,94 ↗	150,03 ↗

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

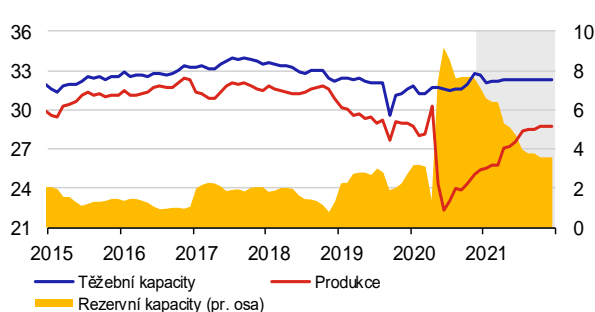


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2020	91,93 ↗	92,39 ↘	89,99 ↗
2021	97,13 ↗	98,17 ↘	96,24 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2020	25,62 ↘	31,76 ↗	6,14 ↗
2021	27,53 ↘	32,26 ↘	4,72 ↗

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

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

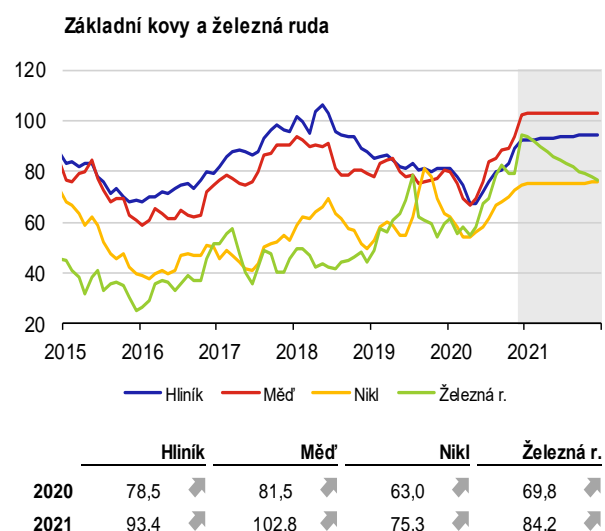
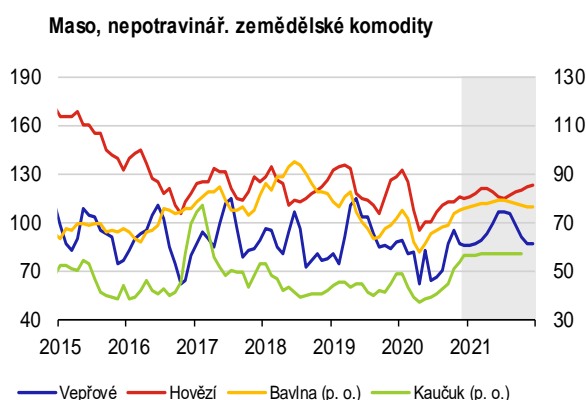
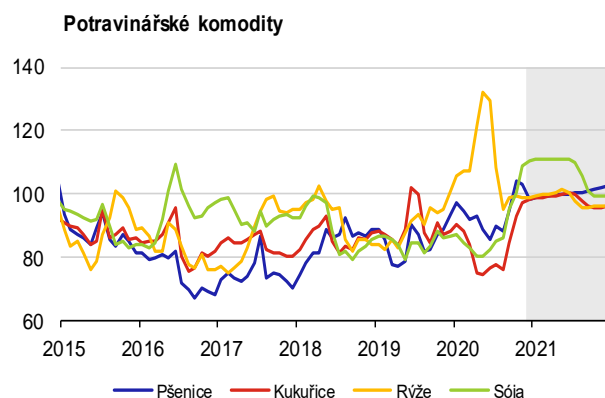
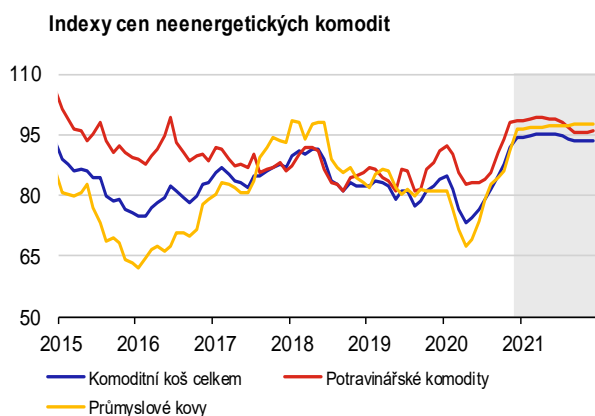
IV.2 Ostatní komodity

Růst průměrné ceny zemního plynu v Evropě, který začal v červnu a postupně zrychloval, se v listopadu zastavil. Zásoby plynu jsou na komfortní úrovni a aktuální cena již opět umožňuje dovoz zkapalněného plynu z USA.

Index cen neenergetických surovin pokračoval i v listopadu a první polovině prosince v růstu. V listopadu k němu přispěly ještě oba dílčí indexy, i když více index cen potravinářských komodit. Jeho růst však v první polovině prosince silně zpomalil a na výhledu index klesá, zatímco dílčí index cen základních kovů pokračoval nadále v růstu a i jeho výhled je rostoucí.

Na růstu dílčího indexu cen průmyslových kovů se podílely prakticky všechny jeho složky. Růst byl reakcí na pokračující zotavování globálního zpracovatelského průmyslu (zejména v Číně a USA) a oslabování USD v souvislosti s dlouhou nejednoznačným výsledkem prezidentských voleb v USA. JPMorgan Global PMI zpracovatelského průmyslu za listopad se zvýšil z 53,0 na 53,7 a dostal se tak na nejvyšší hodnotu od začátku roku 2018. Obnovují se i toky mezinárodního obchodu. Kromě základních kovů na začátku prosince silně vzrostla i cena železné rudy.

Na zpomalení růstu dílčího indexu cen potravinářských komodit se rovněž podílela většina jeho složek. Cena pšenice v listopadu stagnovala a na začátku prosince začala klesat. Ve druhé polovině listopadu se zastavil i růst cen kukuřice, sóji, cukru, kávy a kakaa, které s výjimkou kukuřice a kávy od té doby klesají. Ceny vepřového i hovězího masa od začátku listopadu více méně stagnují. Podobně je tomu i u ceny bavlny. Jen cena kaučuku dále rostla a dostala se na nejvyšší hodnotu od března 2017.



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.

Vývoj spotřebitelských a průmyslových cen v koronavirovém roce 2020¹

Současná koronakrize ovlivnila život každého, neboť vládní omezení a uzavírky trvají dlouhou dobu a zasáhly téměř celou ekonomiku. Lidé jsou více doma a mění svoje dosavadní spotřebitelské návyky. Nižší spotřeba přirozeně dopadá i na cenotvorbu průmyslových výrobců. Epidemickou krizí vyvolaný negativní poptávkový šok ve směru nižších cen je na druhou stranu tlumen nově zavedenými stimuly vlád a centrálních bank na podporu ekonomik. Výsledný efekt je však vždy předem nejistý. Článek proto zkoumá vývoj indexů, které jsou pro sledování cenového vývoje nejčastěji používány, a popisuje rozdíly v jednotlivých oblastech během dosavadního průběhu koronakrize. Ukazujeme, že v obecné rovině poklesl jak index průmyslových cen, tak index spotřebitelských cen. Při podrobnějším pohledu to však neplatí pro všechny sektory ekonomiky.

Ceny průmyslových výrobců

Index cen průmyslových výrobců (PPI), stojí ve stínu nejznámějšího cenového indexu spotřebitelských cen (CPI).

Měření Vývoje spotřebitelských cen poskytuje důležitý ukazatel pro koncept inflačního cílování. CPI patří mezi základní ukazatele vývoje ekonomiky, nicméně zachycuje pouze vývoj cen pro konečné spotřebitele. Ceny pro konečné spotřebitele se však člení na několik složek, které samy o sobě říkají mnoho o aktuálním vývoji ekonomiky. Index cen průmyslových výrobců měří rovněž dynamiku cen, konkrétně průměrnou cenu statků a služeb domácích producentů na domácím trhu. Mezi výhody indexu cen průmyslových výrobců patří také to, že se v jeho rámci nesledují pouze finální produkty, ale také meziprodukty a polotovary. To umožňuje sledovat vývoj ceny v rámci celého produkčního procesu. Nevýhodou PPI je nemožnost jeho srovnání napříč zeměmi, neboť struktura PPI se mezi jednotlivými zeměmi liší podobně jako struktura průmyslu. Pro srovnání vývoje spotřebitelských cen napříč zeměmi existuje harmonizovaný index, pro PPI bohužel žádný harmonizovaný index není.

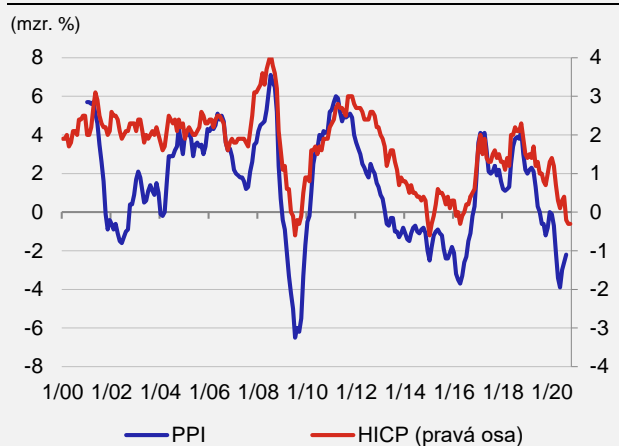
Existují dva základní typy PPI – PPI výstupu a vstupu. PPI výstupu je častější a počítá se z cen výrobců v okamžiku, kdy je dokončen proces výroby daného statku. Tyto ceny v článku zkoumáme. Naproti tomu PPI vstupu se počítá z nákupních cen a měří tak změnu nákladů výroby.

Vztah mezi CPI a PPI

Vývoj indexu spotřebitelských cen se liší od vývoje cen průmyslových výrobců (Graf 1). Z grafu je patrné, že z historického pohledu je index cen průmyslových výrobců volatilnější nežli CPI². To je dáno zejména tím, že PPI je navázán na produkční část ekonomiky, kde ceny mnohem rychleji reagují nejen na hospodářský cyklus, ale také na šoky. Nejrychleji reagují ceny komodit, které jsou základem pro průmyslovou produkci. Graf 1 rovněž ukazuje vývoj za dvě poslední desetiletí, kdy na začátku tisíciletí se inflace držela okolo 2% hranice, což je považováno za optimální. Před finanční krizí začala spotřebitelská inflace prudce růst a poté naopak prudce klesat. Od té doby je dynamika spotřebitelských cen velmi rozkolísaná. Vývoj cen průmyslových výrobců je sice volatilnější než obdobný vývoj CPI, ale Graf 1 ukazuje, že od finanční krize má podobný průběh jako vývoj spotřebitelských cen.

Intuice nám říká, že vývoj cen výrobců bude mít vliv na vývoj cen pro koncové spotřebitele. Mezi první studie, které se tímto vztahem zabývaly, patří práce Clarka (1995). Ta zkoumá hypotézu, zda se dá očekávat, že zvýšené náklady na počátku produkčního procesu se promítnou do celého výrobního řetězce a povedou k růstu spotřebitelských cen. Jakkoli by se tento vztah mohl zdát intuitivní, Clark (1995) zdůrazňuje, že nesmíme zapomínat na způsob, jakým se firmy rozhodují a jak tvoří ceny. Mikroekonomická teorie předpokládá, že firmy si dle tržní konkurence určují marži nad výrobní náklady. Jestliže se tedy zvednou výrobní náklady, logicky se i zvednou koncové ceny. Při analýze je dále nutné mít na paměti i rozdíly v konstrukci obou indexů, které jsou lehce nastíněny v předešlé části. Mezi závěry studie Clarka (1995) patří, že vztah mezi PPI a CPI je slabý – změny v PPI mohou někdy pomoci předvídat změny v CPI, ale nikoliv systematicky.

Graf 1 – Vývoj PPI a HICP v EU



Zdroj: Eurostat

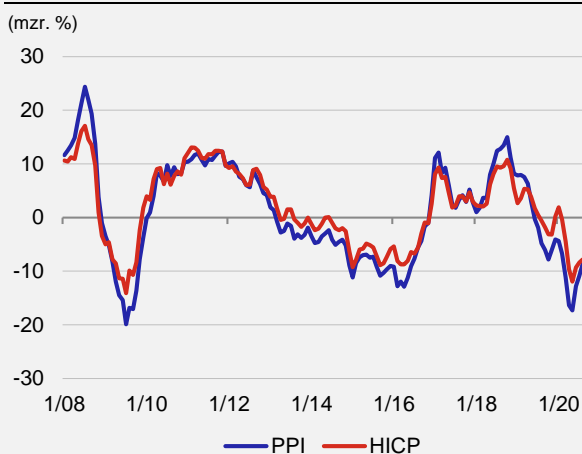
¹ Autory jsou Petr Polák a Filip Novotný. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Měřeno standardní odchylkou v období leden 2001 až srpen 2020 je PPI cca třikrát volatilnější.

Akademická literatura se zaměřuje především na zjišťování, jaký je vztah mezi PPI a CPI a jakým způsobem se ovlivňují. Např. da Rocha (2019) tento vztah zkoumá na Brazílské ekonomice, Khan (2018) pro země střední a východní evropy, Tiwari (2014) pro Mexiko, Gang (2009) pro Čínu, Caporale (2002) pro země G7 (USA, Kanada, Německo, Francie, Itálie, Spojené království a Japonsko) a Kadeřábek (2007) pro země EU. Obecným závěrem těchto studií, který odpovídá i intuici postavené na produkčním procesu, je, že PPI lze použít jako „předstihový ukazatel“ pro CPI. Studie však nacházejí různou míru závislosti a časového posunu. Další studie pak nacházejí vztahy obousměrné či naopak opačné. Např. Akcay (2011) nalézá obousměrný vztah pro Německo. Akdi a kol. (2006) zkoumali vztah mezi PPI a CPI pro Švédsko, UK a Kanadu a našli linku vedoucí od CPI k PPI.

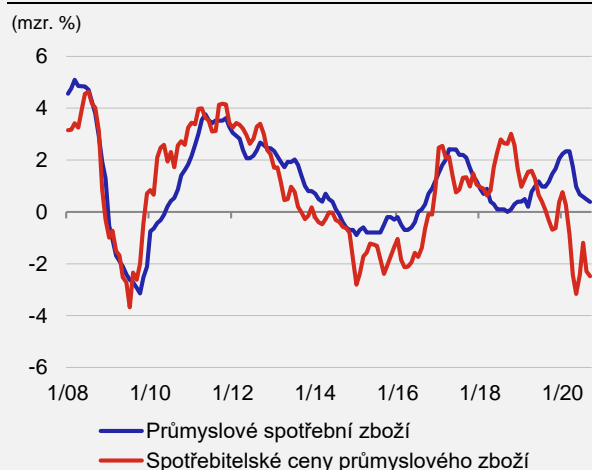
Ceny energií jsou společným významným faktorem jak průmyslových cen, tak spotřebitelských cen (Graf 2). Vývoj energetických cen je takřka totožný v obou cenových okruzích. Ještě donedávna byly společným průběhem charakteristické také ceny průmyslového spotřebního zboží a spotřebitelské ceny průmyslového zboží (Graf 3). Tento vztah se nicméně v roce 2018 rozvolnil. Zatímco průmyslové zboží v rámci spotřebitelských cen s nástupem koronakrizy zrychlilo v eurozóně svůj meziroční pokles, tak srovnatelný okruh v rámci cen průmyslových výrobců pouze zpomalil svůj meziroční růst. Jde o odlišný vývoj ve srovnání s velkou finanční krizí, kdy ceny spotřebitelského zboží v rámci průmyslových cen klesaly výrazněji a v souladu s vývojem spotřebitelských cen průmyslového zboží.

Graf 2 – Vývoj cen energií



Zdroj: Eurostat

Graf 3 – Vývoj cen průmyslového zboží



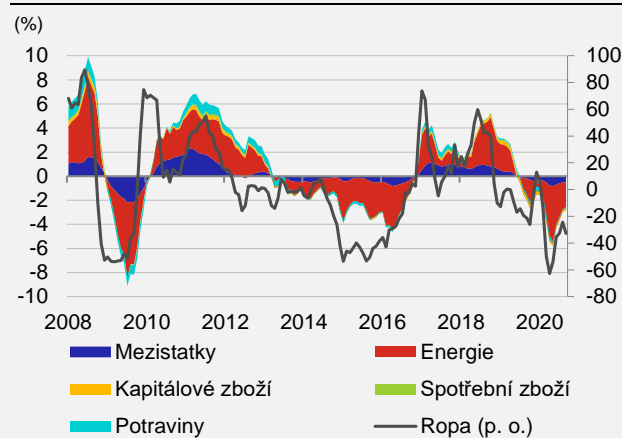
Zdroj: Eurostat

Vývoj složek PPI v Evropě

Volatilita cen průmyslových výrobců (PPI) je dána zejména jejich energetickou složkou. V souvislosti s prudkými výkyvy ceny ropy během finanční krize zaznamenaly ceny výrobců největší výkyvy právě v tomto období (Graf 4). Další výrazný meziroční pokles ceny ropy následoval od poloviny roku 2014 až do roku 2016 a způsobil dlouhé období deflace ve výrobním sektoru. Prudký propad ceny ropy způsobený vládními uzavírkami ekonomik a následným poklesem poptávky v první polovině letošního roku se proto také přirozeně projevil v prohloubení poklesu cen průmyslových výrobců. V průměru za celé sledované období od roku 2008 dosáhl v eurozóně meziroční růst cen průmyslových výrobců 0,8 % s tím, že od roku 2015 v průměru průmyslové ceny meziročně dokonce pouze stagnovaly. Pokud bychom se zaměřili na ceny očištěné o vliv cen energií, tak jejich růst dosáhl nepatrně vyšší hodnoty (0,9 %). Od roku 2015 potom ceny bez energií dosahovaly průměrné úrovně 0,6 %.

Ceny průmyslových výrobců s nástupem koronavirové krize zrychlily svůj pokles. Ten byl nicméně v souvislosti se zpomalováním ekonomické aktivity patrný již od poloviny roku 2019. Zároveň se zvýšily rozdíly v dynamice PPI mezi jednotlivými zeměmi. Jak je patrné z Grafu 5, v případě některých

Graf 4 – Příspěvky složek do PPI v EA



Zdroj: Eurostat

zemí byl pokles cen srovnatelný s velkou finanční krizí. Oranžová plocha v grafu značí maximální a minimální hodnotu meziročního růstu cen napříč všemi zeměmi eurozóny. V případě Německa, ale i ČR byl negativní dopad do cen mírnější ve srovnání s eurozónou jako celkem. Volatilita průmyslových cen byla způsobena zejména výše zmíněnou energetickou složkou. V té se odrazil výrazný propad ceny ropy z dubna 2020 a její následný jen pozvolný růst. V podobném rozsahu jako při finanční krizi poklesla cena elektrické energie a plynu. Průmyslové ceny bez cen energií poklesly také, ale s výrazně nižší intenzitou ve srovnání s velkou finanční krizí. PPI bez cen energií poklesl podobně jako v období let 2013 až 2016, což ukazuje na prozatím nenarušené fundamentální základy ekonomik eurozóny.

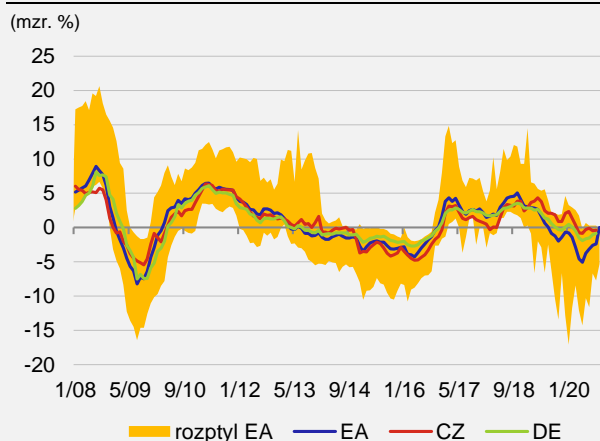
Již před propuknutím koronavirové krize od poloviny roku 2019 však mírně klesaly ceny mezispotřeby.

Jejich pokračující pokles v průběhu letošního roku byl sice nižší než jejich hluboký propad v době finanční krize, na druhou stranu ale vývoj cen mezispotřeby zatím nenaznačuje zvýšené tlaky na cenový růst z důvodu narušení dodavatelských vztahů. Ceny mezispotřeby se navíc vyvíjely podobně napříč sledovanými zeměmi. Ceny kapitálového zboží v eurozóně byly charakteristické dlouhodobou stabilitou, která nebyla narušena ani v průběhu letošního roku. Volatilnější byly tyto ceny v případě ČR, kde v průběhu letošního roku meziročně zrychlily. S nástupem koronavirové krize a jí vyvolaným poklesem poptávky však zmírnila růstová dynamika cen průmyslového spotřebního zboží (viz Graf 6).

Pokud se podíváme na samotný zpracovatelský průmysl, nabraly zde ceny od března 2020 opět klesající trend.

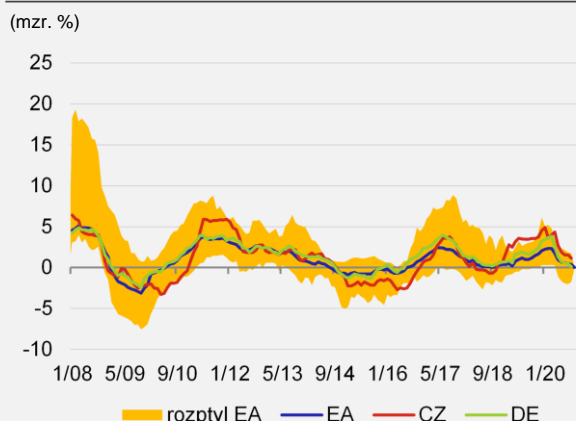
Nejhlubšího propadu (-3,5 %) dosáhly v květnu letošního roku a zpracovatelský průmysl setrval v deflaci i v září (poslední známá hodnota). Pro srovnání v červenci 2009 dosáhl pokles cen ve zpracovatelském průmyslu více než dvojnásobné hodnoty. Z pohledu jednotlivých odvětví se koronakrize nicméně na rozdíl od finanční krize negativně promítla v cenách textilu, které od dubna letošního roku zvolna zesilovaly svůj meziroční pokles. Podobně jako během finanční krize klesala již od poloviny roku 2019 cena papíru a podobný vývoj byl patrný i u cen chemikálií. Ceny ve farmaceutickém průmyslu naopak pokračovaly během letošního roku v mírném trendovém růstu na rozdíl od finanční krize, kdy poklesly.

Graf 5 – Vývoj celkového PPI v Evropě



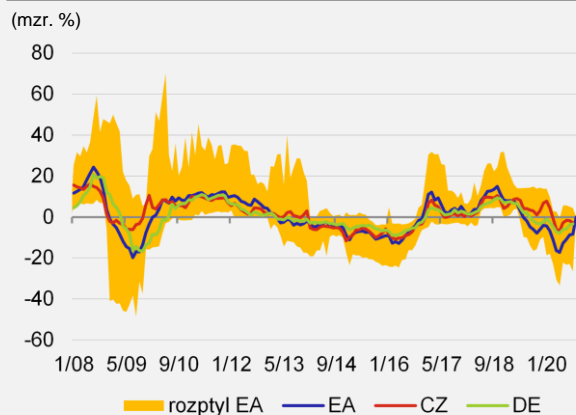
Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny.

Graf 6 – Vývoj cen průmyslového spotřebního zboží



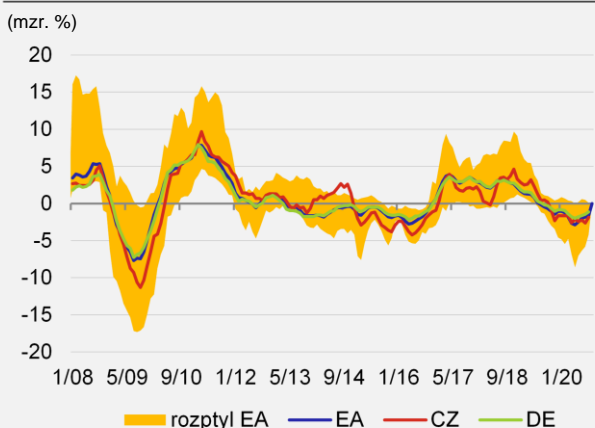
Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 7 – Vývoj cen energií



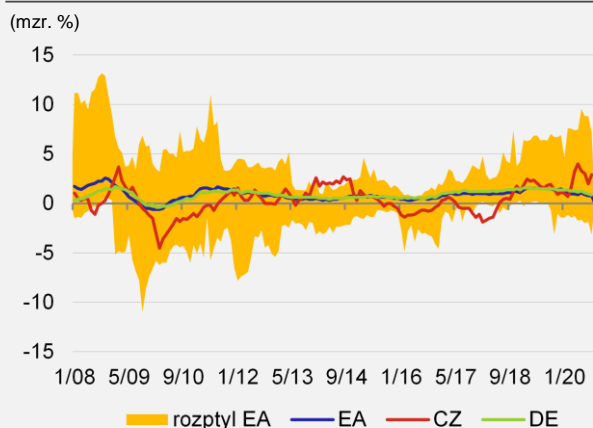
Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 8 – Vývoj cen meziproduktů



Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 9 – Vývoj cen kapitálového zboží

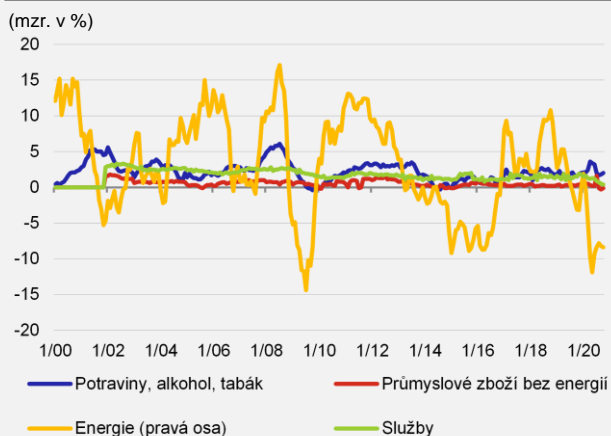


Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Vývoj složek CPI v Evropě

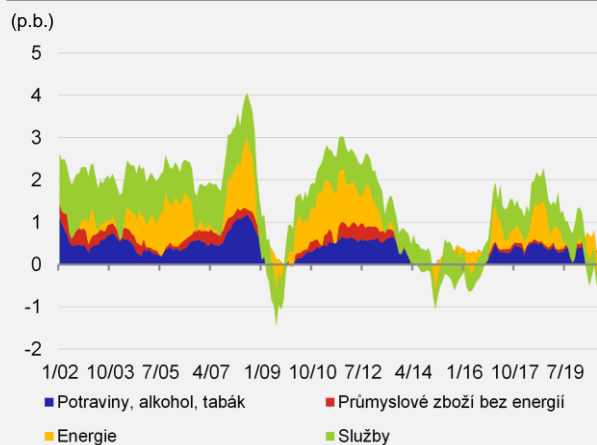
Růst spotřebitelských cen v eurozóně byl dlouhodobě pod 2% cílem. Jak ukazují Graf 1 a Graf 11, byla před nástupem koronavirové krize inflace v eurozóně mezi 1 a 2 %. Naposledy byla inflace dlouhodobě na cíli ECB na konci roku 2018³. Po finanční krizi následoval pokles úrokových sazeb a dosud nedošlo k jejich normalizaci, neboť růst spotřebitelských cen se nepodařilo zatím dostatečně podpořit. Vlivem koronavirové krize pak šla inflace v eurozóně rychle dolů a na konci letošního roku dosahuje záporných hodnot. Dle slov ECB jsou záporné hodnoty důsledkem několika přechodných vlivů (dočasná úprava DPH v Německu, výprodeje oblečení apod.), to však nemění nic na tom, že je ECB znovu pod tlakem. Pro

Graf 10 – Vývoj podsložek CPI



Zdroj: Eurostat

Graf 11 – Příspěvky složek do CPI



Zdroj: Eurostat

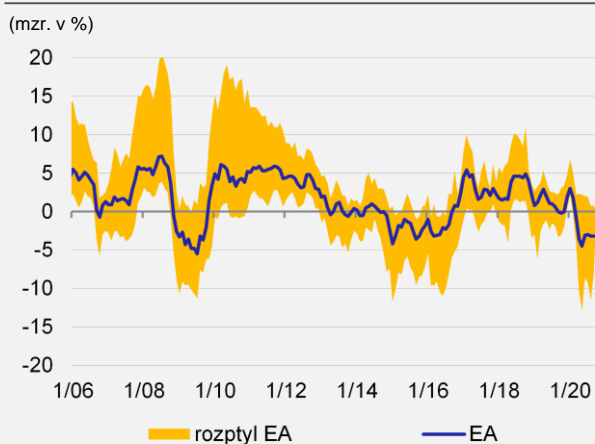
podpoření růstu spotřebitelských cen a podporu ekonomiky využila ECB jak své stávající, tak nové nástroje. Mezi velmi účinné a velmi využívané nástroje v letošním roce patří jak nákup aktiv prostřednictvím PEPP (Pandemic Emergency purchase programme), tak financování pomocí TLTRO (Targeted longer-term refinancing operations). ECB se podařilo zajistit finanční stabilitu (z pohledu vnímání finančních trhů), její vliv na inflaci je ale poměrně omezený – ani přes obrovské nákupy (za rok 2020 narostla bilance ECB z 39 % na 60 % HDP eurozóny) se nedaří dostat inflaci na cíl⁴. Graf 10 ukazuje vývoj podsložek CPI a je patrné, že podobně jako u PPI má na vývoj velký vliv cena energií, která šla prudce dolů. Inflaci podporuje růst cen potravin a zatím i služeb.

³ Vývoj inflace v poslední dekádě popisuje např. Bobeica a Sokol (2019), Bonam a kol. (2019), Ciccarelli a kol. (2017), nebo Miccoli a Neri (2019).

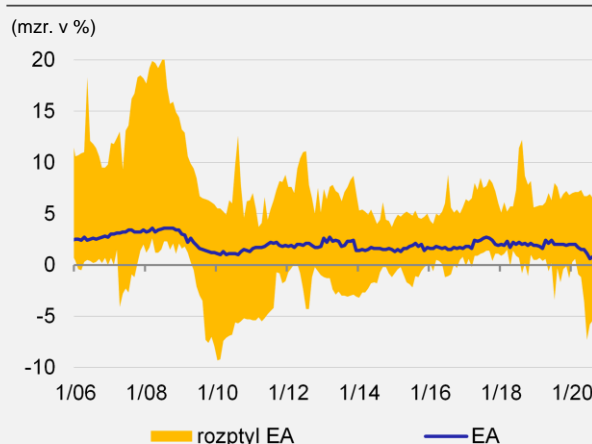
⁴ Vlivem nekonvenční politiky ECB na inflaci se zabývá např. Boeckx a kol. (2017), Gambetti a Musso (2017), nebo Zabala a Prats (2020).

V některých zemích eurozóny však růst cen v sektoru služeb rychle zpomaluje a v jiných (Estonsko, Řecko, Itálie, Portugalsko) už ceny dokonce klesají. Služby, které jsou tahounem růstu vyspělých ekonomik jsou v současné krizi pod velkým tlakem, neboť většina restriktivních opatření vlád se týká především sektoru služeb. Pokles cen služeb by se dal očekávat z důvodu předpokládaného poptávkového šoku způsobeného koronavirem zejména v oblasti gastronomie, zábavy, ubytování a cestovního ruchu. Největší propad zaznamenaly ceny v oblasti dopravy (Graf 12), které na úrovni eurozóny klesly v květnu meziročně o 4,5 %. Rekordmanem bylo Lucembursko, kde ceny klesly o téměř 13 %, na opačném pólu stojí Malta, kde ve stejném období ceny naopak vzrostly o 2 %. Obecně je cenový pokles v této oblasti služeb srovnatelný s poklesem během globální finanční krize.

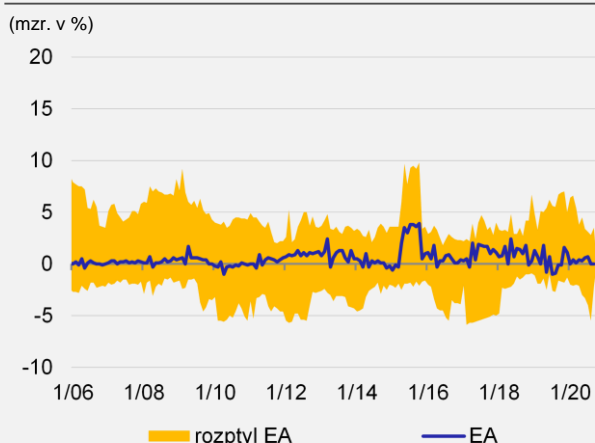
Vývoj cen v oblasti cestovního ruchu a stravování se mezi zeměmi výrazně liší. Jarní zavření hranic a omezení cestování a pohybu osob je velkým šokem pro cestovní ruch a stravování. Na úrovni eurozóny však zatím k propadu cen v oblasti hotelů a restaurací nedošlo (Graf 13), ač je cenový růst nejmenší v historii (v září pouze 0,2 % meziročně). Z velkých zemí eurozóny zaznamenala Itálie největší pokles v této oblasti o 0,7 %, naopak ceny v Německu rostou téměř 2% tempem.

Graf 12 – Doprava

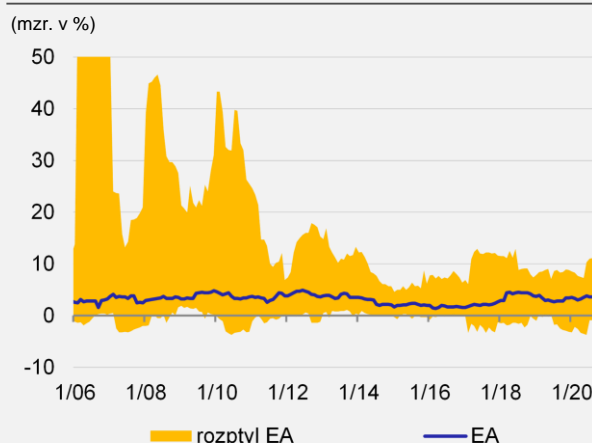
Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 13 – Hotely a restaurace

Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 14 – Rekreace a kultura

Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Graf 15 – Alkohol

Zdroj: Eurostat
Pozn.: Rozpětí je pro země eurozóny

Spotřebitelské ceny v oblasti rekreace a kultury v eurozóně stagnují (Graf 14). Ač ve většině evropských zemí došlo k razantnímu omezení setkávání a tím i společenských akcí, ceny se zatím z historického pohledu nevyvíjí nijak dramaticky.

Současná krize podporuje růst cen v oblasti legálních drog (Graf 15). Alkoholické nápoje, cigarety a narkotika rostou v eurozóně více než 3% tempem. Největší nárůst cen zaznamenalo Nizozemí, kde před krizí dosahovala inflace v této oblasti okolo 2 %, nyní je to více než 11 %. Podobný vývoj v Evropě je také v Dánsku (nyní 10 %), či České republice (10,5 %). Pouze v Portugalsku a na Kypru došlo v této oblasti spotřebitelských cen k jejich poklesu o necelé procento.

Ceny komunikačních technologií trvale klesají a zvýšená poptávka, způsobená prací z domova a distanční výukou na ně neměla vliv. Paradoxně v oblasti, která je pro chod ekonomiky nyní velmi podstatná, tedy komunikačních technologiích, tak nedošlo vlivem současné krize ke změně cenového vývoje. Od počátku tisíciletí ceny komunikací v eurozóně neustále klesají, výjimkou je stagnace v roce 2016. V tomto trendu ceny pokračují i v současné době, kdy roste počet pracovníků pracujících z domova a vlivem uzavření různých stupňů škol a přechodu na distanční výuku by poptávka po komunikacích měla růst, ceny však stále klesají.

Závěr

Z historického pohledu se jak index spotřebitelských cen, tak index průmyslových výrobců pohybují podobným směrem, ač druhý jmenovaný je přibližně třikrát volatilnější. Vyšší volatilita indexu průmyslových výrobců je dána především rychlejší odezvou na aktuální stav ekonomiky a přímější vazbou na komodity, jejichž ceny reagují nejrychleji. Ani dostupná literatura však nenachází jednoznačný vztah mezi oběma indexy. Kromě vysoké korelace energetických složek obou indexů existovala donedávna také vysoká korelace mezi podsložkou spotřebitelských cen průmyslového zboží a podsložkou cen výrobců spotřebitelského zboží, jejich vztah se však od roku 2018 rozvolnil. Současně je index spotřebitelských cen důležitý v rámci měnové politiky, centrální banky svými nástroji cílí inflaci a tím stabilizují vývoj spotřebitelských cen.

Současná koronakrize omezuje poptávku, vývoj cen však díky podpůrným krokům vlád nereaguje vždy plně dle očekávání. Obecně sice platí, že poptávkový šok způsobil pokles cen, z dostupných dat ale rovněž vyplývá, že trend poklesu pokračuje a zatím se neobrací. S nastupující druhou vlnou je pravděpodobné, že se cenový růst především u spotřebních cen rychle neobnoví. Současně je nutné zdůraznit, že existuje velká heterogenita ve vývoji cen napříč zeměmi.

Velký vliv na současnou inflaci spotřebitelských cen i cen průmyslových výrobců mají ceny energií. Ty se v letošním roce výrazně propadly, i když méně než během finanční krize před deseti lety.

Zdroje

- Akçay, S. (2011). The causal relationship between producer price index and consumer price index: Empirical evidence from selected European countries. *International Journal of Economics and Finance*, 3(6), 227-232.
- Akdi, Y., Berument, H., Cilasun, S. M., & Olgun, H. (2006). The relationship between different price indexes: A set of evidence from inflation targeting countries. *Statistical Journal of the United Nations Economic Commission for Europe*, 23(2, 3), 119-125.
- Bobeica, E., & Sokol, A. (2019). Drivers of underlying inflation in the euro area over time: a Phillips curve perspective. *Economic Bulletin Articles*, 4.
- Boeckx, J., Dossche, M., & Peersman, G. (2017). Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies. *International Journal of Central Banking*, 13(1), 297-333.
- Bonam, D., Galati, G., Hindrayanto, I., Hoeberichts, M., Samarina, A., & Stanga, I. (2019). Inflation in the euro area since the Global Financial Crisis (No. 1703). Netherlands Central Bank, Research Department.
- Caporale, G. M., Katsimi, M., & Pittis, N. (2002). Causality links between consumer and producer prices: some empirical evidence. *Southern Economic Journal*, 703-711.
- Ciccarelli, M., Osbat, C., Bobeica, E., Jardet, C., Jarocinski, M., Mendicino, C., ... & Stevens, A. (2017). Low inflation in the euro area: Causes and consequences. *ECB occasional paper*, (181).
- Clark, T. E. (1995). Do producer prices lead consumer prices?. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 80, 25-25.
- Gambetti, L., & Musso, A. (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP) (ECB Working Paper No. 2075). Frankfurt, Germany
- Gang, F. A. N., Liping, H., & Jiani, H. (2009). CPI vs. PPI: Which drives which?. *Frontiers of Economics in China*, 4(3), 317-334.
- Kadeřábek, P. (2007). Jednoduchý model interakce CPI a PPI: aplikace na měsíční data zemí EU. *Politická ekonomie*, 2007(2), 226-244.
- Khan, K., Su, C. W., Tao, R., & Lobont, O. R. (2018). Producer price index and consumer price index: causality in central and Eastern European countries. *Ekonomický Casopis*, 66(4), 367-395.
- Khan, K., Su, C. W., Tao, R., & Chu, C. C. (2018b). Is there any relationship between producer price index and consumer price index in the Czech Republic?. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 31(1), 1788-1806.
- Miccoli, M., & Neri, S. (2019). Inflation surprises and inflation expectations in the euro area. *Applied Economics*, 51(6), 651-662.

TIWARI, Aviral Kumar, et al. Causality between consumer price and producer price: evidence from Mexico. *Economic Modelling*, 2014, 36: 432-440.

da Rocha Lima Filho, R. I. (2019). Does PPI lead CPI IN Brazil?. *International Journal of Production Economics*, 214, 73-79.

Zabala, J. A., & Prats, M. A. (2020). The unconventional monetary policy of the European Central Bank: Effectiveness and transmission analysis. *The World Economy*, 43(3), 794-809.

Klíčová slova

Spotřebitelské ceny, průmyslové ceny, koronakrize, inflace

Klasifikace JEL

E31, E32, L16

A1. Změna predikcí pro rok 2020

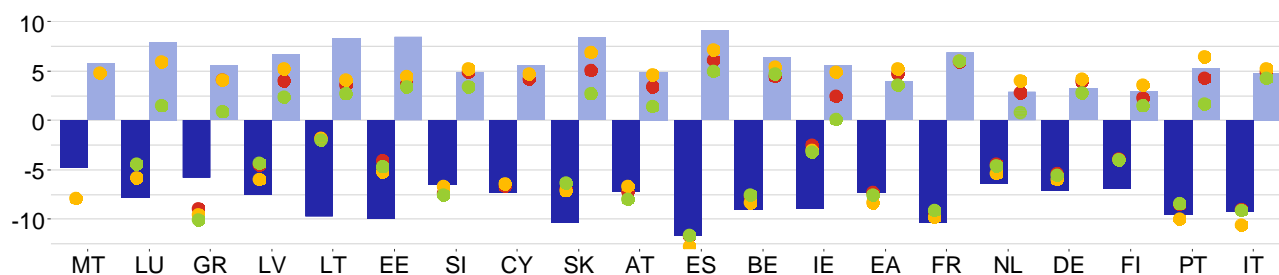
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	+1,9	+0,4	+0,7	0	+0,2	-0,1	-0,1
US	+0,1	+3,7	+0,1	+2,8	0	+0,9	-0,1	+0,4
UK	-0,1	+0,4	-1,1	-1,5	0	-0,4	+0,1	+0,3
JP	+0,2	+0,5	+0,5	-0,8	0	-0,3	+0,5	-0,1
CN	+0,1	+0,9	0	0	0	-0,1	-1,0	0
RU	+0,4	+2,5	+3,0	0	+0,1	+0,1	+0,4	0

A2. Změna predikcí pro rok 2021

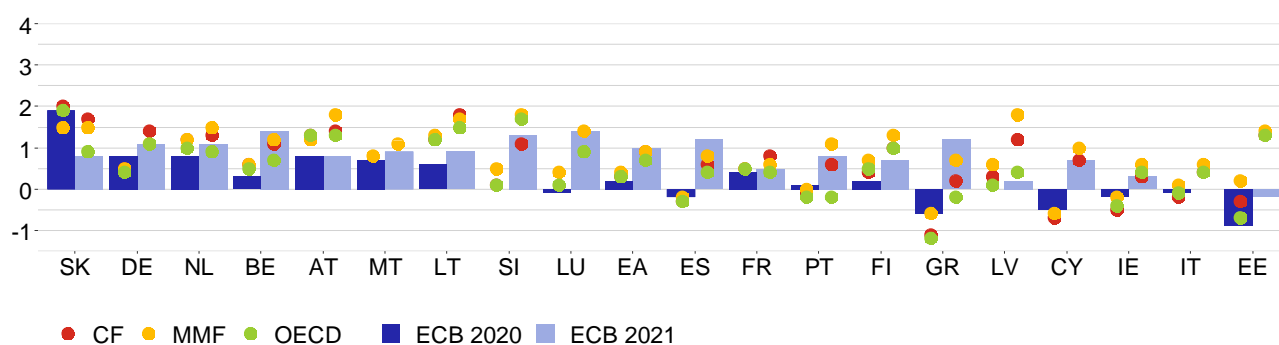
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	0	-0,8	-1,5	-1,1	0	-0,1	+0,2	0
US	+0,2	-1,4	-0,8	-1,0	0	+0,6	+0,4	+0,1
UK	+0,6	-0,4	-3,4	-1,7	+0,1	-0,3	+0,1	+0,3
JP	+0,1	-0,1	+0,8	+0,3	0	-0,1	+0,3	+0,1
CN	+0,1	0	0	0	-0,2	+0,1	+0,4	0
RU	0	-1,3	-2,2	0	0	+0,2	+0,1	-0,3

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



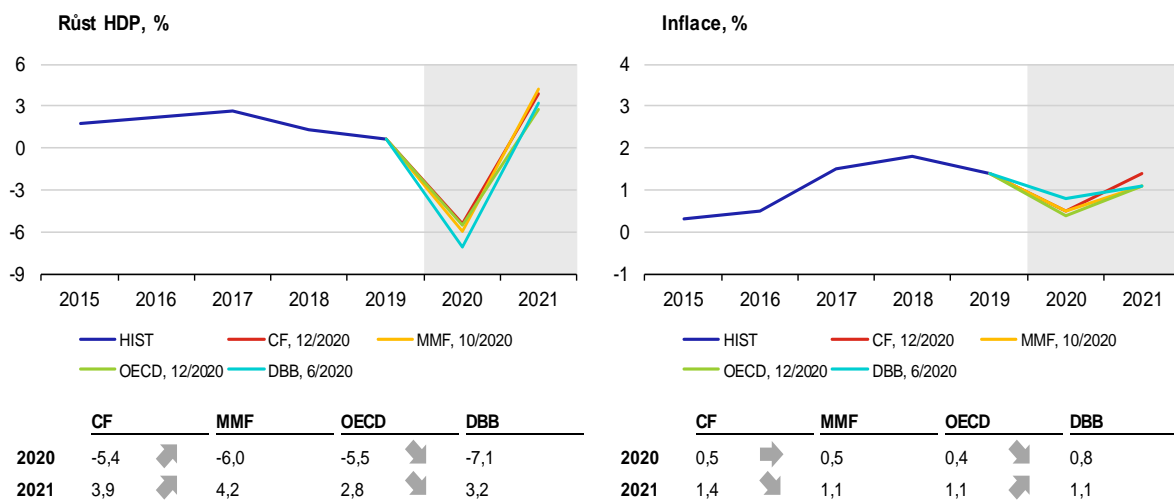
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2020 a 2021, %



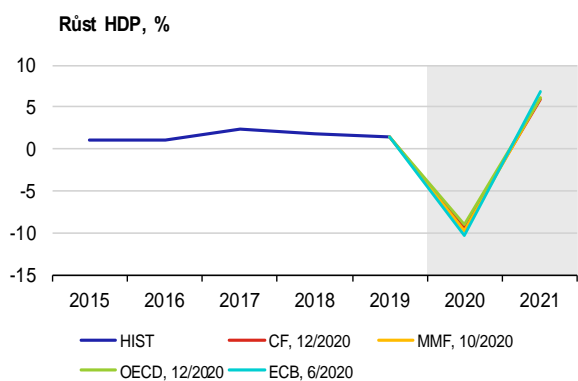
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

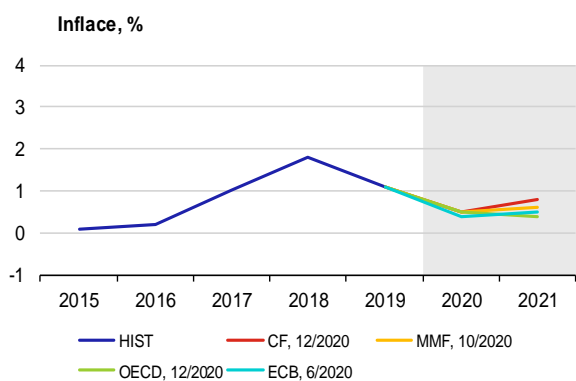
Německo



Francie

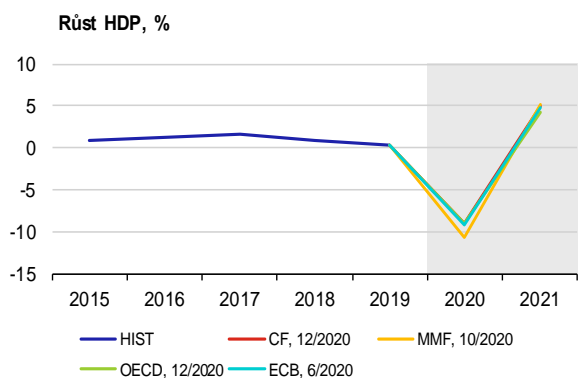


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-9,3	-9,8	-9,1	-10,3
2021	5,9	6,0	6,0	6,9

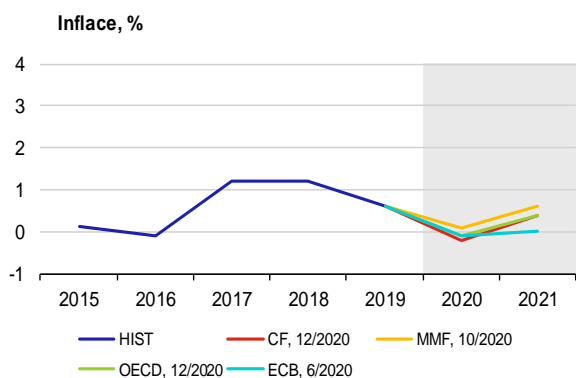


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,5	0,5	0,5	0,4
2021	0,8	0,6	0,4	0,5

Itálie

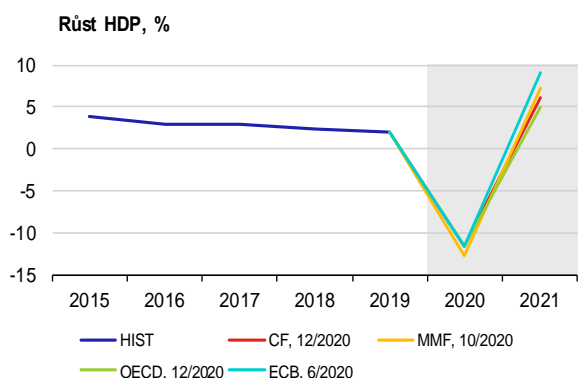


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-9,0	-10,6	-9,1	-9,2
2021	4,9	5,2	4,3	4,8

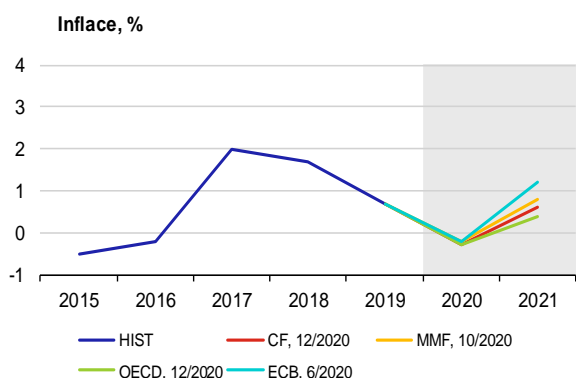


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,2	0,1	-0,1	-0,1
2021	0,4	0,6	0,4	0,0

Španělsko

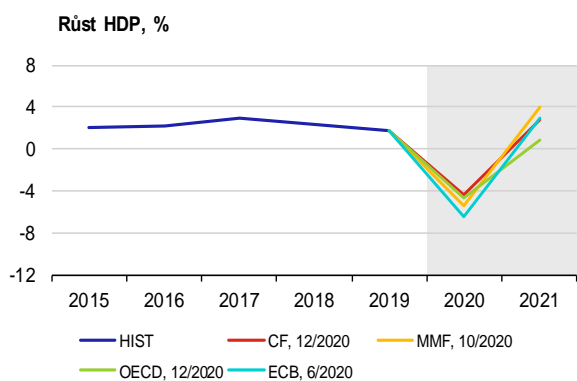


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-11,7	-12,8	-11,6	-11,6
2021	6,1	7,2	5,0	9,1

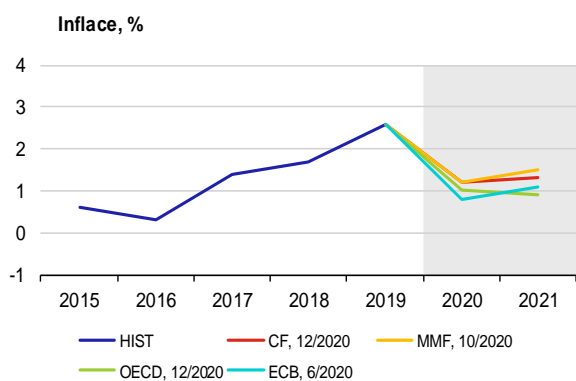


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2
2021	0,6	0,8	0,4	1,2

Nizozemsko

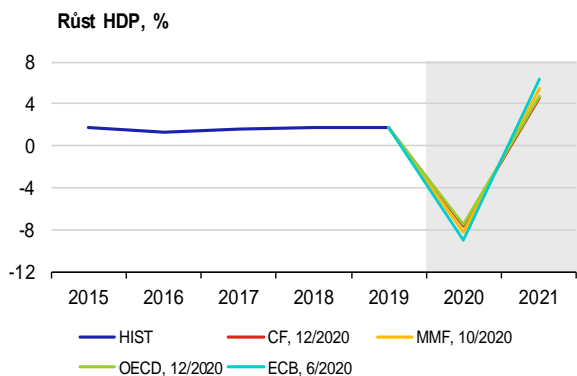


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-4,4	-5,4	-4,6	-6,4
2021	2,8	4,0	0,8	2,9

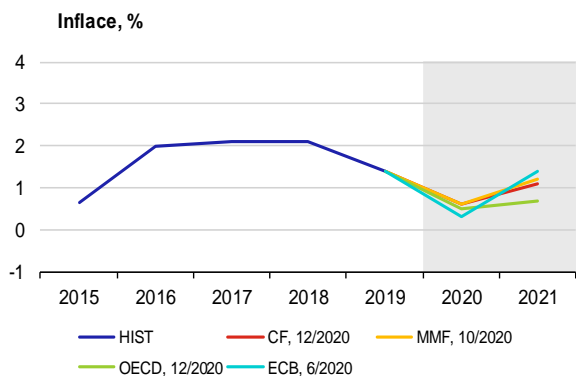


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,2	1,2	1,0	0,8
2021	1,3	1,5	0,9	1,1

Belgie

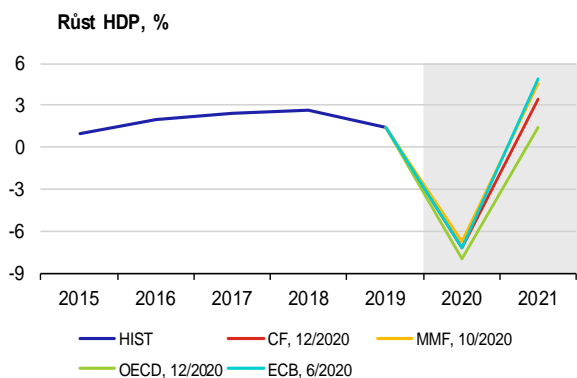


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,7	-8,3	-7,5	-9,0
2021	4,5	5,4	4,7	6,4

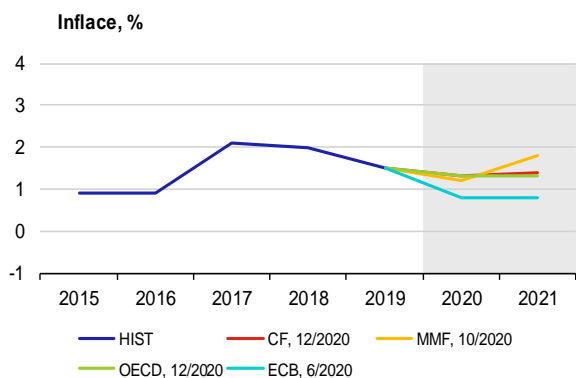


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,6	0,6	0,5	0,3
2021	1,1	1,2	0,7	1,4

Rakousko

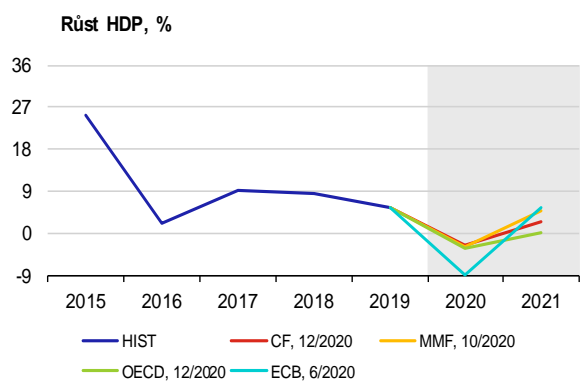


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,2	-6,7	-8,0	-7,2
2021	3,4	4,6	1,4	4,9

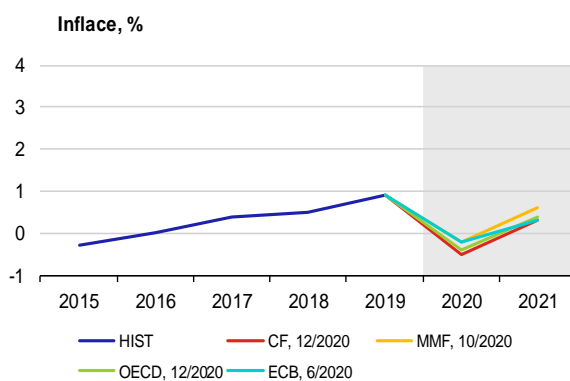


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,3	1,2	1,3	0,8
2021	1,4	1,8	1,3	0,8

Irsko

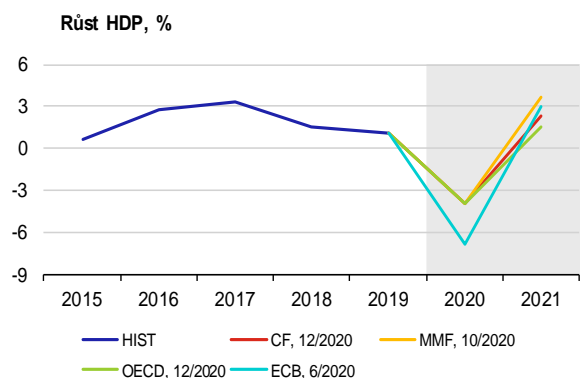


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-2,5	-3,0	-3,2	-8,9
2021	2,5	4,9	0,1	5,6

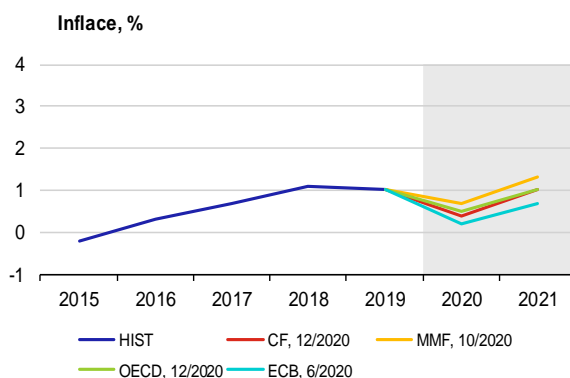


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2
2021	0,3	0,6	0,4	0,3

Finsko

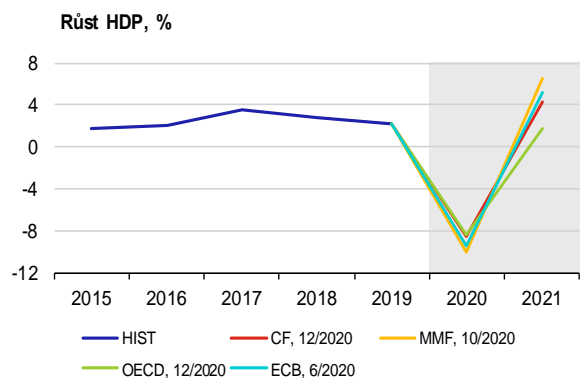


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-3,9	-4,0	-4,0	-6,9
2021	2,3	3,6	1,5	3,0

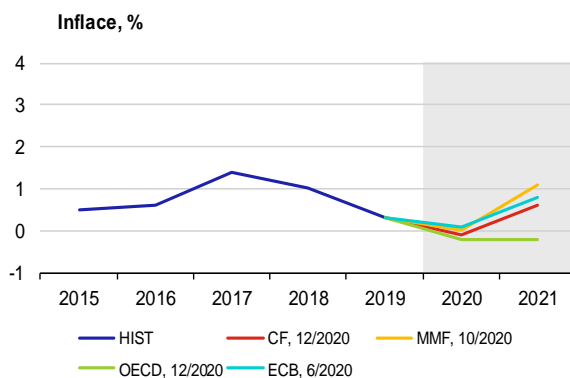


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,4	0,7	0,5	0,2
2021	1,0	1,3	1,0	0,7

Portugalsko

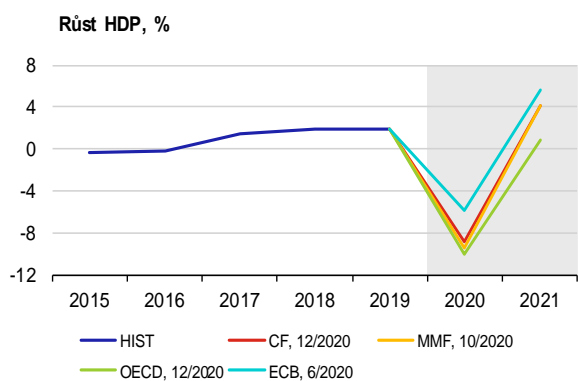


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-8,5	-10,0	-8,4	-9,5
2021	4,3	6,5	1,7	5,2

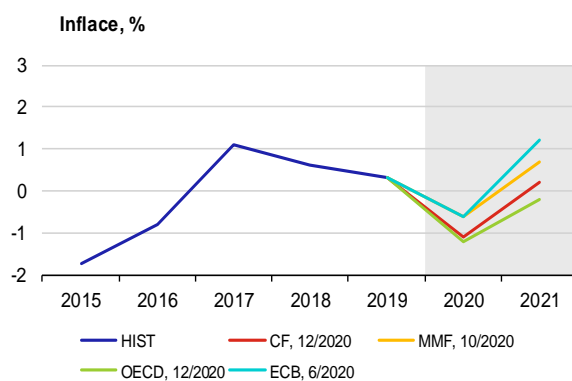


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,1	0,0	-0,2	0,1
2021	0,6	1,1	-0,2	0,8

Řecko

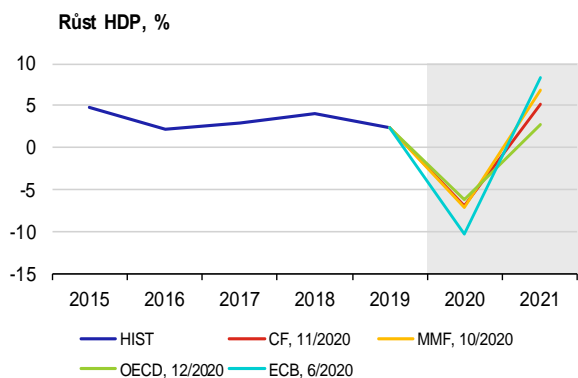


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-8,9	-9,5	-10,1	-5,8
2021	4,1	4,1	0,9	5,6

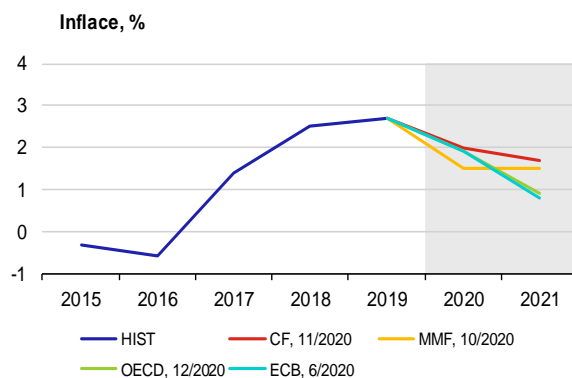


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-1,1	-0,6	-1,2	-0,6
2021	0,2	0,7	-0,2	1,2

Slovensko

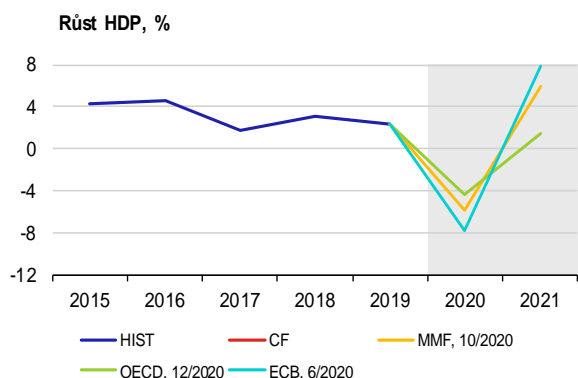


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,9	-7,1	-6,3	-10,3
2021	5,1	6,9	2,7	8,4

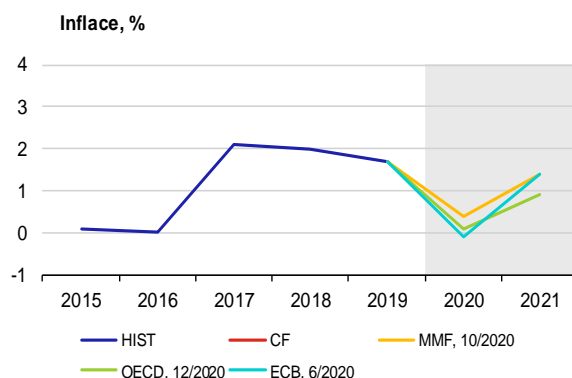


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	2,0	1,5	1,9	1,9
2021	1,7	1,5	0,9	0,8

Lucembursko

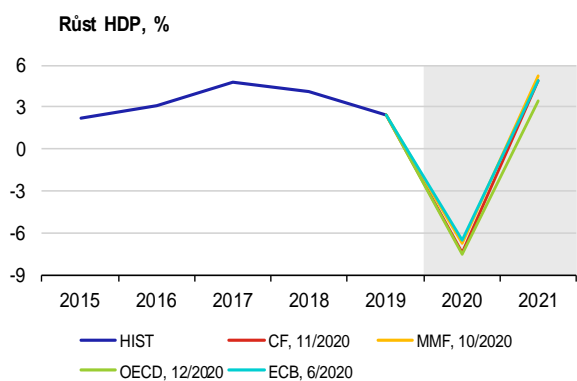


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	-5,8	-4,4	-7,8
2021	n. a.	5,9	1,5	7,9

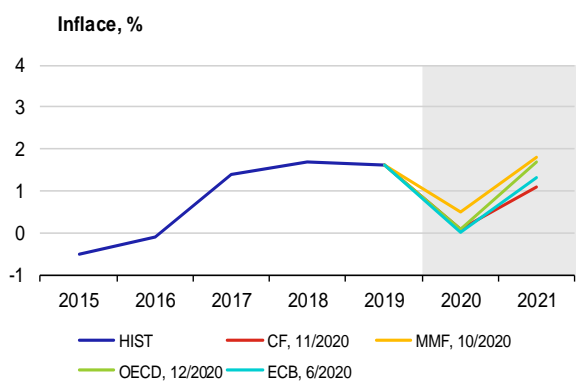


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	0,4	0,1	-0,1
2021	n. a.	1,4	0,9	1,4

Slovensko

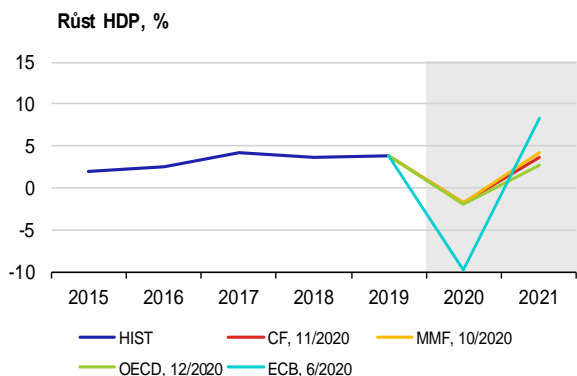


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-7,4	-6,7	-7,5	-6,5
2021	4,9	5,2	3,4	4,9

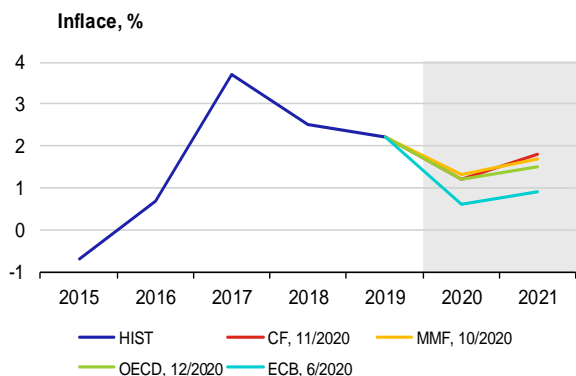


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,1	0,5	0,1	0,0
2021	1,1	1,8	1,7	1,3

Litva

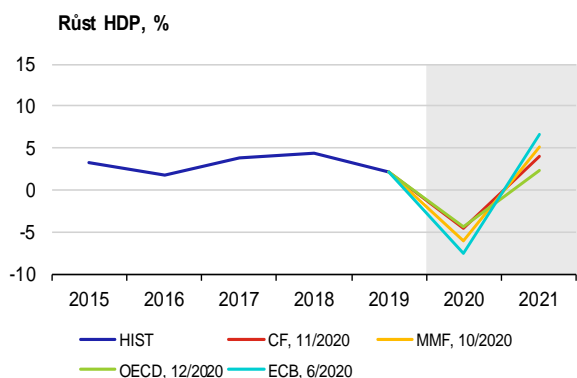


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-1,8	-1,8	-2,0	-9,7
2021	3,6	4,1	2,7	8,3

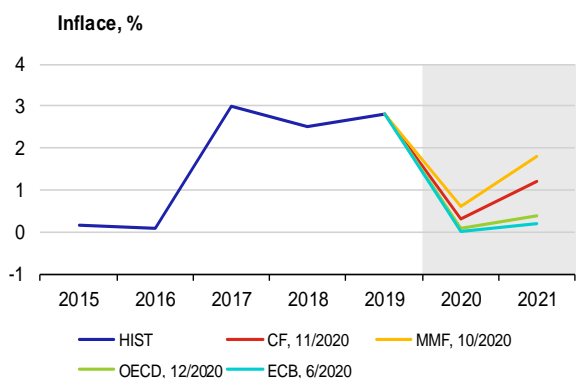


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	1,2	1,3	1,2	0,6
2021	1,8	1,7	1,5	0,9

Lotyšsko

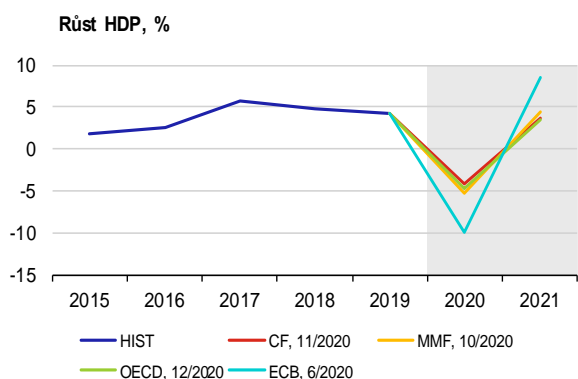


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-4,5	-6,0	-4,3	-7,5
2021	4,0	5,2	2,4	6,7

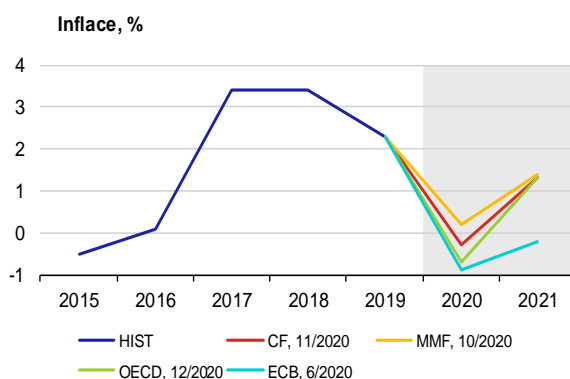


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	0,3	0,6	0,1	0,0
2021	1,2	1,8	0,4	0,2

Estonsko

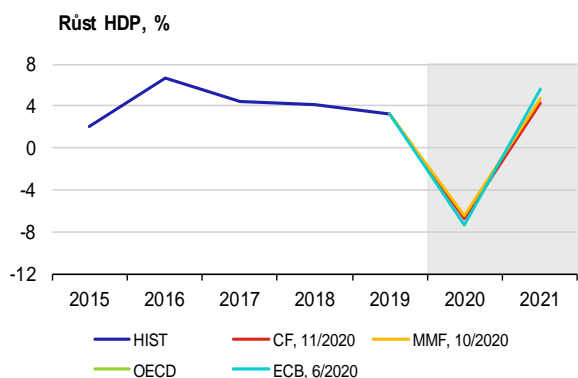


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-4,1	-5,2	-4,7	-10,0
2021	3,7	4,5	3,4	8,5

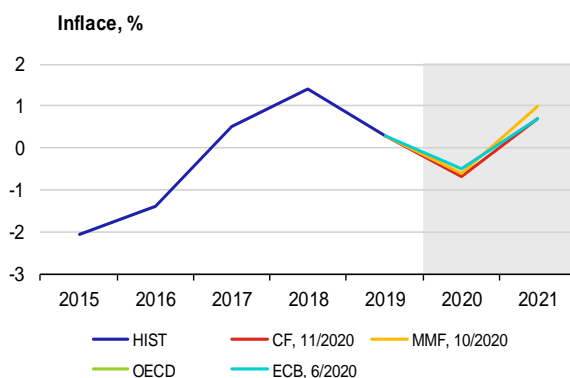


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,3	0,2	-0,7	-0,9
2021	1,3	1,4	1,3	-0,2

Kypr

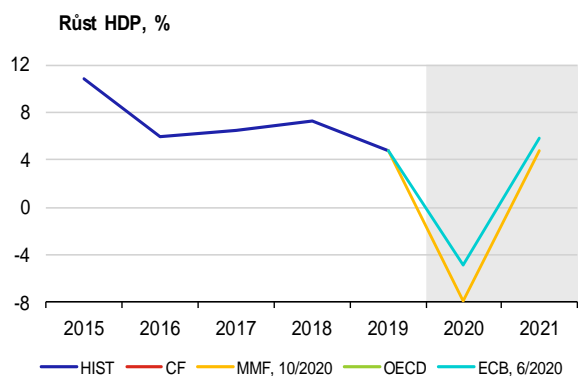


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-6,7	-6,4	n. a.	-7,3
2021	4,2	4,7	n. a.	5,6

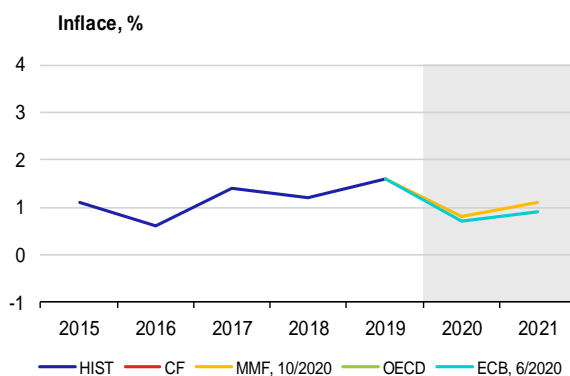


	CF	MMF	OECD	ECB
2020	-0,7	-0,6	n. a.	-0,5
2021	0,7	1,0	n. a.	0,7

Malta



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	-7,9	n. a.	-4,8
2021	n. a.	4,8	n. a.	5,8



	CF	MMF	OECD	ECB
2020	n. a.	0,8	n. a.	0,7
2021	n. a.	1,1	n. a.	0,9

A5. Seznam zkratek použitých 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