

# Globální ekonomický výhled

— říjen 2022



<b>I. Úvod</b>	<b>2</b>
<b>II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích</b>	<b>3</b>
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 – Norsko	10
<b>III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>11</b>
<b>IV. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>12</b>
IV.1 Ropa	12
IV.2 Ostatní komodity	13
<b>V. Zaostřeno na...</b>	<b>14</b>
Hyperinflace je jiná liga	14
<b>A. Přílohy</b>	<b>20</b>
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

14. října 2022

#### Sběr dat CF

10. října 2022

#### Datum publikace GEVU

21. října 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

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

## I. Úvod

**Světlo na konci tunelu ve válce na Ukrajině žel stále nevidíme.** Ruské bombardování ukrajinských měst v odvětvě za zásah Kerčského mostu dále eskalovalo napětí, což v souvislosti s nefunkčností a poškozením plynovodu Nord Stream a objevenými úniky v severní větvi ropovodu Družba zvyšuje energetickou nejistotu a nervozitu na finančních trzích.

**Světová ekonomika v příštím roce zpomalí svůj růst při vyšší inflaci.** Mezinárodní měnový fond ve své podzimní prognóze zhoršil výhled růstu světové ekonomiky na příští rok na 2,7 %. Pokles je patrný zejména u rozvinutých zemí, které v příštím roce zaznamenají růst jen o 1,1 %, některé evropské ekonomiky se dokonce nevyhnou recesi (Německo, Itálie). Rozvíjející se ekonomiky podpoří globální růst 3,7 %.

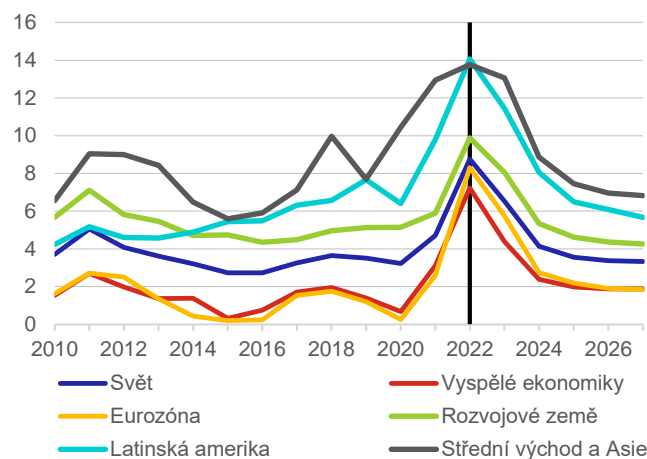
Důvody pro takový vývoj spatřuje MMF v ekonomických dopadech ruské invaze na Ukrajině, zpříšňování měnové politiky centrálních bank a v energetické krizi dopadající zejména na Evropu. Zde mezi ekonomy sílí obava, zda boj s energetickou krizí nemůže přerůst vlivem masivních fiskálních podpor v krizi dluhovou, byť se druhým dechem dodává, že řada fiskálních opatření by měla být financována dočasným zdaněním nadměru profitujících sektorů (windfall tax). Celosvětová inflace by letos měla v průměru dosáhnout 9,5 % a do roku 2024 se sníží na 4,1 %.

**Klíčové centrální banky dále utáhnou měnovou politiku.** Fedem rezonuje názor, že inflace stále zůstává nepřiměřeně vysoko nad 2% inflačním cílem, což ohrožuje ukotvenost inflačních očekávání. Vedle toho se však objevují i hlasy, že tempo růstu sazeb by mělo zohlednit očekávaný slabý ekonomický růst. Představitelé ECB potvrzují jestřábí politiku a výrazné zvýšení sazeb na dalším jednání. Bank of England vedle měnověpolitických dilemat musela zavést další opatření na podporu finanční stability, která byla ohrožena v návaznosti na oznámení daňové reformy nové vlády.

**Graf aktuálního čísla ukazuje, že dle MMF současné zvýšené tempo růstu spotřebitelských cen, který letos zažívá celý svět, není jen krátká epizoda.** I příští rok bude inflace výrazně vyšší nežli cíle centrálních bank i dlouhodobé průměry posledních let. Bohužel i v roce 2024 by se ve vyspělých ekonomikách měla inflace pohybovat nad 2% ideálem a její návrat k normálu tak proběhne až v roce 2025. Velká část současné inflace je tvořena zvýšenými cenami energií, které ovšem v delším horizontu klesají. Jejich pokles a záporný příspěvek do celkové inflace tak bude kompenzován růstem dalších cen.

**Aktuální číslo dále přináší analýzu: „Hyperinflace je jiná liga“.** Článek se zaměřuje na fenomén hyperinflace a dává jej do kontextu aktuálního vývoje v mediálním prostoru a snaží se objasnit, jak moc je nyní riziko hyperinflace reálné. Analýza staví na historických epizodách a případech hyperinflace a ukazuje, že současný vývoj v naprosté většině zemí se těmto nepodobá.

Meziroční růst spotřebitelských cen ve vybraných skupinách zemí, %



Zdroj: MMF

Pozn.: Svislá čára značí počátek výhledu

### Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2022	3,0 ↗	1,4 ↗	1,7 ↗	4,1 ↗	1,5 ↗	3,2 ↗	-5,1 ↗
	2023	0,0 ↘	-0,9 ↘	0,2 ↘	-0,3 ↗	1,5 ↗	4,7 ↗	-2,9 ↘
Inflace (%)	2022	8,3 ↗	8,1 ↗	8,0 ↗	8,9 ↘	2,2 ↗	2,2 ↘	13,0 ↘
	2023	5,8 ↗	6,8 ↗	3,9 ↗	6,4 ↘	1,6 ↗	2,3 ↗	6,1 ↘
Nezaměstnanost (%)	2022	6,8 ↗	5,3 ↗	3,7 ↗	3,8 ↘	2,6 ↗	3,5 ↗	4,1 ↘
	2023	7,2 ↗	5,6 ↗	4,3 ↗	3,8 ↘	2,5 ↗	3,3 ↗	4,7 ↘
Kurz (vůči USD)	2022	1,03 ↘	1,03 ↘		1,16 ↘	134,4 ↗	7,14 ↗	64,1 ↘
	2023	1,07 ↘	1,07 ↘		1,21 ↘	127,5 ↗	6,97 ↗	78,1 ↘

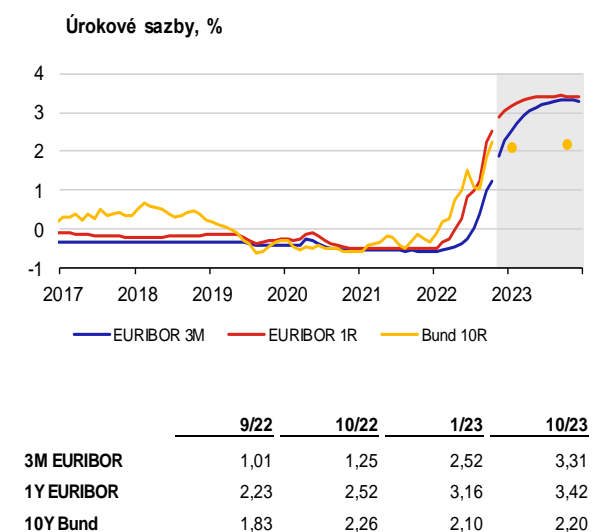
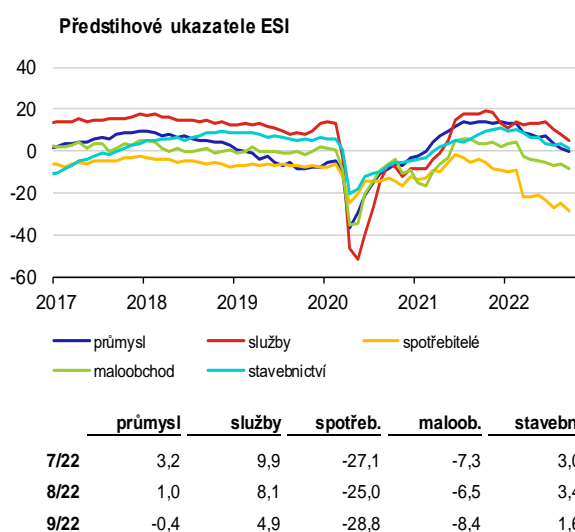
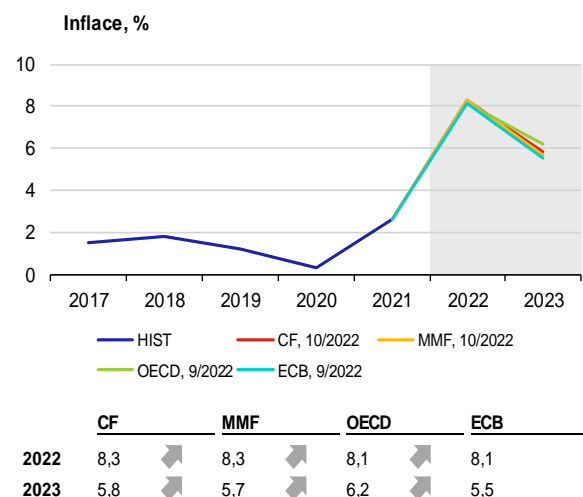
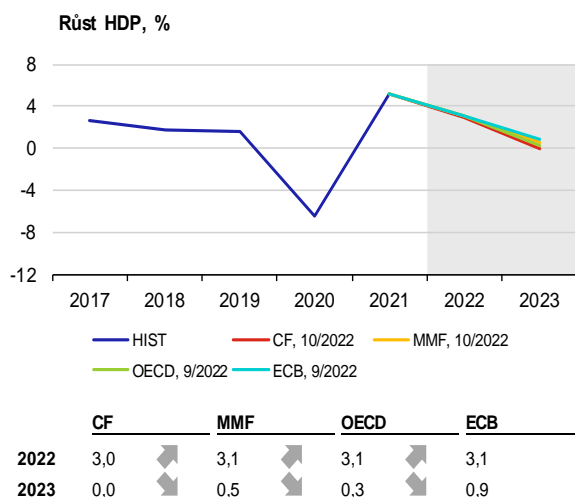
Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

## II.1 Eurozóna

**Ekonomika eurozóny po překvapivě svižném růstu ve druhém čtvrtletí ve zbytku letošního roku poklesne.** Mezičtvrtletní růst HDP dosáhl ve druhém čtvrtletí 0,8 %. Meziroční tempo růstu mírně zpomalilo na 4,1 % a ekonomika eurozóny se vrátila na předpandemickou úroveň výstupu. Za velmi pozitivním výsledkem stálo zejména otevírání ekonomik po poslední vlně omikronu, oživení poptávky po službách a boom v turistice. Aktuální předstihové indikátory nicméně vyznívají negativně. Podle zářijového PMI jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách rychle klesal výstup z důvodu slábnoucí poptávky. Výrazně poklesly jak nové objednávky, tak exporty. Pokles objednávek přitom vede k nižší poptávce po vstupech, což dále snižuje napětí v dodavatelských řetězcích a také přispívá k mírnější cenové dynamice v průmyslu. V říjnu mj. dále znatelně poklesly ceny námořní kontejnerové dopravy. Vysoká inflace spojená s energetickou krizí v Evropě, kterou vyvolala válka na Ukrajině, výrazně tlumí poptávku a zhoršuje podnikatelskou důvěru. Reálné tržby v maloobchodě od června do srpna nepřetržitě klesaly. Inflace v eurozóně zejména vlivem růstu cen energií v září dále zrychlila na 10 %. Kromě energií znatelně rostly ceny potravin. Vzrostlo ale i jádro spotřebního koše, a to až těsně k 5% hladině. Vysoká jádrová inflace čím dál více znepokojuje Radu guvernérů ECB, která se tak v září jednomyslně rozhodla zvýšit sazby o 0,75 p. b. I na příštích zasedáních je očekáváno rychlé zvyšování základních úrokových sazeb i za cenu recese. Tříměsíční Euribor by se tak mohl v ročním horizontu pohybovat již nad 3% úrovní.

**Výhled růstu HDP se pro letošní rok mírně zlepšil, ale pro příští rok došlo k jeho zhoršení.** CF ukazuje na stagnaci hospodářství v příštím roce. Výhledy se mohou ale velmi brzy posunout směrem k recesi. Naproti tomu se očekávaná inflace posunula mírně směrem nahoru jak pro letošní, tak příští rok. Podle dlouhodobého výhledu CF by ke zchlazení inflace k cíli ECB mělo dojít až v roce 2024.



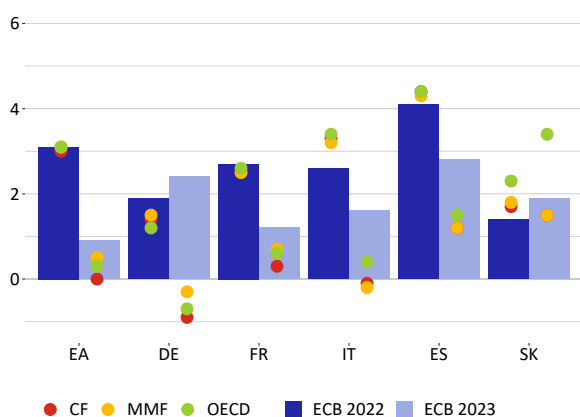
## II.2 Německo

**Německá ekonomika se pravděpodobně ještě letos ponoří do technické recese.** HDP poklesl zřejmě již ve třetím čtvrtletí (naznačují to indexy PMI) a návrat k růstu lze čekat nejspíše až na jaře. Recese by však měla být pouze mělká. Hlavní příčinou potíží německého hospodářství je energetická krize v Evropě. Těžilo z mezinárodního obchodu a nyní je zasaženo výrazným ochlazením poptávky, především z eurozóny. Vývoz sice v srpnu meziměsíčně vzrostl (po poklesu v červenci), dynamika dovozu však byla vyšší, v důsledku čehož se pověstný přebytek německé obchodní bilance smrškl na pouhých 0,6 mld. EUR (nejnižší hodnota za posledních 30 let). Pokles zaznamenala v srpnu jak průmyslová produkce (kromě vysokých cen energií a výpadků dodávek meziproduktů jí přitížil nízký stav vody v řekách), tak maloobchodní tržby.

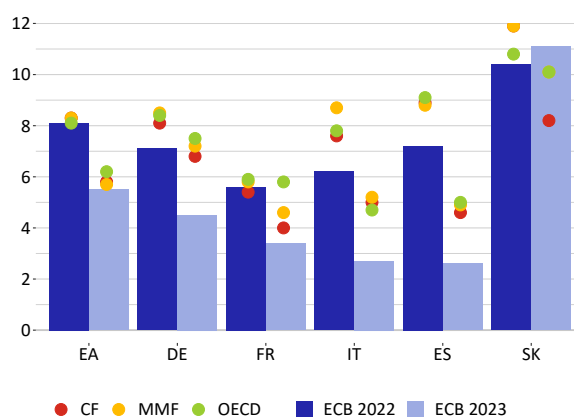
**Nálada spotřebitelů i očekávání podniků se dále výrazně zhoršují.** Ukazatele dosahují hodnot srovnatelných s finanční či koronavirovou krizí, případně i nových historických minim. Trh práce však zůstává odolný. Míra nezaměstnanosti je extrémně nízká a nezvyšuje se. Růst nominálních mezd sice nestačí tempu inflace, od října však došlo k dalšímu zvýšení minimální mzdy (letos již třetímu) a očekává se jeho částečný přeliv i do ostatních mezd. Vláda se snaží dopady energetické krize mírnit. Ke třem podpůrným balíčkům přibyl koncem září záměr investovat do ochrany ekonomiky před dopady vysokých cen energií až 200 mld. EUR. Plánuje se především zastropování ceny plynu a elektřiny pro domácnosti i firmy. Německé zásobníky plynu byly mezitím naplněny již na 94 %. Za předpokladu průměrné zimy a pokračujících úspor ve spotřebě plynu by tak nemuselo dojít na nepříznivý scénář vypínání částí ekonomiky. Inflace prozatím nenašla svůj vrchol. V září vstoupila do dvouciferného teritoria (10,9 %) a zrychlil i růst cen průmyslových výrobců (45,8 %).

**Výhledy pro reálnou ekonomiku se posunuly vesměs dolů, inflace bude vyšší a tolik nezpomalí.** HDP letos vzroste jen o cca 1,5 %, v příštím roce pak očekává CF, MMF i OECD jeho pokles. Růst spotřebitelských cen by mohl kulminovat v prosinci. Letos přesáhne inflace zhruba 8 %, v roce 2023 pak dle nově zveřejněných predikcí nijak zvlášť nezbrzdí, když zůstane kolem 7 %.

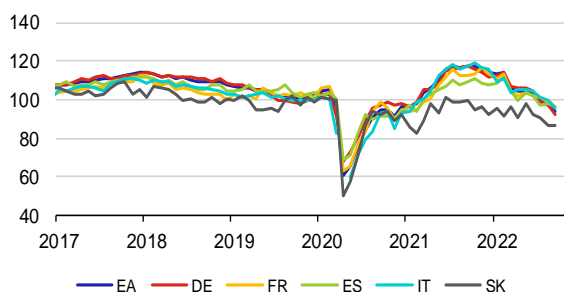
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



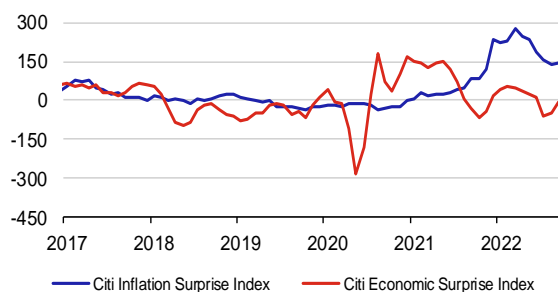
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
7/22	98,5	99,5	101,5	96,9	100,9	91,1
8/22	97,3	97,0	100,0	97,7	99,7	87,1
9/22	93,7	92,2	96,8	96,7	96,0	86,9

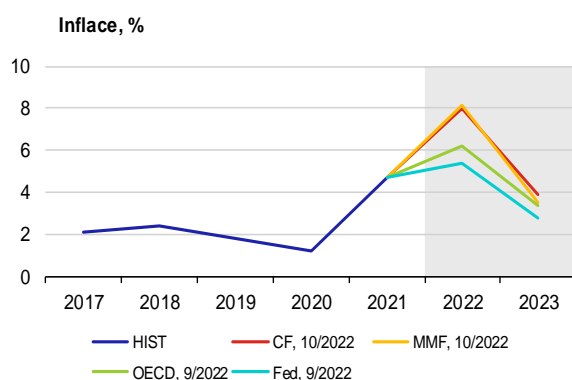
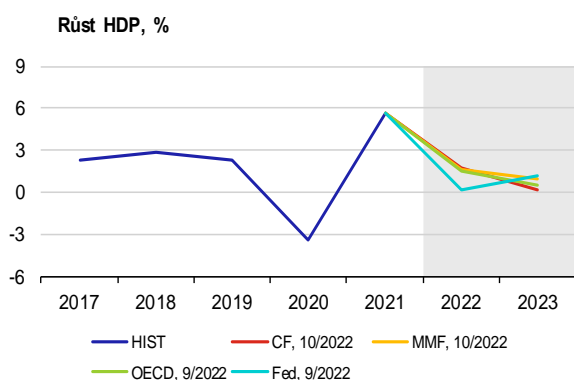
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	5y5y	SPF
8/22	2,11	2,15
9/22	2,19	2,15
10/22	2,19	

## II.3 Spojené státy

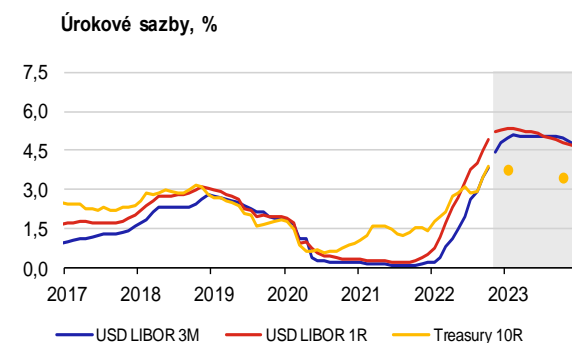
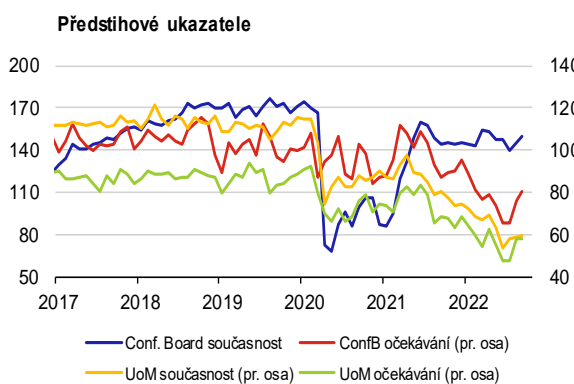
**Nové výhledy růstu americké ekonomiky pokračují v poklesu jak pro letošní, tak příští rok.** Obzvláště pesimistický je zářijový výhled amerického Fedu, který pro letošní rok očekává téměř stagnaci – růst reálného HDP by měl dosáhnout pouze 0,2 %. Pro příští rok je výhled Fedu naopak nejvyšší s hodnotou 1,2 %. Nové prognózy MMF i OECD vidí letošní růst amerického hospodářství okolo 1,5 % a slabší růst v příštím roce – okolo 1 %. Důvodem pro nižší výhled hospodářské aktivity jsou pokračující celosvětové potíže a očekávání přísnější měnové politiky, která by ekonomickou aktivitu měla ochladit.

**Inflace v září negativně překvapila trhy, což se projevuje očekáváním dalšího razantního zásahu ze strany centrální banky a obavami o další vývoj inflace.** V září dosáhla inflace meziměsíčně 0,4 %, ačkoli se čekal růst cen pouze o 0,1 %, a opět došlo k výraznému růstu jádrové inflace (6,6 % mZR.). Od měnového zasedání Fedu na začátku listopadu očekávají trhy zvýšení sazeb ve výši 0,75 p. b., tedy stejně, jako k tomu došlo na posledním zářijovém zasedání. Situace na trhu práce je i nadále velmi napjatá, nezaměstnanost klesla v září na 3,5 %, současně bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno 263 tisíc pracovních míst a podobný růst se očekává i v říjnu. Nedostatek pracovních sil způsobuje setrvalý růst mezd a obavy z mzdově-inflační spirály podporují očekávání zvýšení sazeb ze strany centrální banky. V září stagnoval meziměsíční růst maloobchodních prodejů, ačkoli roste důvěra spotřebitelů a dostala se na nejvyšší hodnotu za posledních 5 měsíců. Na výhledu zatím není její výrazný pokles. Vpředhledicí indikátor PMI ve službách se drží zatím v pásmu kontrakce, oproti srpnu ale výrazně narostl (na hodnotu 49,3). Indikátor ISM pro služby se naopak drží stále v pásmu expanze a došlo ke zlepšení u nových objednávek i aktivity. Indikátor PMI ve výrobě zůstává zatím v pásmu expanze, nicméně již čtvrtý měsíc v řadě se pohybuje poblíž hraniční hodnoty.



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

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



	ConfB souč.	ConfB oček.	UoM souč.	UoM oček.
7/22	139,7	65,6	58,1	47,3
8/22	145,3	75,8	58,6	58,0
9/22	149,6	80,3	59,7	58,0

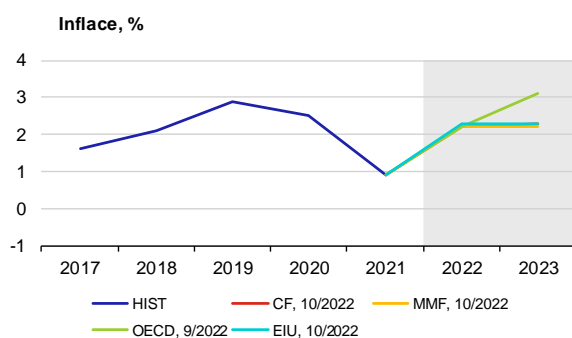
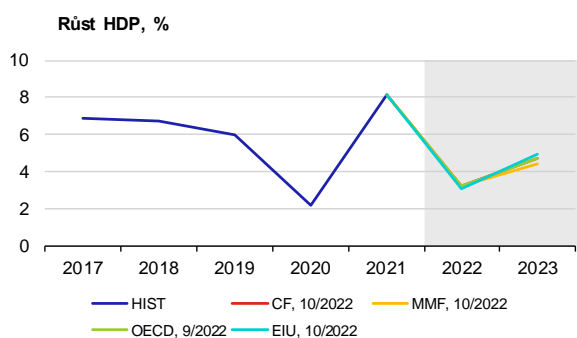
	9/22	10/22	1/23	10/23
USD LIBOR 3M	3,45	3,85	4,96	4,95
USD LIBOR 1R	4,52	4,52	5,32	4,82
Treasury 10R	3,50	3,91	3,80	3,50

## II.4 Čína

**Výhled čínského hospodářského růstu pro letošní rok se dále zhoršuje.** Neoptimističtější (tj. nejbliže k oficiálnímu cíli čínského vedení ve výši 5,5 %) zatím vyznívá poslední prognóza Světové banky (4,8 % pro tento rok a 4,5 % pro rok 2023). Naopak výhled OECD, který se obvykle pohybuje na horním konci predikčního spektra, je tentokrát pro zbytek roku hodně pesimistický (2,8 %), podobně jako výhled od Asian Development Bank (3,3 %). Za hlavní důvod se obvykle označuje tvrdošíjně lpění čínských autorit na politice nulového covidu, která pravidelně uvrhuje do omezení různého stupně přinejmenším desítky, mnohdy stovky milionů ekonomicky aktivních obyvatel najednou. Úpravy této politiky nejsou příliš pravděpodobné až do konání sjezdu vládnoucí strany později v říjnu. Na druhé straně, období před sjezdem může znamenat přijetí určitých podpůrných a stimulačních opatření pro kosmetické vylepšení nepříznivých statistik. Ukazatele spotřebitelské důvěry zůstávají v kontrakční zóně už od dubna, v srpnu oproti červenci opět mírně klesly, firemní indikátory se kontrakční hranici přibližují čtvrtým měsícem v řadě.

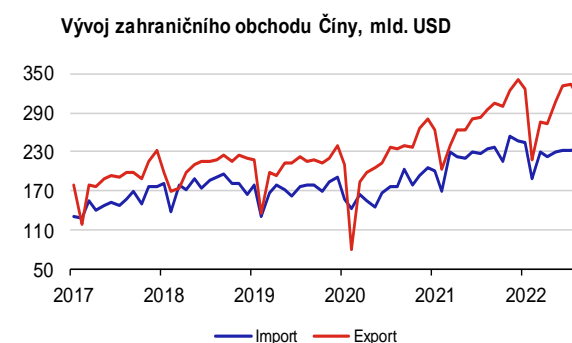
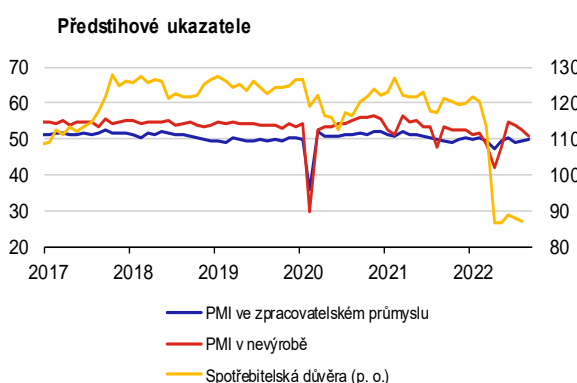
**Meziroční spotřebitelská inflace v Číně byla v září na úrovni 2,8 %, což znamená určité zrychlení v porovnání s koncem léta a začátkem podzimu.** Nicméně, na rozdíl od mnoha rozvinutých zemí, zůstává inflace tlumená, v srpnu byla meziměsíčně navzdory očekáváním dokonce mírně záporná. Většina analytiků očekává kladný růst cen i ve zbytku roku, kdy by spotřebitelská inflace měla zůstat nad 2 %, i když pravděpodobně zaostane za tříprocentním cílem PBC. Růst cen výrobců v létě zpomaloval (na meziročních 2,3 % v srpnu a 0,9 % v září), především díky příznivému vývoji v globálních cenách komodit.

**Čínský zahraniční obchod v srpnu a září pokračoval v útlumu po růstu v červnu a červenci.** Pro celý rok 2022 se sice očekává kladný růst jak vývozu, tak dovozu, ovšem, na rozdíl od loňského roku, pouze jednociferný a navíc by růst dovozů měl oproti minulosti být rychlejší než růst vývozů. Hlavním důvodem je slabší poptávka ve Spojených státech a Evropě, ale též logistické komplikace v důsledku nahodilých protipandemických restrikcí.



	CF	MMF	OECD	OE
2022	3,2	3,2	3,2	3,1
2023	4,7	4,4	4,7	4,9

	CF	MMF	OECD	OE
2022	2,2	2,2	2,2	2,3
2023	2,3	2,2	3,1	2,3

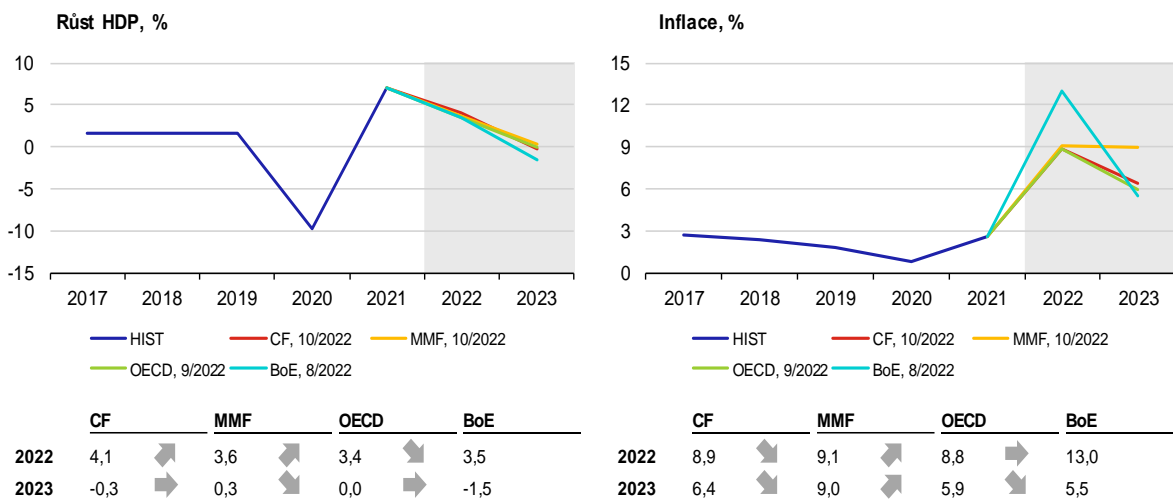


Zdroj: Bloomberg

	PMI zprac. prům.	PMI v nevyrobě	Spo. dův. (p.o.)
7/22	49,0	53,8	87,9
8/22	49,4	52,6	87,0
9/22	50,1	50,6	

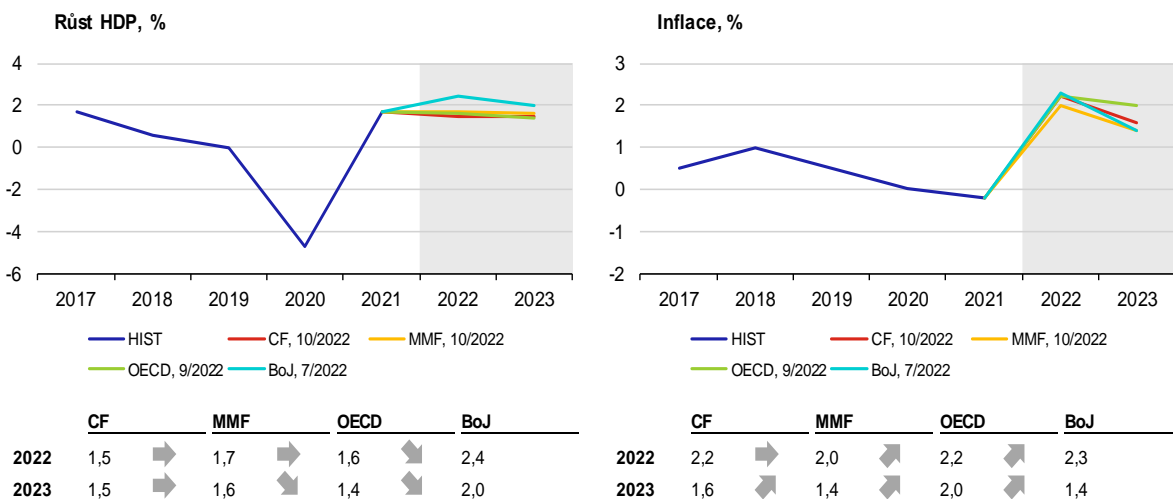
## II.5 Spojené království

Vládou představený plán opatření na podporu hospodářského růstu a domácností způsobil dramatický pokles britské libry. Součástí plánu bylo významné snížení daní či dotace ve výši zhruba 60 mld. liber. BoE v reakci na nervozitu na finančním trhu ohledně financování plánu dočasně intervenovala výkupem dlouhodobých státních dluhopisů s cílem stabilizovat situaci. Současně odložila zahájení prodeje státních dluhopisů držených v rámci programu nákupu aktiv, o kterém v září rozhodla společně se zvýšením základní úrokové sazby o 0,5 p. b. na 2,25 %. BoE dále očekává, že inflace zůstane v následujících několika měsících nad 10 %, ovšem dříve oznámená vládní garance cen energií by měla snížit její krátkodobý vrchol na úroveň necelých 11 % v říjnu letošního roku. CF i MMF nově očekávají v letošním roce inflaci okolo 9 %. Kompozitní ukazatel PMI zůstal v září v pásmu kontrakce (49,1) a naznačuje další pokles podnikatelské aktivity, jelikož vykázal zhoršení již třetí měsíc v řadě.



## II.6 Japonsko

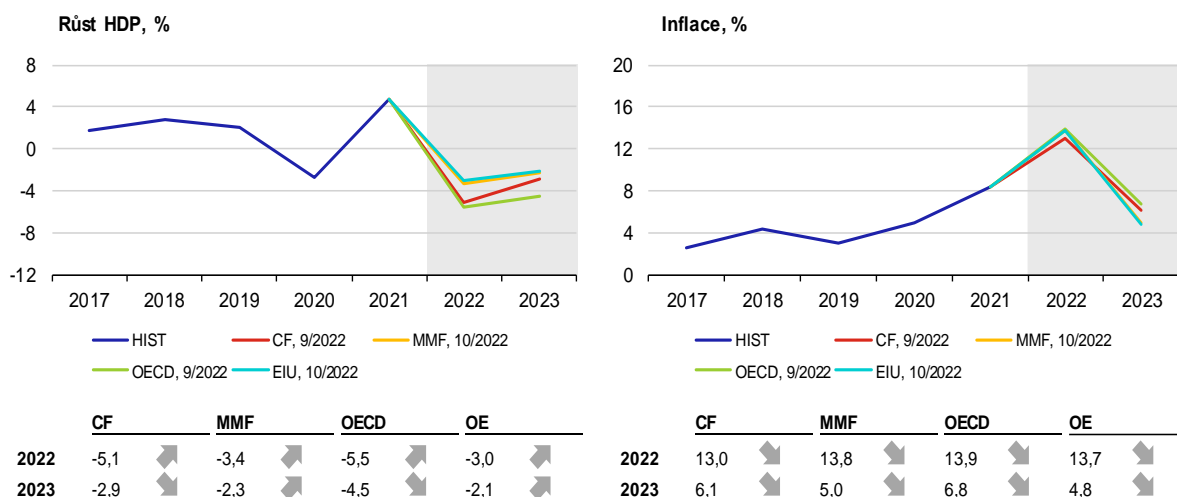
Japonský jen se i po rozsáhlých intervencích znovu propadá na minima za čtvrt století. Po poklesu jenu k úrovni ¥146 za dolar na konci září vláda poprvé od roku 1998 intervenovala ve prospěch jenu objemnými prodeji devizových rezerv. Jelikož však Japonsko zůstává poslední zemí se zápornými sazbami, zatímco jinde sazby rychle rostou, v polovině října se měna opět propadla pod hladinu ¥146. Zdražující dovozy prohlubují pokles bilance běžného účtu. Naopak zvýšit by ji mohly příjmy z cestovního ruchu poté, co Japonsko po více než dvou letech otevřelo své hranice turistům. Podnikatelský sentiment ve strojírenství podle šetření BoJ Tankan ve třetím čtvrtletí 2022 poklesl, avšak zůstal v kladných hodnotách, tedy nadále více podniků považuje podnikatelské podmínky za „příznivé“ než „nepříznivé“. Klesající, ale stále kladný sentiment ve strojírenství naznačuje i říjnový index nákupních manažerů PMI.





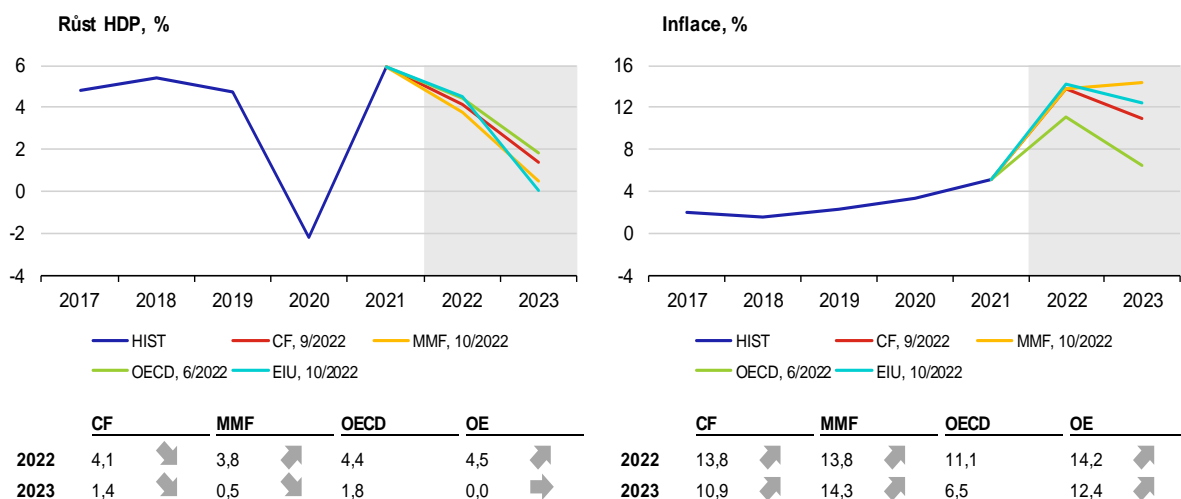
## II.7 Rusko

**Podle předběžných odhadů federální rozpočet RF v roce 2022 skončí v deficitu.** Původně (v návrhu rozpočtu na rok 2022) se plánoval jeho přebytek ve výši 1 % HDP. Státní výdaje budou převyšovat příjmy i další tři roky. Podle návrhu zasláného ke schválení Státní dumě dosáhne v roce 2023 deficit státního rozpočtu 2,0 % HDP a v roce 2024 se sníží na 1,4 % HDP. Návrh rozpočtu byl sestaven i s ohledem na novou prognózu ekonomického vývoje představenou centrální bankou, jejíž základní scénář předpokládá pokles HDP o 4–6 % v letošním roce a pokles ve výši 1 až 4 % příští rok. Růst příjmů v důsledku vysokých cen energií vyrovnává výrazný pokles objemů exportu. Podle Bloombergu v srpnu klesly energetické příjmy na nejnižší úroveň za více než rok. Nominální vývoz zboží a služeb podle předběžného odhadu centrální banky ve třetím čtvrtletí 2022 meziročně vzrostl v dolarovém vyjádření o necelých 5 %. Pro srovnání meziroční růst v prvním čtvrtletí přesáhl 60 %. Podle prognózy centrální banky se do roku 2025 přebytek bilance zboží a služeb sníží o 80 % v porovnání s rokem 2022 v důsledku poklesu vývozu, jak cenově, tak objemově, a postupného zotavení dovozů.



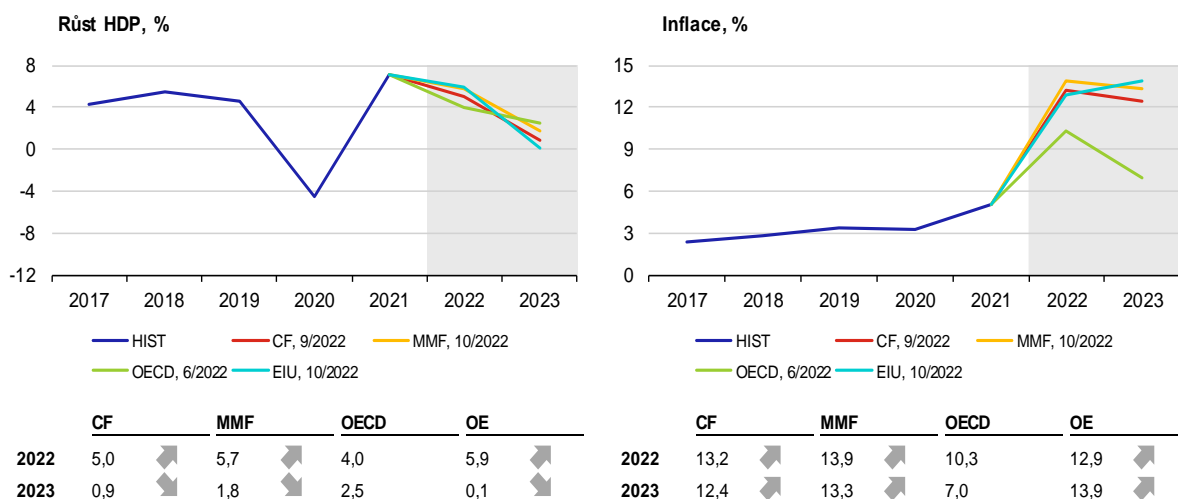
## II.8 Polsko

**Polská národní banka ponechala 5. října úrokové sazby na úrovni 6,75 %, čímž trhy překvapila (očekávalo se zvýšení o 0,25 p. b.).** Rozhodnutí ponechat sazby beze změny vychází především z obav o ekonomický růst a nejistý ekonomický výhled. Výhledy růstu polské ekonomiky pro rok 2023 jsou delší dobu přehodnocovány směrem dolů, nyní se pohybují v rozmezí 0 až 1,8 %. Také důvěra firem v polskou ekonomiku dále pokračovala ve svém propadu. Nadto meziroční růst spotřebitelských cen v září opět zrychlil, když dosáhl 17,2 % (v srpnu 16,1 %), a překonal tak tržní očekávání (16,5 %). Dle nejnovějších výhledů by v příštím roce měla inflace zpomalit jen mírně a udržet se na dvouciferných hodnotách. Meziroční růst mezd v podnikatelském sektoru dosáhl v srpnu 12,7 % (oproti 15,8 % v červenci) a růst průmyslové produkce v srpnu dosáhl meziročně 10,9 % (v červenci 7,6 %). Nezaměstnanost se v srpnu oproti červencové hodnotě mírně snížila na hodnotu 4,8 %.



## II.9 Maďarsko

**Bankovní rada Maďarské národní banky se na svém zasedání 27. září rozhodla znovu rekordně zvýšit základní úrokovou sazbu, a to o 1,25 p. b. na 13 % a současně uvedla, že další zvyšování sazeb nemá v plánu a zavedla opatření na stahování likvidity. 14. října pak banka zavedla sérii opatření na podporu oslabujícího forintu ve snaze jej ochránit před dalšími spekulativními útoky (např. zvýšila sazbu pro zajištěné jednodenní operace z 15,5 na 25 %, dále zavedla jednodenní devizové swapy s úrokem 17 % a sazba pro jednodenní krátké úložky byla určena na 18 %).** Maďarský trh práce vykázal v srpnu nepatrný nárůst nezaměstnanosti o 0,1 p. b. na 3,4 %. Meziroční růst spotřebitelských cen v září výrazně zrychlil na 20,1 % ze srpnových 15,6 %, jádrová inflace vzrostla na rekordní hodnotu 20,7 %. Pro rok 2023 očekávají nejnovější odhady udržení inflace na vysokých úrovních blízko 13 %. Meziroční růst průmyslové produkce v srpnu výrazně zrychlil na 14,4 %, oproti 4 % v červenci. Na druhou stranu růst maloobchodních tržeb v srpnu zpomalil na 2,4 % meziročně, oproti 4,3 % v červenci.

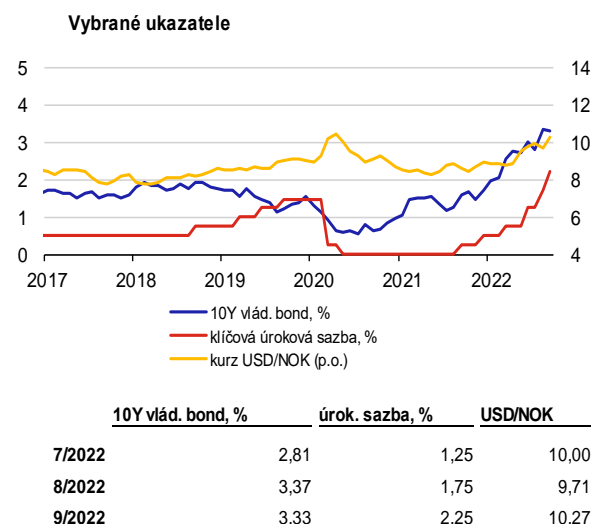
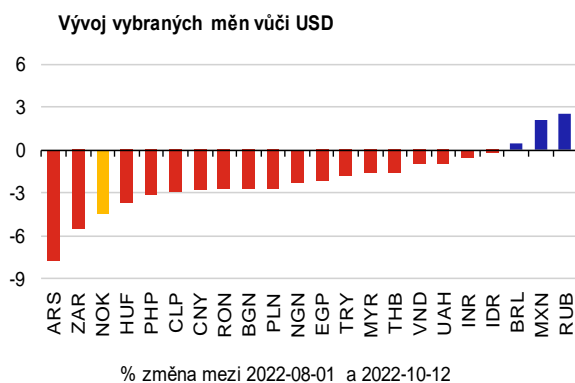
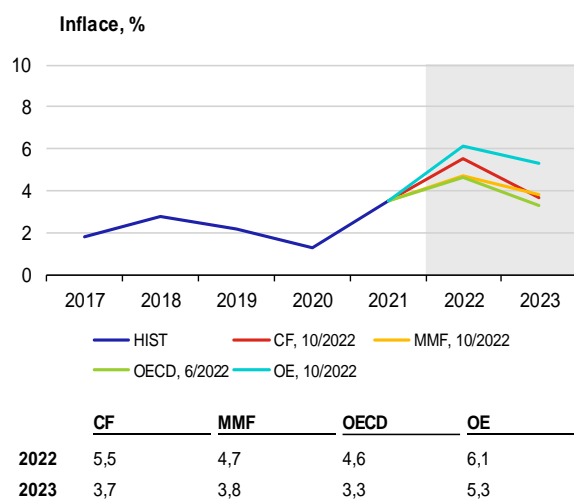
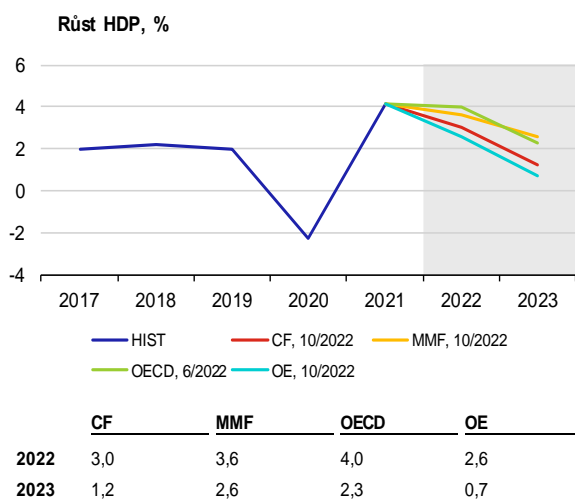


## II.10 Výběr ze zemí – Norsko

**Norsko, podobně jako většina zemí, se potýká se zvýšenou inflací.** Růst spotřebitelských cen by v letošním roce neměl přesáhnout 6 %, což je v inflaci zmítaném světě velmi pozitivní. Inflační tlaky se nicméně této severské zemi nevyhýbají, v září vyskočila inflace na hodnotu 6,9 % meziročně. Důvodem byl především růst cen potravin (12,1 % mzr.), dopravy (11,3 %), cen v restauracích a hotelech (8,7%) a vybavení domácnosti (7,6 %). Náklady na bydlení, tedy energie a vodu, rostly tempem 5,8 % meziročně. Jádřová inflace dosáhla v září 5,3 %. Vláda zavedla mimořádnou daň na výrobce elektřiny s cílem vybrat prostředky na zvýšené výdaje spojené s podporou domácností.

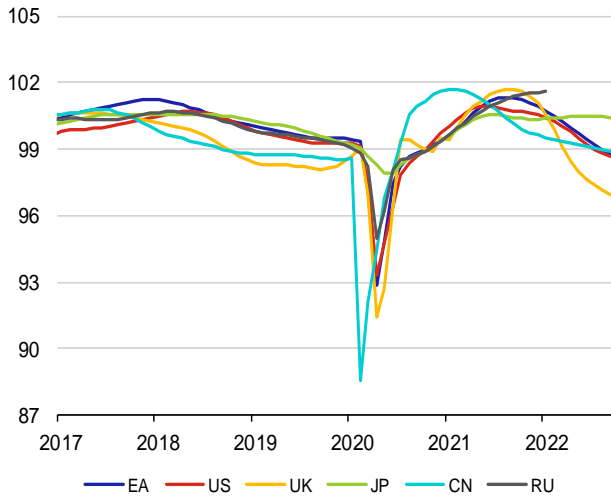
**Ekonomická aktivita je vysoká, s malými volnými kapacitami, nezaměstnanost se udržuje na rekordně nízkých hodnotách** blízko 3 %, meziroční růst mezd dosáhl v půlce letošního roku 2,7 %, došlo tak k poklesu reálných mezd. V srpnu došlo k meziročnímu poklesu maloobchodu o 4 %, ačkoli oproti červenci došlo v meziměsíčním vyjádření k mírnému růstu. Index spotřebitelské důvěry se ve třetím čtvrtletí výrazně propadl a dosáhl nejnižší hodnoty za téměř 30 let. Důvodem je údajně růst inflace a úrokových sazeb, což negativně dopadá na vnímání domácností ohledně jejich budoucí finanční situace a ochoty dělat větší nákupy. Ve druhém čtvrtletí ekonomika vzrostla meziročně o 3,9 %, i v mezičtvrtletní dynamice dosáhl růst slušných hodnot 0,7 %. V celoročním pohledu vzrostla norská ekonomika minulý rok o 3,9 %, pro letošní rok se očekává růst o 2,6–4,0 %. Vpředhledící index PMI ve výrobě od jara klesá a v září dosáhl hodnoty 50, tedy na pomezí růstu a kontrakce. Subindex pro nové objednávky je již druhý měsíc ve fázi kontrakce a dále se propadl a subindex pro časy dodání značí přetrvávání potíží v dodavatelských řetězcích.

**Měnová politika norské centrální banky (NB) spočívá v cílování inflace na 2 %.** Ke snížení cíle z 2,5 % na 2 % došlo na jaře roku 2018, tedy po 17 letech inflačního cílování. Důvodem pro původně vyšší cíl byla ochota akceptovat vyšší růst cenové hladiny způsobený výraznými příjmy země z prodeje nerostných surovin, především ropy. Kromě inflačního cíle se snaží centrální banka také o udržení vysoké míry zaměstnanosti a udržuje finanční stabilitu. Na svém posledním měnovém zasedání 22. září zvýšila centrální banka sazby o 0,5 p. b. na 2,25 %.

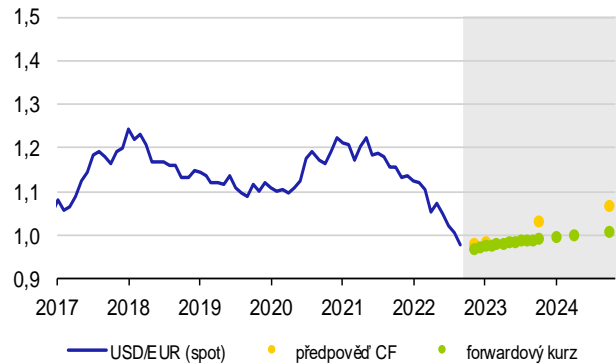


### III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

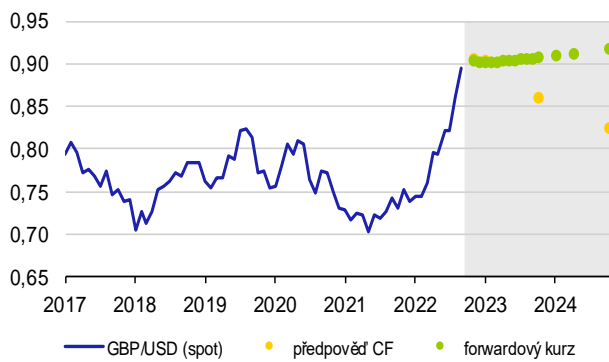


Americký dolar (USD/EUR)



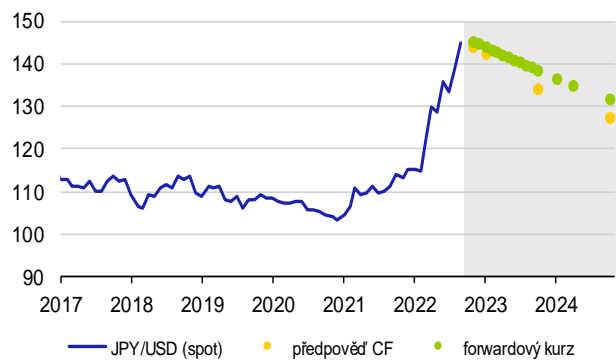
	10/10/22	11/22	1/23	10/23	10/24
spotový kurz	0,970				
předpověď CF		0,984	0,987	1,034	1,069
forwardový kurz		0,972	0,978	0,994	1,010

Britská libra (GBP/USD)



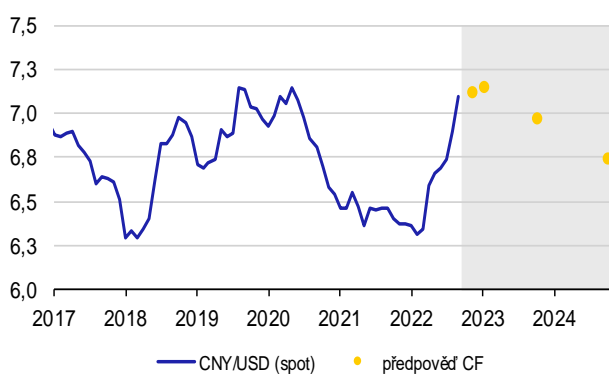
	10/10/22	11/22	1/23	10/23	10/24
spotový kurz	0,905				
předpověď CF		0,907	0,905	0,862	0,825
forwardový kurz		0,904	0,903	0,908	0,918

Japonský jen (JPY/USD)



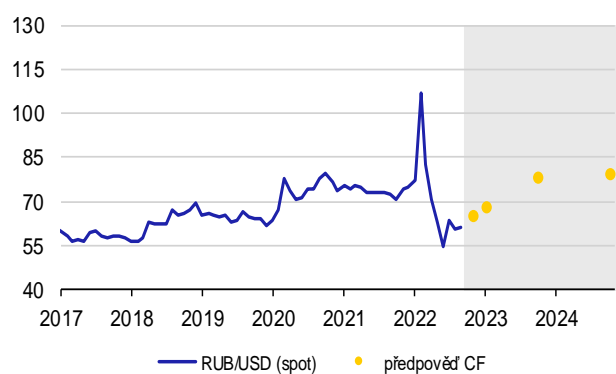
	10/10/22	11/22	1/23	10/23	10/24
spotový kurz	145,7				
předpověď CF		144,2	142,5	134,4	127,5
forwardový kurz		145,2	144,1	138,6	131,9

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	10/10/22	11/22	1/23	10/23	10/24
spotový kurz	7,162				
předpověď CF		7,122	7,150	6,979	6,746

Ruský rubl (RUB/USD)



	10/10/22	11/22	1/23	10/23	10/24
spotový kurz	63,12				
předpověď CF		65,34	68,11	78,20	79,59

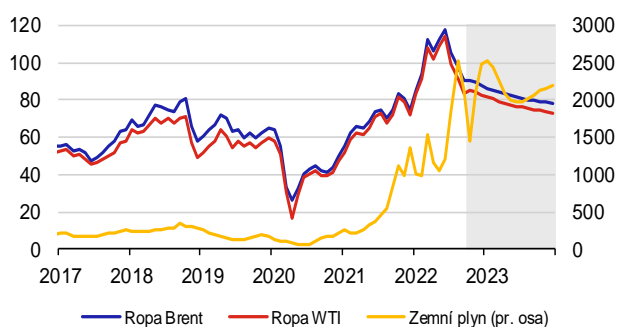
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## IV.1 Ropa

**Cena ropy Brent se koncem září dostala pod 85 USD/barel. Na začátku října ale prudce vzrostla v reakci na plánované omezení těžby ze strany aliance OPEC+.** Průměrná měsíční cena ropy Brent klesala v září třetí měsíc v řadě (na průměrných 90,6 USD/barel). Hlavním důvodem byly nadále obavy ze zpomalení růstu globální ekonomiky. Ta čelí zhoršujícím se makroekonomickým podmínkám v důsledku vysoké inflace, zpřísňující se měnové politiky velkých centrálních bank a přetrvávajících problémů v dodavatelských řetězcích. K tomu se přidávají geopolitická rizika války na Ukrajině a stále se prodlužující uzavírky v Číně. Nejistý je i vývoj pandemie na severní polokouli během nastávající zimy. K nižším cenám ropy přispívá i silný dolar a masivní uvolňování ropy z vládních strategických zásob zemí OECD (zejména USA). To v období od března do srpna činilo 185 mil. barelů a bude pokračovat i v dalších měsících. Nicméně komerční zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD byly dle IEA na konci srpna s hodnotou 2736 mil. barelů 243 mil. barelů pod pětiletým průměrem. Na počátku října cena ropy prudce vzrostla v reakci na rozhodnutí aliance OPEC+ výrazně snížit od listopadu těžební kvóty (o 2 mil. barelů denně). Ale vzhledem k tomu, že většina zemí OPEC již v současnosti tyto kvóty není schopna využívat v plné míře, reálný pokles těžby bude činit cca 1 až 1,2 mil. barelů denně. Cena ropy Brent se tak v polovině října pohybovala mírně pod 95 USD/barel.

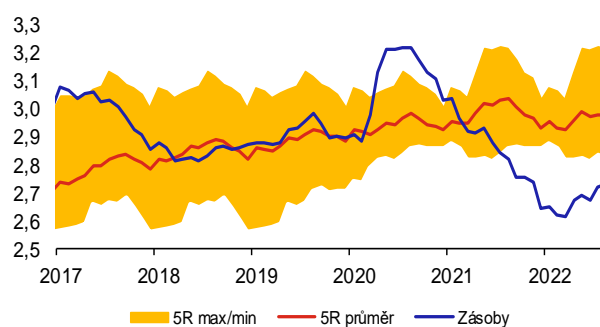
Tržní křivka z první poloviny října se oproti předchozímu měsíci posunula opět směrem dolů a i nadále signalizuje další pokles ceny ropy Brent na cca 88, resp. 78 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. Říjnový CF očekává mnohem mírnější pokles – v ročním horizontu na 90,6 USD/barel. Předpověď EIA pak má dokonce mírně rostoucí průběh s hodnotami 93, resp. 97 USD/barel na konci letošního a příštího roku.

Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m<sup>3</sup>)

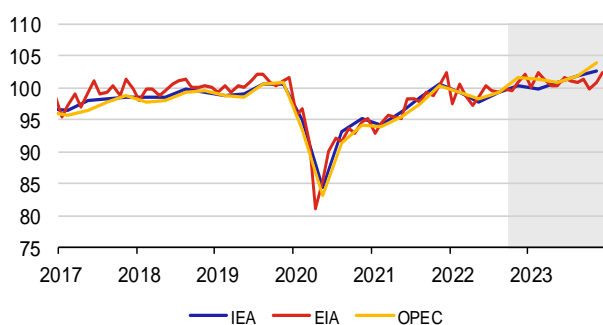


	Brent		WTI		Plyn
2022	99,05	↓	94,53	↓	1623,67
2023	81,54	↓	76,77	↓	2150,98

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

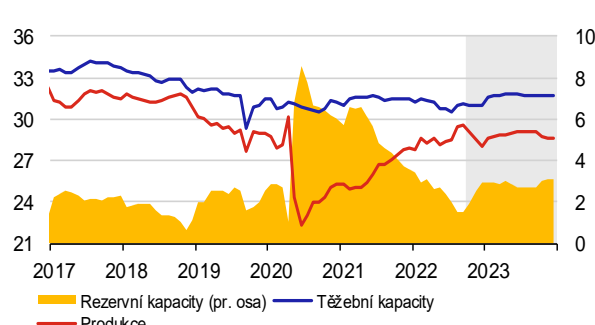


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2022	99,18	↓	99,56
2023	101,31	★	101,04

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2022	28,58	↓	2,44
2023	28,85	↓	2,87

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.

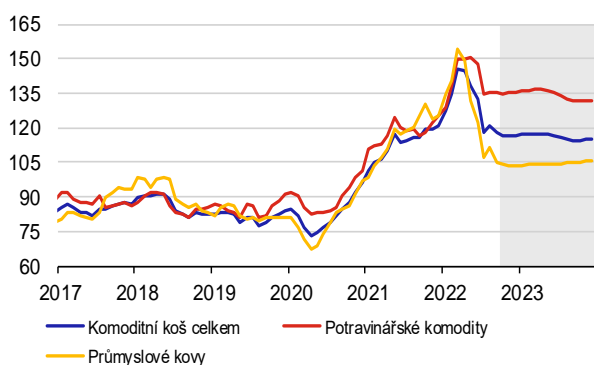
## IV.2 Ostatní komodity

**Průměrná měsíční cena zemního plynu v Evropě se po třech měsících růstu v září snížila.** Reagovala tak na příznivé zprávy o plnění evropských zásobníků, které byly koncem září v průměru naplněny na téměř 90 % celkové kapacity. Zmírnil se i očekávaný růst ceny plynu v průběhu letošní zimy. Nicméně rizika přetrvávají výrazně směrem k vyšším cenám. Jedná se zejména o neočekávané výpadky dodávek nebo abnormálně nízké teploty v průběhu zimy. Naopak **cena uhlí** v září vzrostla. Evropské i asijské země maximalizují kvůli vysokým cenám plynu výrobu elektřiny z uhelných elektráren a poptávka po uhlí tak silně roste, zatímco na nabídkové straně se projevuje zákaz dovozu uhlí z Ruska do EU.

**Index cen průmyslových kovů se po přechodném srpnovém růstu vrátil v září na klesající trajektorii.** Klesaly všechny jeho složky kromě ceny niklu. Důvodem jsou slabá data ze zpracovatelského průmyslu v Evropě a Číně. V Evropě jsou zasaženy zejména výroby náročné na energii (sklářský a hutní průmysl). V Číně průmysl zatím ve větší míře nereagoval na poslední fiskální a měnová stimulační opatření. Vzrostla sice produkce kovů, ale tamní poptávka je kvůli přetrvávajícím problémům realitního trhu a stavebnictví utlučená. Zvýšený vývoz kovů z Číny vedl u většiny z nich k nárůstu jejich zásob na LME. Růst ceny niklu je dáván do souvislosti se zvýšenou poptávkou z automobilového průmyslu při výrobě elektromobilů. Kvůli slabé poptávce klesaly i ceny oceli a železné rudy.

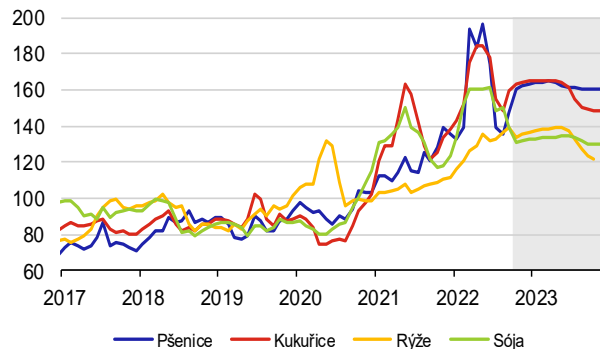
**Index cen potravinářských komodit v první polovině října již třetí měsíc v řadě stagnoval.** Vysoká sklizeň v Asii kompenzuje obavy z případných výpadků dodávek z černomořských ukrajinských přístavů. Navíc se zmírnila obava z dopadu sucha v pěstitelských oblastech USA, příznivé počasí umožňuje normální průběh tamní sklizně. V uplynulém měsíci rostly pouze ceny pšenice, kukuřice a mírně cena hovězího masa, zatímco silný pokles zaznamenala cena sóji.

Indexy cen neenergetických komodit



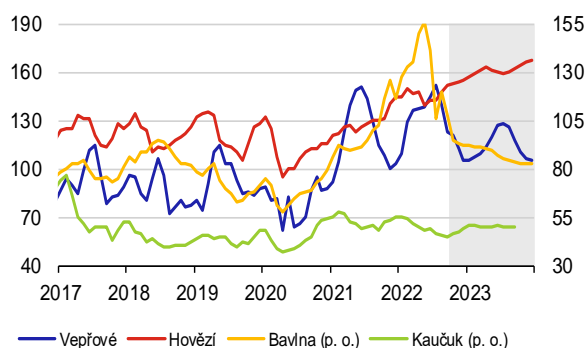
	Celkem	Potraviny	Kovy
2022	127,4	139,6	122,4
2023	116,0	134,1	104,6

Potravinářské komodity



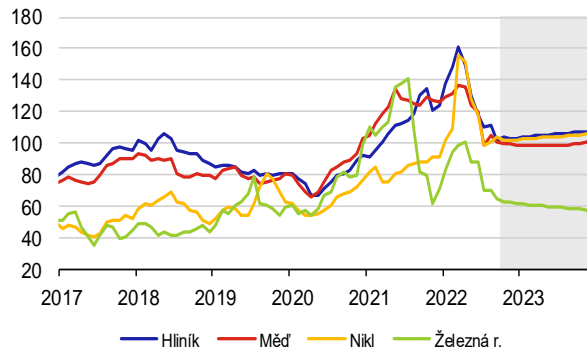
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2022	160,6	164,2	131,2	146,7
2023	162,1	157,2	133,5	132,3

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2022	129,0	148,0	121,3	49,0
2023	114,6	161,7	86,9	50,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2022	123,4	115,1	114,7	79,2
2023	106,0	99,4	104,5	59,7

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.

## Hyperinflace je jiná liga<sup>1</sup>

„Nové stotísíckovky obíhají sotva čtrnáct dní a už se budou muset tisknout miliárdovky. Kdy se dostanem k miliardám?“, ptá se prodavač náhrobků Jiří Kroll v románu E. M. Remarquova Černý obelisk. Román se odehrává v Německu během hyperinflačních 20. let 20. století, kdy se zrodil proslulý odpor Němců k nestálým cenám. Dnes, když nejspělejší ekonomiky zažívají inflaci ve výši, kterou neviděly desítky let, se tyto vzpomínky vracejí a čerta v podobě nekontrolovatelného růstu cen malují na zeď nejen německá média. Tento článek se zabývá tím, jak reálné je toto nebezpečí. Přezkoumává příčiny historických příkladů hyperinflace a argumentuje, že současná krize životních nákladů ve vyspělých ekonomikách by se neměla považovat za předzvěst podobného katastrofálního pádu peněz. Hyperinflace má své vlastní příčiny, které se liší od příčin „běžné“ inflace a které se v roce 2022 týkají pouze hrstky rozvíjejících se ekonomik. Článek krátce představuje některé kacířské myšlenky o přínosech inflace, poté ale zdůrazňuje náklady spojené s déletrvajícím růstem cen a varuje před neodpovědnými měnovými a fiskálními dobrodružstvími.

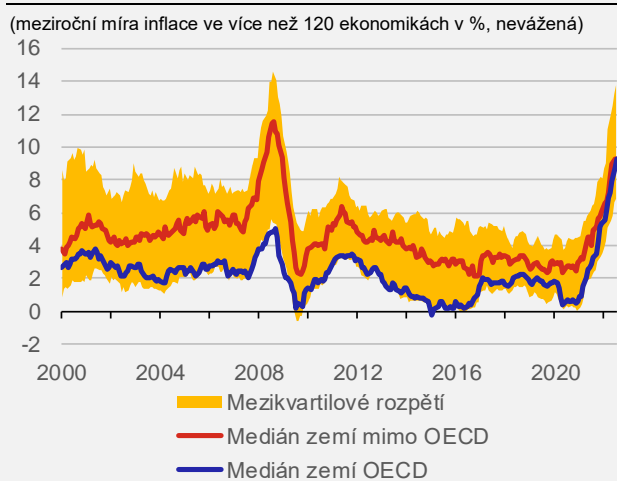
### Úvod

„Strach z hyperinflace“ – takový název nese článek z května 2021, který na téma posledního cenového vývoje napsalo německé veřejnoprávní médium.<sup>2</sup> Nedávný komentář ekonomického týdeníku WirtschaftsWoche jde ještě dál a připomíná hyperinflační období v Německu 20. let 20. století výhrušným titulkem „A je to tady znovu!“<sup>3</sup> Pragmatičtěji – s podtitulkem „jak se připravit na hyperinflaci“ – pak německý Forbes ze srpna 2022 dává patrně čtenářům investiční tipy na období, kdy jsou peníze bezcenné.<sup>4</sup> Je toto odůvodněná obava v situaci, kdy nejnovější údaje o inflaci v Německu vykazují meziroční nárůst cen o 10 % – nejvyšší od počátku 50. let 20. století a výrazně nad 2% cílem ECB, ale zároveň o několik řádů nižší než meziměsíční inflace z října 1923 ve výši 29 500 %?

Německo není ani zdaleka jedinou zemí, v níž inflace dosahuje hodnot nevídaných po desetiletí (viz obrázek 1), a malování čerta na zeď v podobě nekontrolovatelného růstu cen není výsadou jen německých médií.<sup>5</sup> Obavy podporuje návrat skutečné hyperinflace do Zimbabwe – což je nejznámější případ z nedávné historie – jakož i údaje o inflaci blížící se trojciferným hodnotám v zemích jako Turecko, Argentina, Srí Lanka nebo Libanon.

V tomto článku se ptáme, zde skutečně existuje nebezpečí, že se současná globální krize životních nákladů vyhrtí natolik, že se ocitneme v ekonomice zvěčněné v Remarquově Černém obelisku, odehrávajícím se v Německu 20. let 20. století. Protagonista románu Ludvík si zapaluje doutník bankovkami a je donucen požádat několikrát za den o zvýšení platu, aby si mohl večer koupit kravatu. Tvrdíme, že nedávný nárůst inflace ve vyspělých ekonomikách by se neměl považovat za předzvěst podobného katastrofálního kolapsu peněz. Zároveň ale připomínáme náklady spojené s déletrvajícím inflací a varujeme před nedostatečnou ostrážitostí.

Obrázek 1 – Míra inflace se ve vyspělých ekonomikách nachází nejvýše za několik desítek let



Poznámka: V závislosti na dostupnosti dat kolísá velikost vzorku během sledovaného období od 120 do 139 ekonomik.  
Zdroj: Autorova analýza národních údajů z Datastreamu.

<sup>1</sup> Autorem je Martin Kábrt. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko České národní banky.

<sup>2</sup> Titulek článku byl později zmíněn na „Strach z vysoké inflace“, ale varování před hyperinflací zůstalo v textu. K dispozici na adrese <https://www.zdf.de/nachrichten/wirtschaft/steigende-rohstoffpreise-baumaterialien-100.html#xtor=CS5-62>, navštíveno 25. 9. 2022.

<sup>3</sup> K dispozici na adrese <https://www.wiwo.de/finanzen/geldanlage/die-geschichte-der-inflation-sie-ist-wieder-da/28079086.html>, navštíveno 25. 9. 2022.

<sup>4</sup> K dispozici na adrese <https://www.forbes.com/advisor/de/geldanlage/hyperinflation/>, navštíveno 25. 9. 2022.

<sup>5</sup> Mezi ty, kdo vyjádřili své obavy veřejně, patří i Larry Fink, generální ředitel největšího správce aktiv na světě BlackRock, a zakladatel Twitteru Jack Dorsey, jehož prostý tweet „Hyperinflace vše změní. Už se to děje“ inspiroval mnoho článků v médiích a vedl k historicky nejvyššímu počtu vyhledávání klíčového slova „hyperinflace“ na Googlu. Fenomén hyperinflace byl největší obavou klientů investiční banky UBS (jak uvedl Bloomberg v roce 2021) a nevyhnul se ani české veřejné sféře. Například komentář serveru Seznam Zprávy z července 2022 tvrdil (poněkud odvážně), že „ekonomický příběh Německa roku 1923 a Česka v roce 2022 má přesto několik společných faktorů“. K dispozici na adrese <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-22/hyperinflation-concerns-top-the-worry-list-for-ubs-clients#xj4y7vzkg> a <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/zahranicni-23-000-procent-mesicne-pribeh-inflace-ktery-varuje-dodnes-208206>.

## Poučení z historie hyperinflace

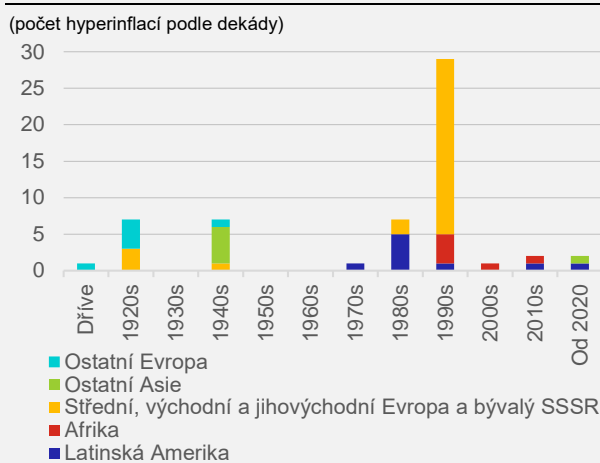
**Hyperinflace je z velké části fenomén 20. století**, přestože katastrofální měnové experimenty se znehodnocením mincí a tiskem papírových peněz mají více než bohatou prehistorii, přičemž k nejranějším případům došlo – možná nepřilíš překvapivě – již krátce poté, co byly mince a papírové peníze vymyšleny.<sup>6</sup> Nejčastější definicí hyperinflace, arbitrárně zvolenou v klíčovém Caganově článku (1956) na toto téma, je nárůst všeobecné cenové hladiny překračující 50 % meziměsíčně. Podle další definice je hyperinflace meziroční cenový růst o 500 %.<sup>7</sup> Podle výše uvedené meziměsíční definice sestavili Hanke a Krus (2012) nejměrodatnější přehled moderních případů hyperinflace (viz obrázek 2). Jejich původní soupis 56 případů – z nichž pouze hyperinflace ve Francii v roce 1795 a hyperinflace v Zimbabwe v roce 2008 se neudály ve 20. století – se mezitím rozšířil o hyperinflaci ve Venezuele v roce 2016 a hyperinflaci v Libanonu v roce 2020 (Hanke, 2020).

**Dalo by se tvrdit, že tato historická výjimečnost hyperinflace je přelud** vyplývající z toho, že je třeba splnit poměrně náročný požadavek na meziměsíční růst cen o 50 %. Nezvladatelná inflace jistě způsobuje obrovské škody, i když tuto hranici nikdy nepřekročí, zejména když je déletrvající. Některé práce navrhují méně striktní definici „velmi vysoké“, „nezvladatelné“ nebo „pádivé“ inflace při 100% zvýšení cen (tj. zdvojnásobení cen) oproti stejnému měsíci předchozího roku. Možná nejužitečnější je definice podle He (2018), který používá kvalitativní definici hyperinflace jakožto situace, v níž peníze přestanou vykonávat jednu nebo více funkcí jako prostředku směny, uchovatele hodnoty a zúčtovací jednotky. Takový kolaps peněz by mohl podle všeho nastat ještě před tím, než inflace překročí arbitrární kvantitativní prahovou hodnotu, ovšem i v případě této velkorysejší definice je hyperinflace vzácná.

**Hyperinflace obvykle následuje po významném otřesu nebo změně, jako je válka, převrat, rozpad impéria nebo vytvoření nových států.** Většina zemí hyperinflaci nikdy nezažila, zatímco k téměř všem zaznamenaným případům došlo v jednom ze tří úzkých historických období – po obou světových válkách a po pádu socialistického bloku v 90. letech 20. století. Zajímavostí je, že ve všech třech obdobích bylo Československo ve svém regionu naprostou výjimkou. Na počátku 20. let 20. století bylo Československo osamělým ostrůvkem měnové stability, zatímco se jeho sousedé prakticky na všech světových stranách potýkali s hyperinflací. Podobná situace nastala po druhé světové válce, kdy na rozdíl od Maďarska, které v roce 1946 vytvořilo stále platný inflační rekord zdvojnásobení cen každých 15 hodin, Československo cenový růst zkontrolovalo. Hyperinflace se Československu vyhnula i v 90. letech 20. století při přechodu na tržní ekonomiku, přestože tento problém potkal všech 15 nástupnických republik SSSR, Jugoslávie (a její nástupnické státy), Bulharsko a Polsko. Akademici obvykle připisují český úspěch v oblasti cenové stability v turbulentním 20. století fiskální a měnové kázi (např. Sargent, 2013 a Dornbusch, 1992).

**První případy hyperinflace v mírovém období následovaly po „dekádě inflace“ v 70. letech 20. století.** Většina případů hyperinflace mimo výše uvedená tři historická období, včetně hyperinflace v Chile, Nikaragui, Peru, Zairu a Angole ke konci 20. století, byla i tak spojena s nepokojí, jako byly občanské války, převraty nebo krachující státy. Jelikož za těchto okolností nebyly vlády schopné financovat veřejné výdaje daněmi nebo dluhem, začaly čerpat půjčky od centrální banky. První skutečně „mírová“ hyperinflace začala v roce 1984 v Bolívii a byla zapříčiněna dramatickým poklesem fiskálních příjmů (z velké části kvůli vnějším důvodům) a měnovým financováním extrémně vysokého schodku ze strany vlády (He, 2018). Pokus vlády získat cizí měnu na obsluhu cizoměnového dluhu administrativním převodem vkladů v cizí měně na místní měnu odstartoval rychlý odliv kapitálu, který potopil místní měnu a vyvolal nekontrolovatelný růst cen. Proinflační veřejné finance, i když už většinou spojené s domácími faktory, byly také klíčovým faktorem hyperinflace v Argentině a Brazílii na konci 80. let 20. století. V obou zemích nebyla inflační spirála náhlá, ale spíše jí předcházelo dlouhé období

**Obrázek 2 – Většina případů hyperinflace se vyskytla po světových válkách a pádu sovětského bloku v roce 1989**



Zdroj: Tabulka hyperinflace Hanke-Krus (2012), aktualizováno do roku 2022

<sup>6</sup> Státní monopol na peníze umožňoval vládě zvyšovat výnos prostřednictvím ražebného neboli „daně z inflace“. Mince byly znehodnocovány zvýšením nominální hodnoty, snížením hmotnosti nebo snížením obsahu zlata či stříbra (touto technikou byli proslulí římscí císaři). Při absenci změn cen byl vládce schopen koupit za stejné množství zlata a stříbra víc zboží a služeb. Papírové peníze tuto schopnost značně zlepšily – vydávání bankovek s vysokými nominálními hodnotami byl jednoduchý způsob, jak zvýšit příjmy. He (2018) dokumentuje několik příkladů rychlého růstu cen spojeného s tiskem papírových peněz již v 11. století v Číně.

<sup>7</sup> Obě definice nejsou přímo srovnatelné. Podle toho, jak dlouho trvá rychlý meziměsíční růst cen, může každá z nich představovat vyšší prahovou hodnotu v meziročním vyjádření.



vysokého a déletrvajícího cenového růstu. Na pozadí rychle postupující globalizace v polovině 90. let 20. století nastoupilo celosvětové dezinflační prostředí a hyperinflace v 21. století do značné míry zmizela. Jediné výjimky se objevily v zemích, které se vzepřely novému mezinárodnímu hospodářskému řádu omezením kapitálových toků – Zimbabwe a Venezuela, a v mezinárodně izolované Severní Koreji. Z historie hyperinflace si můžeme odnést nejméně dvě poučení pro současnou vlnu inflace:

**V roce 2022 se žádná rozvinutá země hyperinflaci ani nepřibližuje.** Meziměsíční nárůst všeobecné cenové hladiny se pohybuje nejvýše kolem 1–3% a zdaleka nedosahuje hodnoty 50 %, jak požaduje nejběžnější definice hyperinflace. Inflace je navíc z velké části důsledkem přímého vlivu exogenních šoků na ceny energií a potravin. Důkazy o tom, že by byl cenový růst zakonzervován (například ve mzdových kontraktech), jsou zatím minimální a střednědobá inflační očekávání jsou stále ukotvena poblíž cílů centrálních bank. A co je důležité, v žádné rozvinuté zemi nedochází k zásadním vnitřním nepokojům, které by ohrožovaly důvěru ve stát a jeho měnu.

**V některých rozvíjejících se ekonomikách může hrozit nevladatelný cenový růst, především v těch, v nichž dochází k extrémním otřesům nebo které se pouštějí do riskantních měnových nebo fiskálních experimentů.** Například Becker a spol. (2022) varuje před riziky hyperinflace na válkou zmítané Ukrajině, pokud země nesníží svou závislost na příjmu z emise peněz kvůli financování vojenských výdajů. Mezi další ohrožené ekonomiky patří Turecko, kde měnová politika zůstává vytrvale uvolněná, přestože inflace přesáhla v srpnu 2022 hodnotu 80 %, nebo Argentina, kde už více než deset let překračuje meziroční růst cen úroveň 10 % a v srpnu 2022 dosáhl hodnoty 71 %. Dlouhé období déletrvající inflace v Argentině až nepřijemně připomíná 80. léta 20. století, kdy přetrvávající vysoká inflace vyvrcholila v roce 1989 hyperinflací (viz obrázek 3).

### Peněžní jev? Ne vždy, ne všude

**Hyperinflace je obvykle spojená s měnovým financováním fiskálních schodků, ale příčiny kolapsu měny jsou i jinde než jen v tištění peněz.** Typickým viníkem skutečně bývá neuvážená politika nebo institucionální slabina, ale zjednodušující příběh o tiskárnách na peníze přeceňuje roli a vliv peněžní zásoby. Kupní síla měny nezávisí pouze na dodaném množství, ale v zásadní míře také na prchavějších vlivech na straně poptávky, jako je důvěra veřejnosti v měnu a ve schopnost vlády ochránit její hodnotu.

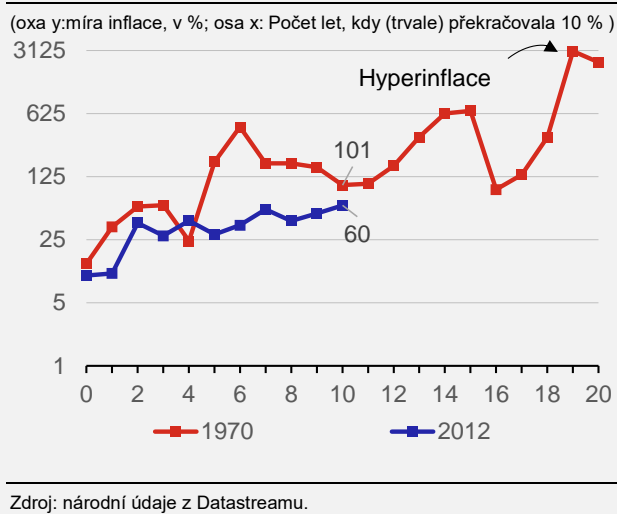
**Měnové financování schodků je poslední záchrana krachujících nebo krizí zasažených států.** K příjmu z emise peněz Keynes (1923) poznamenal, že „vláda může žít z těchto prostředků, když nemůže žít z žádných jiných“. Státy se obvykle uchýlí k úvěrům od svých centrálních bank, pokud se nejsou schopné ufinancovat samy dostatečným výběrem daní nebo úvěry na domácím nebo mezinárodním kapitálovém trhu. To se může přihodit státům, které jsou slabé, krachují, jsou zkorumpované, zažívají hlubokou krizi, válku, závažný platebněbilanční šok nebo někdy i přírodní katastrofu.

**Ovšem s rostoucí inflací začne růst peněžní zásoby dříve nebo později za růstem cen spíše zaostávat než ho předhánět.** Žádný tvůrce politiky nevytvoří úmyslně hyperinflaci. Rozhodujícím prvkem pro přetavení inflace k hyperinflaci, je reakce domácností a podniků na inflační politiku vlády. Rostoucí inflační očekávání vedou k nárůstu cen a mezd, spekulacím, hromadění nebo odlivu kapitálu, který rychle převyší tvorbu peněz. Příjem z emise peněz už v reálném vyjádření nezvyšuje příjmy státu a tiskárny peněz se snaží dohnat tvůrce cen, a ne naopak. Zkušenosti z minulosti skutečně ukazují, že při hyperinflaci dochází k poklesu *reálného* množství peněz. Mezi penězi a inflací neexistuje jednoduchý příčinný vztah. Zásadním faktorem cenové stability jsou hospodářskopolitická očekávání a důvěryhodnost institucí.

**Křehkost důvěry vysvětluje, proč selhává tolik programů ke stabilizaci inflace.** Když se růst cen stane nekontrolovatelným, je přesně takový – nekontrolovatelný. Úspěšný stabilizační program neznamena vypnutí strojů na tisk peněz, ale spíše vytvoření důvěry v novou měnu, která je schopná udržet svou hodnotu bez kontroly cen nebo omezení toků kapitálu.

**Spojitosť mezi peněžní zásobou a růstem cen je slabá i v současné inflační epizodě.** V letech po globální finanční krizi v roce 2008 a pak znovu v reakci na šok v souvislosti s pandemií covid-19 v roce 2020 zahájilo mnoho centrálních bank rozsáhlé programy nákupu aktiv (QE), aby poskytly dodatečný měnový stimul, když byl vyčerpán prostor pro snižování úrokových sazeb. Protože se nákupy aktiv do velké míry zaměřovaly na státní dluhopisy – a časově se shodovaly s prudkým nárůstem jejich emisí, domnívali se někteří, že jsou podobné měnovému financování schodků, kterými začala

**Obrázek 3 – Přetrvávající vysoká inflace v Argentině zvyšuje riziko nevladatelného cenového růstu**



většina případů hyperinflace. Ale navzdory tomu, že QE vedlo k tvorbě peněz, nedosahovala inflace znepokojivé úrovně. Země, jejichž centrální banky nejvíce zvýšily své bilanční sumy – Japonsko a Švýcarsko – mají v současné době nejnižší inflaci v rozvinutém světě. Je pravda, že lepším měřítkem růstu peněžní zásoby je širší měnový agregát než bilanční sumy centrálních bank. Ale i spojitost mezi růstem peněžního agregátu M3 a současnou inflací je přinejmenším chabá (viz obrázek 4). Nejlepším předstihovým ukazatelem ke změření toho, zda bude současný nárůst inflace pravděpodobně pokračovat, není peněžní agregát M3, ale spíše inflační očekávání, která nejlépe odrážejí důvěru veřejnosti ve stát, jeho instituce a jejich schopnost zkotit růst cen.

### Platí i pro inflaci, že všechno zlé je k něčemu dobré?

**Téměř bez výjimky se hyperinflace považuje za nešťastnou ránu osudu.** Jedinými zastánci pádu měny jsou ti, kdo věří v určitou formu společnosti bez peněz – ať už je to Leninova (1919) vize komunistického státu, „kde se má za životní potřeby platit pouze prací“<sup>8</sup>, nebo modernější libertariánské odmítání nekrytých peněz ve prospěch soukromých měn nebo kryptoměn. Je ale na obdobích nestálých cen něco dobrého (kromě toho, že poskytují argumentační munici kritikům moderního měnového systému)?

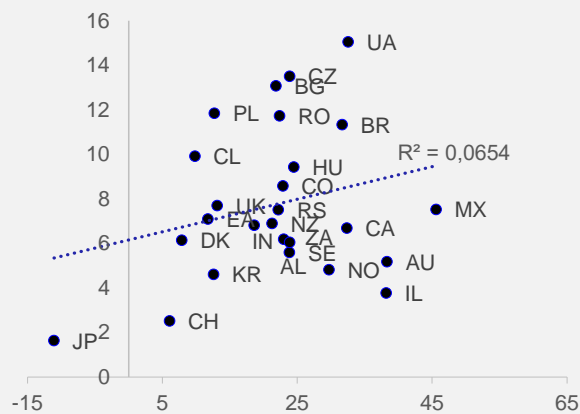
**V odborné literatuře se objevují případy, kdy i vyšší úroveň inflace může vést k něčemu příznivému.**<sup>9</sup> Růst cen je například důležitým nástrojem úprav v makroekonomii otevřené ekonomiky. Pokud v dané zemi zaostává reálný kurz za fundamenty a má se za to, že by korekce prostřednictvím přecenění nominálního kurzu byla příliš nákladná (například protože země je ve velké míře závislá na vývozu), může se dosáhnout požadované úpravy zvýšením cenové hladiny se širším sdílením zátěže. Přetrvávající vyšší inflace proto může být v konvergujících ekonomikách přirozeným jevem. Podobně pak v měnových uniích, kde je směnný kurz zafixován (například eurozóna), je cenová hladina důležitým nástrojem tlumení asymetrických šoků.

**V minulosti hrála inflace také jednu z hlavních rolí ve snižování státního dluhu.** Takovým příkladem je pokles poměru veřejného dluhu ve Velké Británii v době po 2. světové válce z 283 % v roce 1946 na 29 % v roce 1990. Wickens (2022) odhaduje, že k tomuto poklesu přispěla nejvýznamněji inflace tím, že snížila reálnou hodnotu dluhu (tj. zvýšila nominální HDP). Druhým hlavním vlivem byl růst (který také zvýšil nominální HDP), zatímco primární rozpočtové přebytky hrály méně významnou roli. Aby ale inflace mohla tuto roli plnit, musí být především alespoň v určité míře nečekaná. Plně očekávaná inflace je součástí vyšších úrokových plateb, které odpovídajícím způsobem zvyšují dluh a tento efekt kompenzují. V tomto smyslu bude nepředvídaný růst inflace v postpandemickém světě do jisté míry zmírňovat obrovský nárůst veřejného zadlužení během pandemie. Darvas (2022) ukazuje, jak inflační šok vedl v prognóze MMF i prognóze Evropské komise z jara 2022 pro většinu vyspělých ekonomik ke snížení očekávaných poměrů dluhu k HDP. Vliv inflace očividně převážil nad významným snížením očekávaného růstu HDP i rychlejší trajektorii zpříšňování měnové politiky.

**Destruktivní povaha inflace může ale mít také určitou schumpeterovskou světlejší stránku.** To ostatně uznal sám obhájce „kreativní destrukce“, když v roce 1942 tvrdil, že inflace je „sama o sobě výborným prostředkem k překonání některých problémů spojených s přechodnou fází a může pomoci při částečném vyvlastnění“. První poznatky bohužel naznačují, že překvapivá inflace z roku 2022 přerozděluje poměrně regresivně. Cardoso a spol. (2022) na údajích ze Španělska ukazuje, že nejméně dotčenou skupinou bývají domácnosti středního věku, jejichž pokles reálných příjmů je do značné míry kompenzován snížením reálné hodnoty jejich hypotečního dluhu. Oproti tomu mladé lidi (kteří nemají velký

**Obrázek 4 – Růst peněžní zásoby od počátku pandemie nedokáže vysvětlit rozdíly v míře inflace v jednotlivých zemích**

(vodorovná osa: růst M3 od března 2020; svislá osa: průměrná míra inflace měřené CPI v lednu až červnu 2022)



Zdroj: Harmonizovaný M3 podle Refinitiv, národní údaje o CPI

<sup>8</sup> Úplný citát z rozhovoru pro *New York Times*, v němž Lenin bránil inflační spirálu v Rusku v roce 1919, zní: „Naše ministerstvo financí denně vydává stovky tisíc rublových bankovek. Nečiní tak proto, aby naplnilo státní pokladnu prakticky bezcennými papírky, ale s úmyslným záměrem zničit hodnotu peněz jako platebního prostředku. V bolševickém státě, kde se má za životní potřeby platit pouze prací, není důvod pro existenci peněz.“

<sup>9</sup> Neřešíme zde výhody nízké a stabilní inflace oproti nulovému růstu cen. Ty jsou relativně nekontroverzní, proto i klíčové centrální banky cílí 2% inflaci.

majetek, ale ani dluhy) poškozuje ztráta reálného příjmu, zatímco nejvíce zasaženi jsou starší lidé, a to dvojitým úderem v podobě poklesu reálného příjmu i reálné hodnoty jejich čistých aktiv.<sup>10</sup>

## Inflace bolí, i když nevozíme bankovky na trakaři

**Hyperinflace je katastrofa, ale chronicky vysoká inflace je škodlivá, i když nevede ke kolapsu měny.** Navzdory relativně malému významu nechybějí na žádném seznamu nákladů inflace náklady přepisování ceníků a „náklady ošoupaných podrážek“, které odrážejí častou potřebu převádět aktiva na měnu, aby bylo možné provádět platby (protože držba peněz je nákladná). Vysoká inflace ale vytváří závažnější problémy než tyto nepříjemnosti. Na mikroekonomické úrovni inflace pokřivuje daňové systémy, což může mít nepříznivý dopad na motivaci investovat a spořit. Protože se jednotlivé ceny navíc neupravují průběžně, i setrvalá inflace způsobuje rozdíly v relativních cenách, které mohou vnášet nesprávné informace do investičního rozhodování a oslabovat konkurenceschopnost. Fyzické osoby a firmy, zvyklé účtovat v nominální hodnotě, mohou mít problém s finančním plánováním a dělat chyby ve spojení na důchod, posuzování skutečné zátěže hypoték nebo dlouhodobém investování.

**Na makroekonomické úrovni jsou prostředí s vysokou inflací méně stabilní.** Čím je inflace vyšší, tím je proměnlivější a obtížněji předvídatelná (viz např. Benati, 2008 nebo Kim a Lin, 2012). Empirická práce BIS (2022) ukazuje, že v režimu nízké inflace změny relativních cen zpravidla odezní a na agregované inflaci nezanechají stopu. Tento režim je proto do jisté míry sebevyrovňovací. Oproti tomu v režimu vysoké inflace se změny cen v jednotlivých odvětvích obvykle přelévají a je pravděpodobnější, že se celková inflace dále zvýší. Alternativní vysvětlení volatility vysoké inflace navrhuji Ball a Cecchetti (1990), kteří se zaměřují na měnověpolitickou reakci na inflaci. Když je inflace nízká, existuje shoda, že by měla nízká i zůstat, a tak je inflace stabilní a předvídatelná. Když je ale inflace vysoká, liší se názory na to, zda je důležité ji snížit, a to kvůli ekonomickým škodám, které s sebou přináší požadované zpřísnění měnové nebo fiskální politiky. V důsledku toho je inflace proměnlivá a obtížně predikovatelná, což domácnostem ztěžuje finanční plánování a firmy v důsledku toho nemusí být ochotné pouštět se do investičních projektů, zejména dlouhodobých.

**Hyperinflace je jiná liga.** Je důsledkem politického a institucionálního selhání, které obvykle nastává pouze po extrémních politických nepokojích nebo v krachujících či mezinárodně izolovaných státech. Současná inflační epizoda ve vyspělých ekonomikách proto neukazuje na potenciální riziko nekontrolovatelného růstu cen. Vysoká inflace je nicméně nákladná, pokud v ekonomice zdomácní. Tvůrci politik by se tudíž měli ke zvýšené úrovni inflace stavět s ostražitostí, a to i v případě, že je růst cen do značné míry spojen s vnějšími vlivy. Při nedostatečném zpřísnění fiskální a měnové politiky hrozí riziko slabšího ukotvení inflačních očekávání, které s sebou časem nese výrazně vyšší náklady na snížení inflace.

## Literatura

Ball, L. a Cecchetti, S. (1990), „Inflation and Uncertainty at Short and Long Horizons“, *Brookings Papers on Economic Activity*, sv. 1990, č. 1, s. 215–254.

Becker, T., Eichengreen, B., Gorodnichenko, Y., Guriev, S., Johnson, S., Mylovannov, T., Obstfeld, M., Rogoff, K., Weder di Mauro, M. (2022), „Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine“, CEPR Rapid Response Economics, <https://cepr.org/system/files/2022-08/RapidResponse2.pdf>, navštíveno 25. 9. 2022.

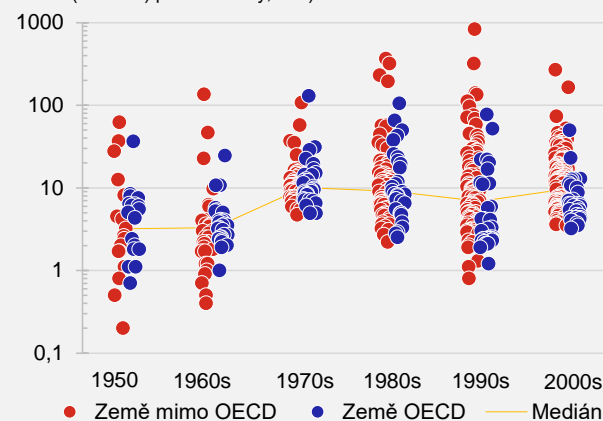
Benati, L. (2008): „Investigating inflation persistence across monetary regimes“, *The Quarterly Journal of Economics*, sv. 123, č. 3, s. 1005–1060.

BIS (2022), „Inflation: a look under the hood“, kapitola II v publikaci BIS Annual Economic Report 2022, k dispozici na adrese <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.pdf>, navštíveno 25. 9. 2022.

Cagan, P. (1956), „The Monetary Dynamics of Hyperinflation“, v publikaci *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. Milton Friedman, Chicago: Chicago University Press, s. 25–117.

### Obrázek 5 – Déletrvající inflace je běžnější než hyperinflace, ale i tak je pro ekonomiku nákladná

(anualizovaná míra inflace v zemích OECD (modrá) a v zemích mimo OECD (červená) podle dekády, v %)



Zdroj: Databáze inflace Hanke-Krus (2012)

<sup>10</sup> Autoři také zvažují „kanál relativní spotřeby“, kdy rozdílný dopad inflace způsobují rozdíly ve složení spotřebního koše mezi jednotlivými skupinami. Jejich odhady ale naznačují, že tento kanál je o celý jeden řád méně důležitý než redistribuční dopad prostřednictvím reálné hodnoty příjmu a bohatství.

- Cardoso, M., Ferreira, C., Leiva, J. M., Nuno, G., Ortiz, A., Rodrigo, T. a Vazquez, S. (2022), „The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets“, Working Papers 176, Red Nacional de Investigadores en Economía (RedNIE), <https://rednie.eco.unc.edu.ar/files/DT/176.pdf>, navštíveno 25. 9. 2022.
- Darvas, Z. (2022), „The implications for public debt of high inflation and monetary tightening“, blog Bruegel, <https://www.bruegel.org/blog-post/implications-public-debt-high-inflation-and-monetary-tightening>, navštíveno 25. 9. 2022.
- Dornbusch, R. (1992), „Monetary Problems of Post-Communism: Lessons from the End of the Austro-Hungarian Empire, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 128(3): 391–424.
- Hanke, S. (2020), „Lebanon Hyperinflates“, komentář Cato Institute, 23. července, k dispozici na adrese <https://www.cato.org/commentary/lebanon-hyperinflates>, navštíveno 25. 9. 2022 .
- Hanke, S. a Krus, N. (2012), „World Hyperinflations“, Cato Working Paper č. 8, 15. srpna.
- He, L. (2018), „Hyperinflation: A World History“, Oxon: Routledge.
- Keynes, J. M. (1923), „A Tract on Monetary Reform“, přetištěno v Keynesových *Collected Writings*, 1971, sv. IV. London: Macmillan.
- Kim, D. a Lin, S. (2012): „Inflation and inflation volatility revisited“, *International Finance*, sv. 15, č. 3, s. 327–345.
- Lenin, V. I. (1919), citováno ve White, M. V. a Schuler, K. (2009), „Who Said 'Debauch the Currency': Keynes or Lenin? *Journal of Economic Perspectives*, 23(Spring), s. 213–222.
- Sargent, T. (2013 [1982]), „The Ends of Four Big Inflations“, kapitola 3 v publikaci *Rational Expectations and Inflation*, 3. vydání, Princeton: Princeton University.
- Wickens, M. R. (2022), „How might the UK's Ddbt-GDP ratio be reduced? Evidence from the last 120 years“, CEPR Discussion Paper DP17172, ISSN 0265-8003.

#### **Klíčová slova**

Hyperinflace, inflace, recese

#### **JEL klasifikace**

E31, E59, E66

## A1. Změna predikcí pro rok 2022

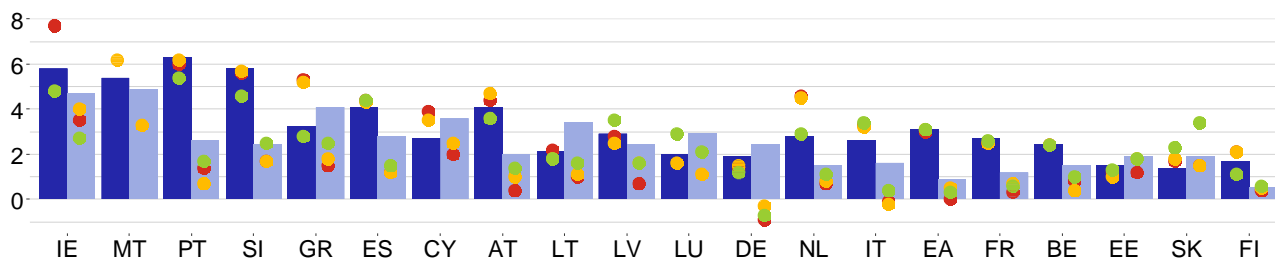
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	+0,5	+0,5	+0,3	+0,1	+3,0	+1,1	+1,3
US	0	-0,7	-1,0	-1,5	0	+0,4	-0,8	+0,2
UK	+0,7	+0,4	-0,2	-0,3	-0,3	+1,7	0	+2,7
JP	0	0	-0,1	-0,5	0	+1,0	+0,3	+0,4
CN	-0,1	-0,1	-1,2	-0,1	-0,1	+0,1	+0,2	0
RU	+1,8	+2,6	+4,5	+1,0	-1,2	-7,5	-2,3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

## A2. Změna predikcí pro rok 2023

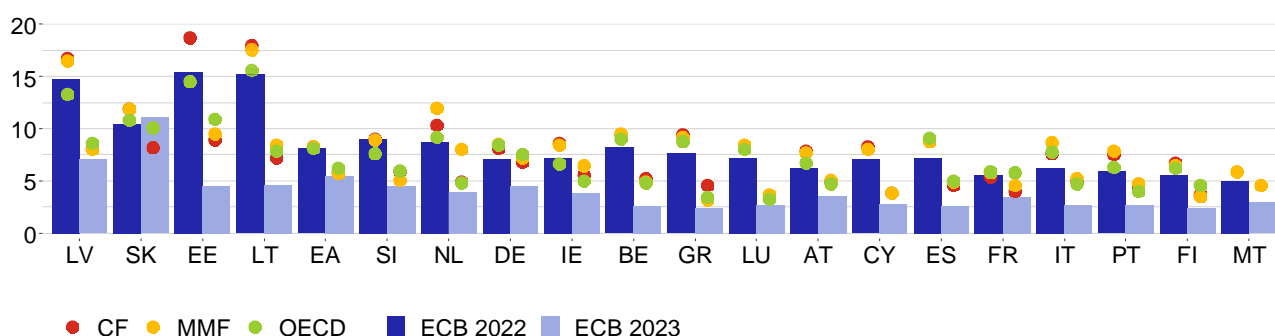
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,2	-0,7	-1,3	-1,2	+0,4	+3,4	+1,6	+2,0
US	-0,3	0	-0,7	-0,5	+0,1	+0,6	-0,1	+0,2
UK	0	-0,2	0	-1,2	-0,6	+3,7	-1,5	+2,0
JP	0	-0,1	-0,4	+0,1	+0,2	+0,6	+0,1	+0,3
CN	-0,3	-0,2	-0,2	0	0	+0,4	+0,1	0
RU	-0,3	+1,2	-0,5	+1,5	-0,2	-9,3	-6,4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

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

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



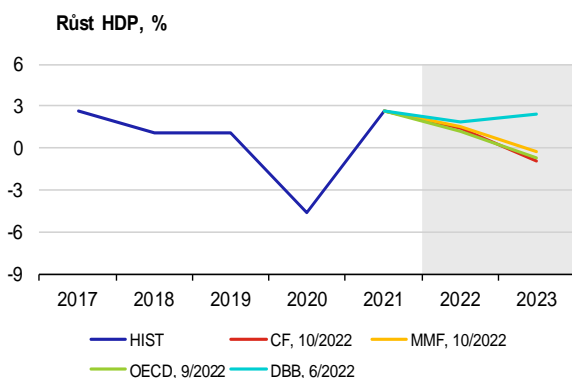
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



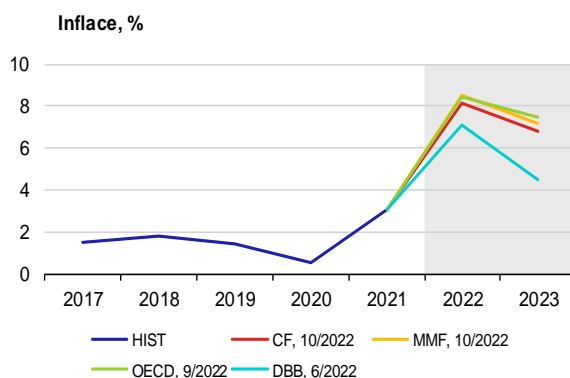
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

#### Německo

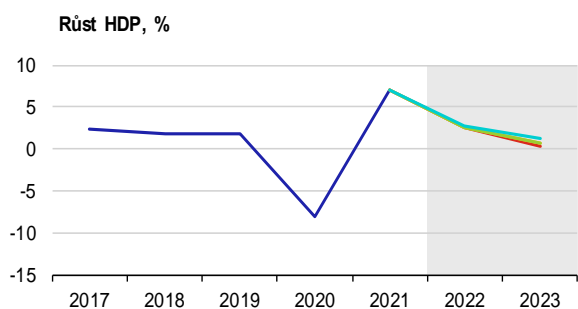


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	1,4	1,5	1,2	1,9
2023	-0,9	-0,3	-0,7	2,4



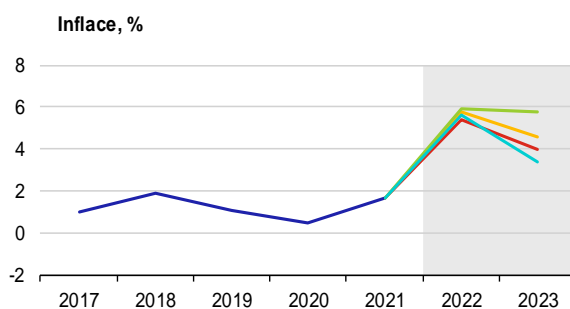
	CF	MMF	OECD	DBB
2022	8,1	8,5	8,4	7,1
2023	6,8	7,2	7,5	4,5

## Francie



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

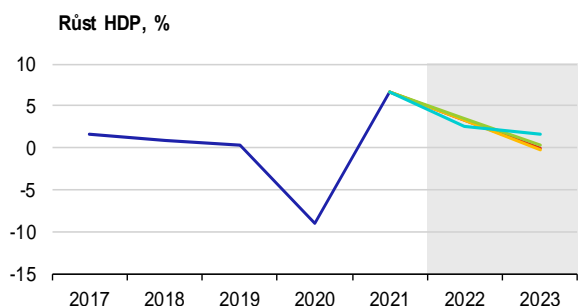
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,5	2,6	2,7
2023	0,3	0,7	0,6	1,2



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

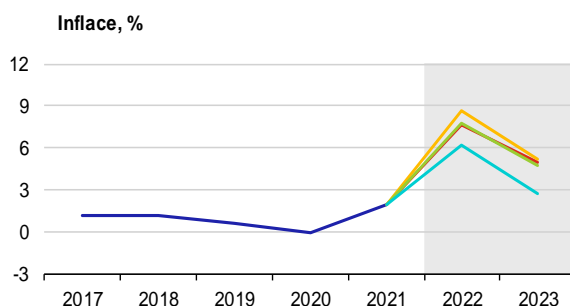
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,4	5,8	5,9	5,6
2023	4,0	4,6	5,8	3,4

## Itálie



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

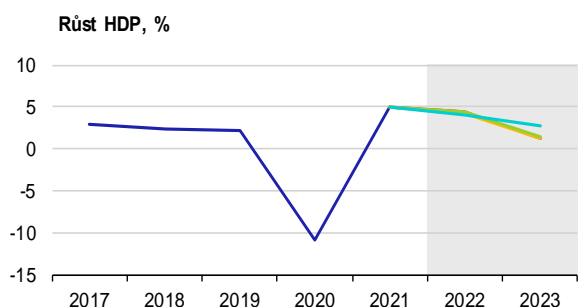
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,3	3,2	3,4	2,6
2023	-0,1	-0,2	0,4	1,6



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

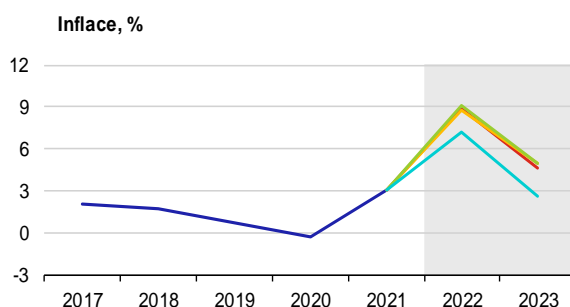
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,6	8,7	7,8	6,2
2023	5,0	5,2	4,7	2,7

## Španělsko



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

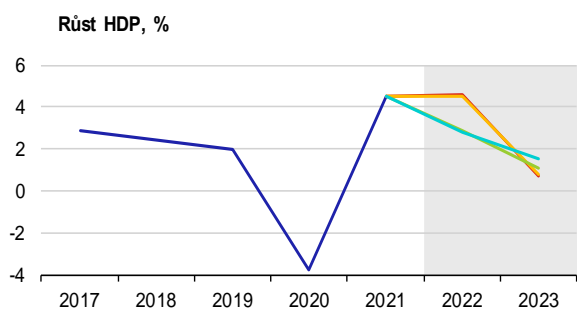
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,4	4,3	4,4	4,1
2023	1,2	1,2	1,5	2,8



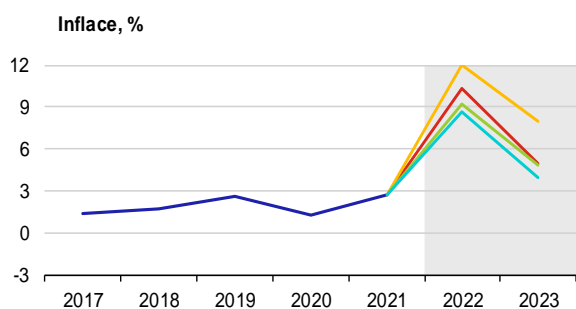
— HIST — CF, 10/2022 — MMF, 10/2022  
— OECD, 9/2022 — ECB, 6/2022

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

## Nizozemsko

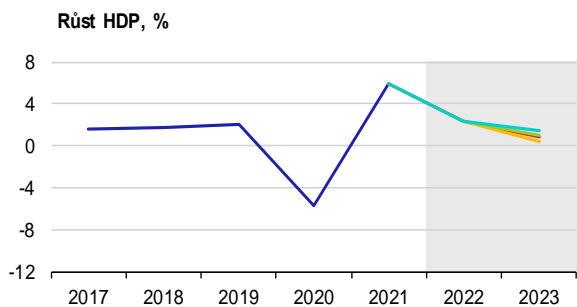


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,6	4,5	2,9	2,8
2023	0,7	0,8	1,1	1,5

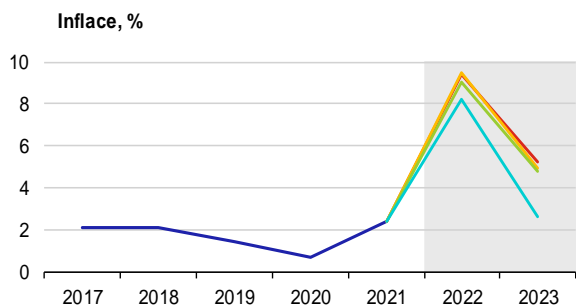


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	10,3	12,0	9,2	8,7
2023	4,9	8,0	4,8	3,9

## Belgie

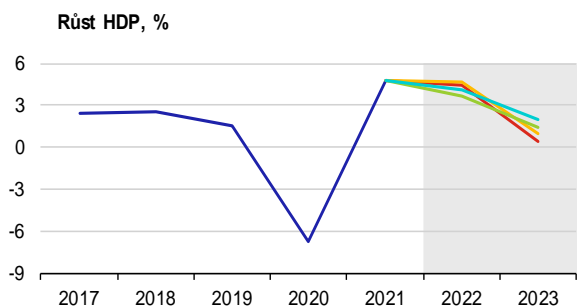


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,4	2,4	2,4	2,4
2023	0,8	0,4	1,0	1,5

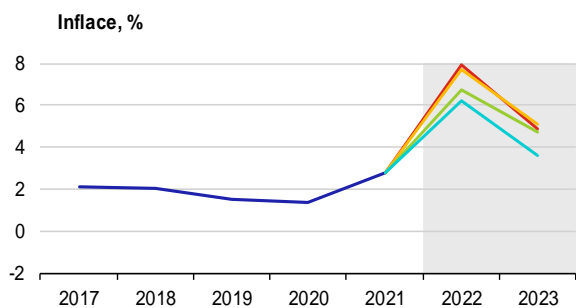


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,4	9,5	9,0	8,2
2023	5,2	4,9	4,8	2,6

## Rakousko



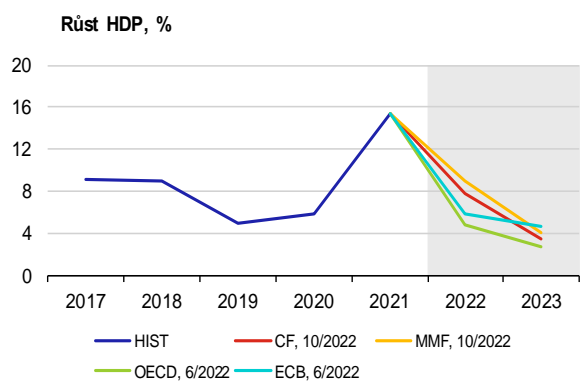
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,4	4,7	3,6	4,1
2023	0,4	1,0	1,4	2,0



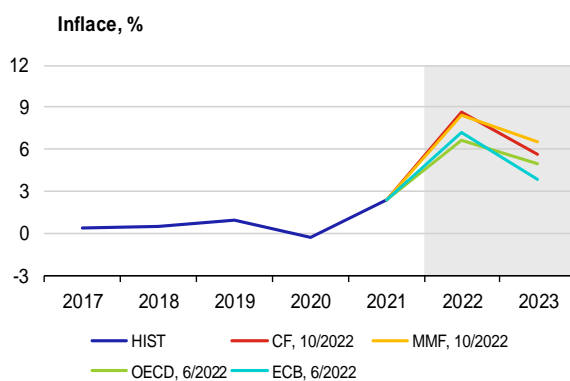
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,9	7,7	6,7	6,2
2023	4,9	5,1	4,7	3,6



## Irsko

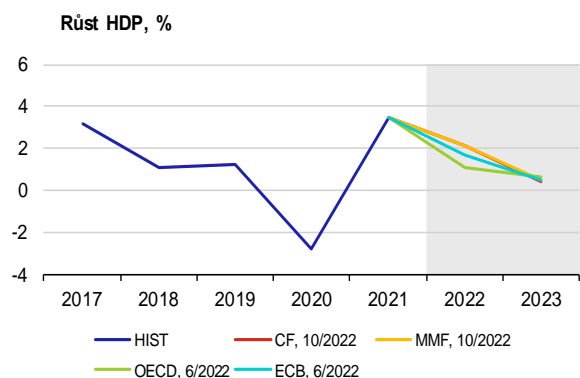


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,7	9,0	4,8	5,8
2023	3,5	4,0	2,7	4,7

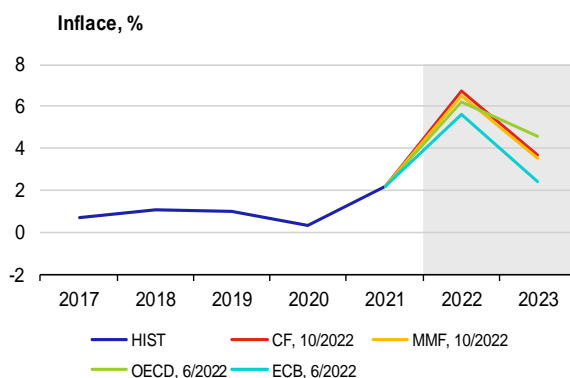


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,6	8,4	6,6	7,2
2023	5,6	6,5	5,0	3,8

## Finsko

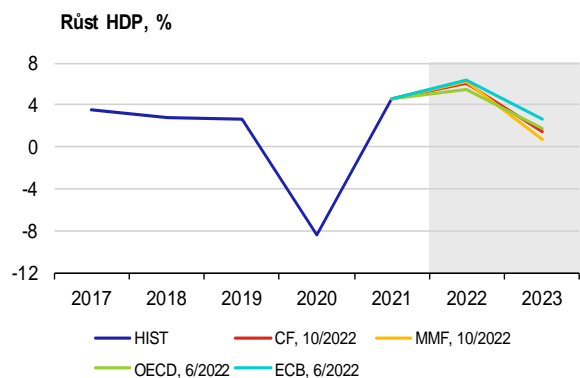


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	2,1	1,1	1,7
2023	0,4	0,5	0,6	0,5

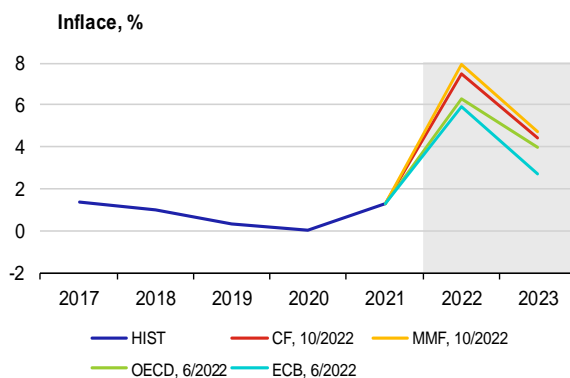


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,7	6,5	6,2	5,6
2023	3,7	3,5	4,6	2,4

## Portugalsko

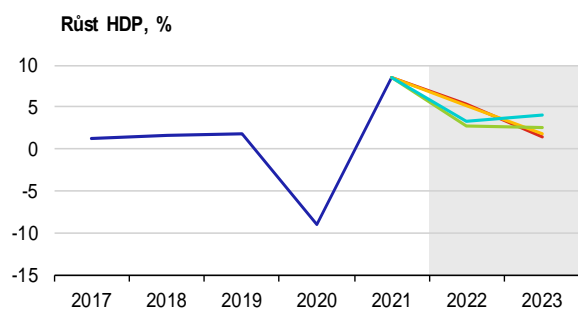


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,0	6,2	5,4	6,3
2023	1,4	0,7	1,7	2,6

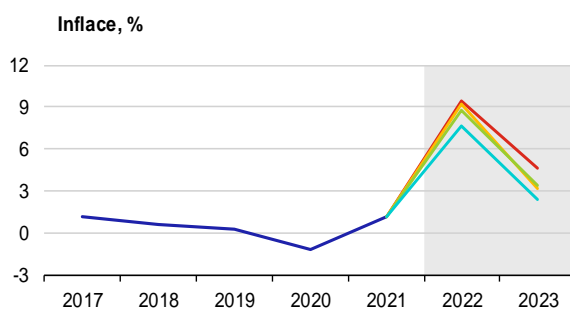


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,5	7,9	6,3	5,9
2023	4,4	4,7	4,0	2,7

## Řecko

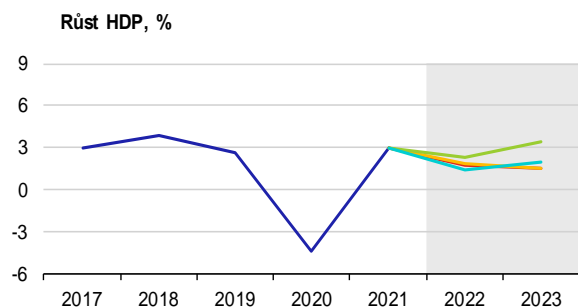


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,3	5,2	2,8	3,2
2023	1,5	1,8	2,5	4,1

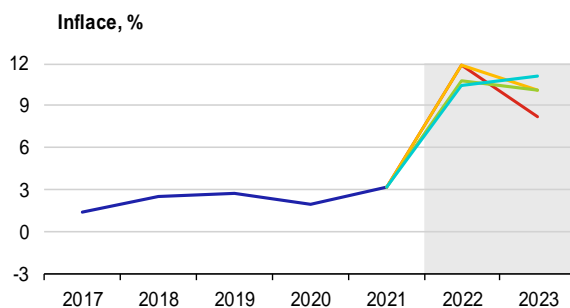


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,4	9,2	8,8	7,6
2023	4,6	3,2	3,4	2,4

## Slovensko

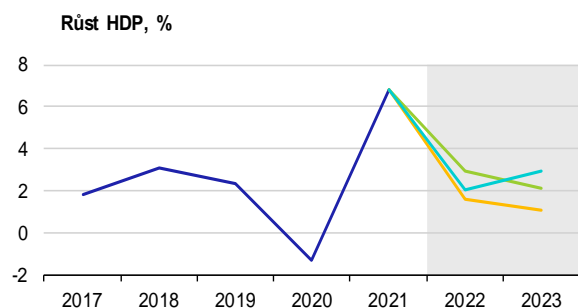


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,7	1,8	2,3	1,4
2023	1,5	1,5	3,4	1,9

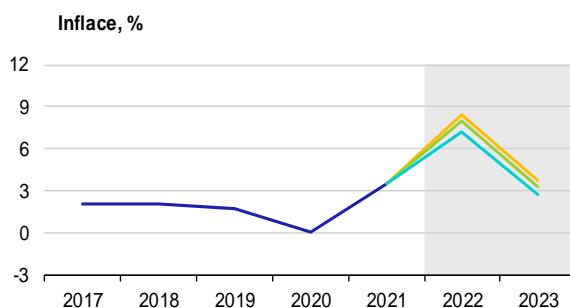


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	11,9	11,9	10,8	10,4
2023	8,2	10,1	10,1	11,1

## Lucembursko

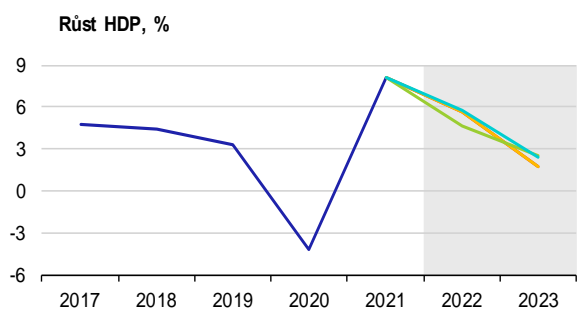


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	1,6	2,9	2,0
2023	n. a.	1,1	2,1	2,9



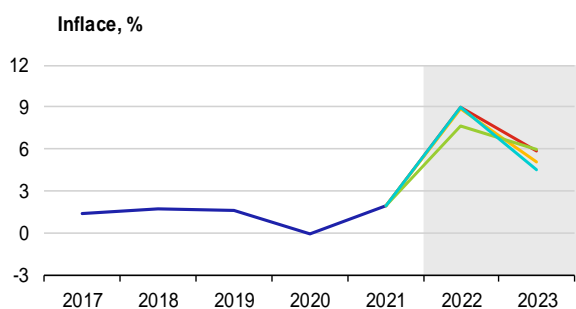
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	8,4	8,0	7,2
2023	n. a.	3,7	3,3	2,7

## Slovensko



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

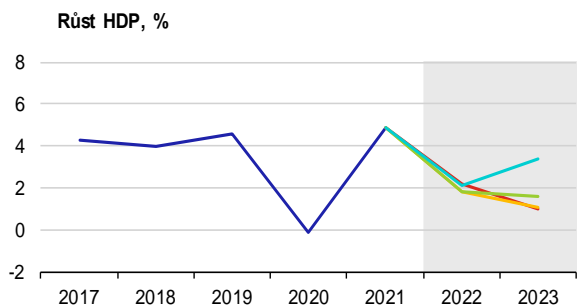
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,6	5,7	4,6	5,8
2023	1,7	1,7	2,5	2,4



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

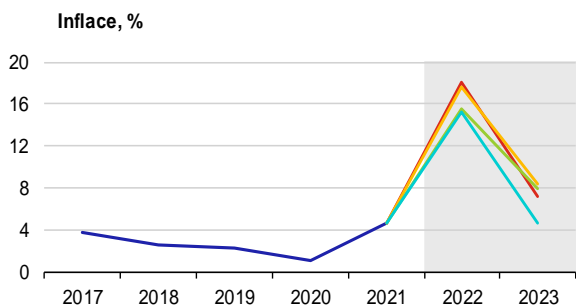
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,0	8,9	7,6	9,0
2023	5,9	5,1	6,0	4,5

## Litva



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

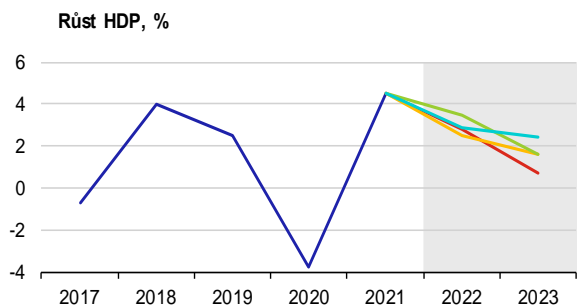
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,2	1,8	1,8	2,1
2023	1,0	1,1	1,6	3,4



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

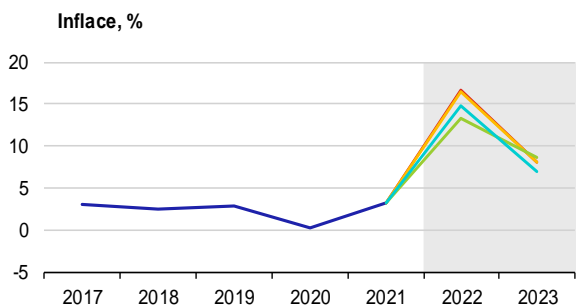
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	18,0	17,6	15,6	15,2
2023	7,2	8,4	7,9	4,6

## Lotyšsko



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

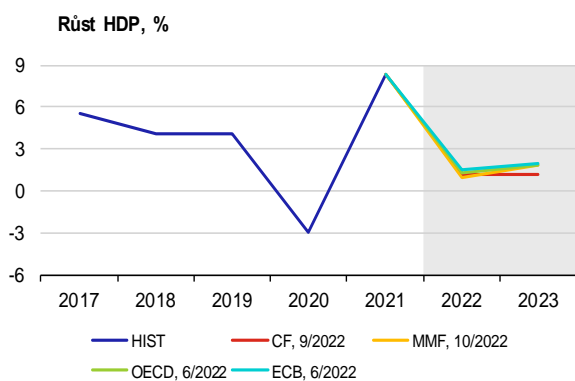
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,8	2,5	3,5	2,9
2023	0,7	1,6	1,6	2,4



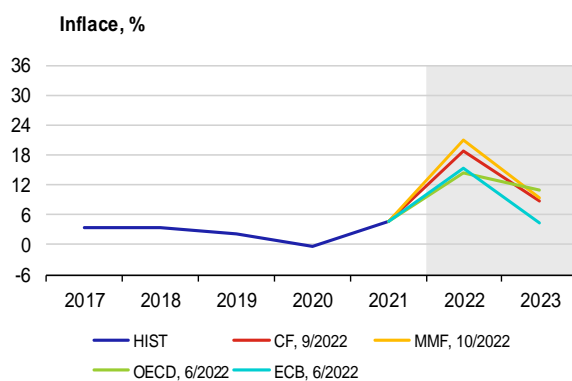
— HIST — CF, 9/2022 — MMF, 10/2022  
— OECD, 6/2022 — ECB, 6/2022

	CF	MMF	OECD	ECB
2022	16,7	16,5	13,3	14,8
2023	8,1	8,0	8,6	7,0

## Estonsko

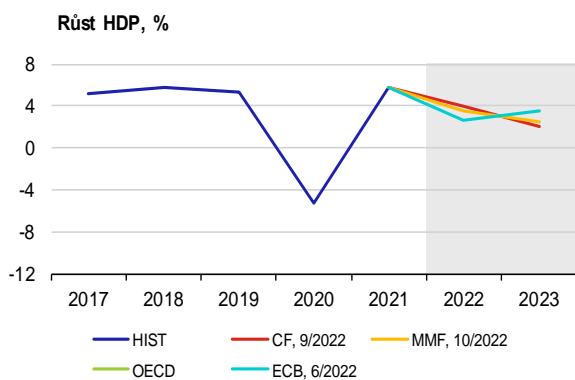


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,2	1,0	1,3	1,5
2023	2,2	1,8	1,8	1,9

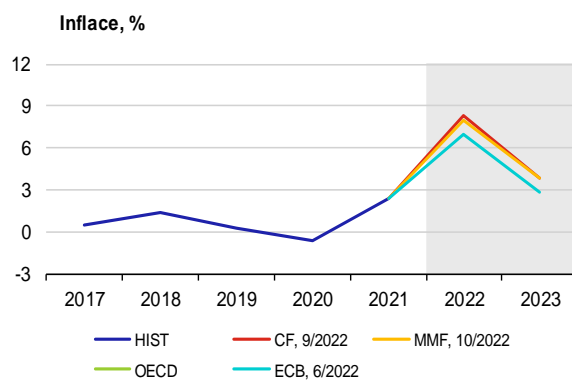


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	18,7	21,0	14,5	15,4
2023	8,9	9,5	10,9	4,5

## Kypr

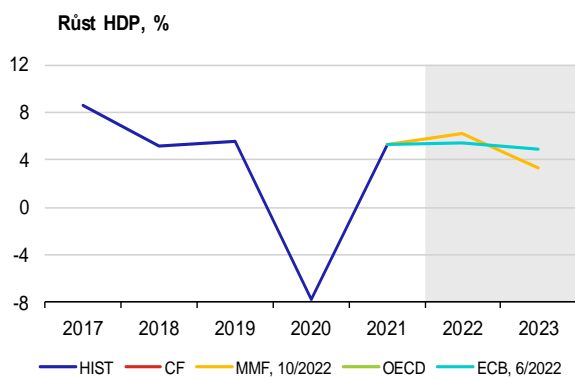


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,9	3,5	n. a.	2,7
2023	2,0	2,5	n. a.	3,6

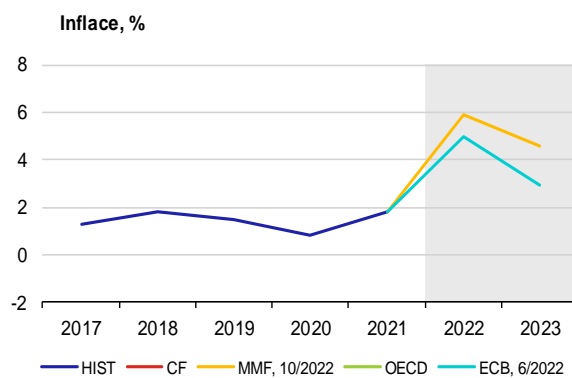


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,3	8,0	n. a.	7,0
2023	3,8	3,8	n. a.	2,8

## Malta



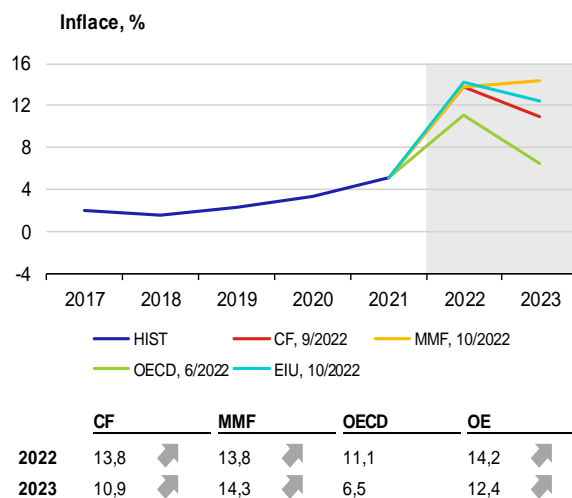
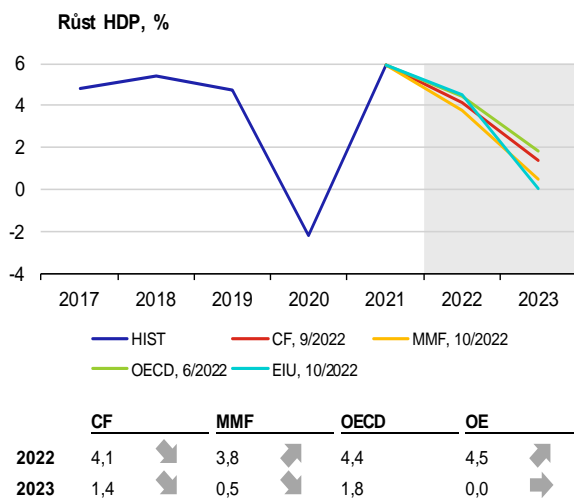
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	6,2	n. a.	5,4
2023	n. a.	3,3	n. a.	4,9



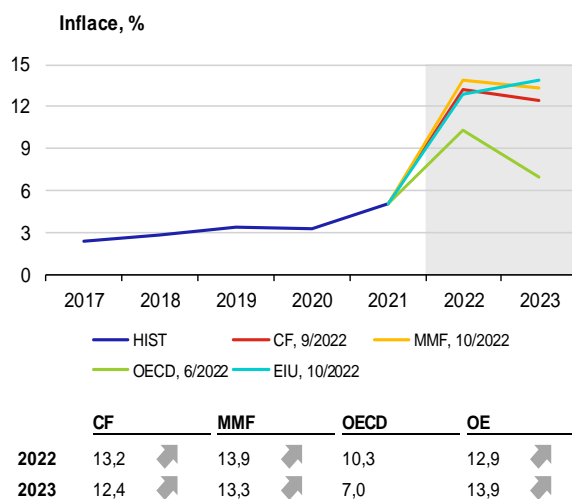
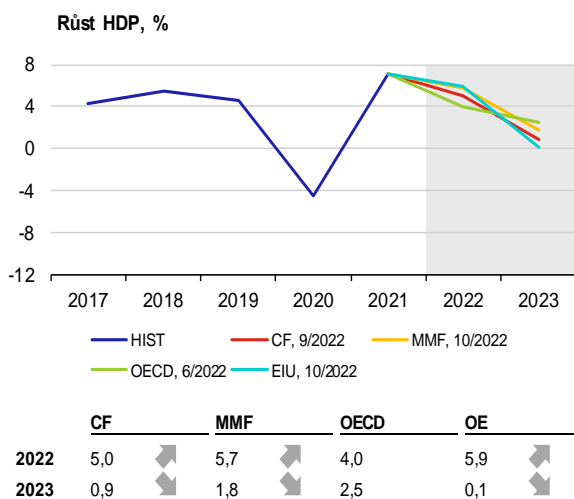
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	5,9	n. a.	5,0
2023	n. a.	4,6	n. a.	2,9

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

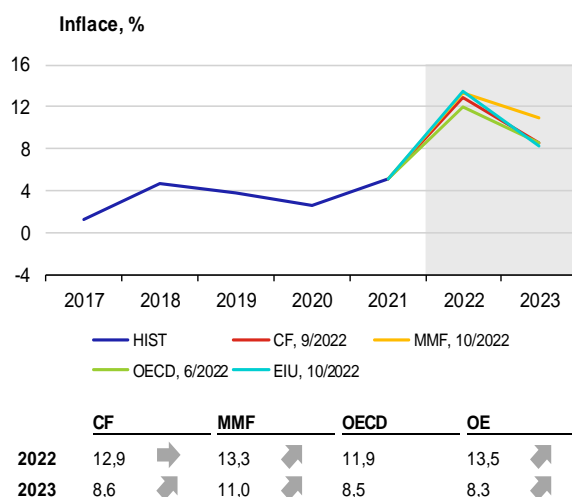
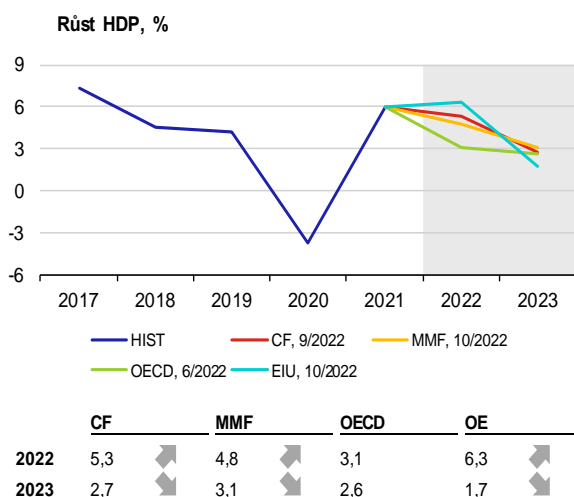
## Polsko



## Maďarsko



## Rumunsko



## A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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

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

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
Fax: 224 412 179  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)