

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED DUBEN 2025



I. Úvod	2
II. Makroekonomický monitoring	3
II. Monitoring centrálních bank	4
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	5
III.1 Eurozóna	5
III.2 Německo	6
III.3 Spojené státy	7
III.4 Čína	8
III.5 Spojené království	9
III.6 Japonsko	9
III.7 Rusko	10
III.8 Polsko	10
III.9 Maďarsko	11
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	12
V. Vývoj na komoditních trzích	13
V.1 Ropa	13
V.2 Ostatní komodity	14
VI. Zaostřeno na...	15
Odliv kapitálu: Hrozba, nebo katalyzátor hospodářského růstu?	15
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2025	21
A2. Změna predikcí pro rok 2026	21
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	22
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	22
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	29
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	30

Datum uzávěrky dat

16. dubna 2025

Sběr dat CF

7. dubna 2025

Datum publikace GEVu

25. dubna 2025

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVu. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z OE.

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
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy, III.1 Eurozóna
Pavla Růžičková	III.1 Eurozóna
Martin Motl	III.2 Německo
Alexis Derviz	III.4 Čína
Michaela Ryšavá	III.5 Spojené království
Milan Frydrych	III.6 Japonsko
Oxana Babecká	III.7 Rusko
Adriana Wałoszková	III.8 Polsko
Anna Drahozalová	III.9 Maďarsko, VI. Zaostřeno na...
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Válka na Ukrajině zdaleka nekončí! Sto dní v úřadu nové americké administrativy pod vedením prezidenta Trumpa nepřineslo žádný hmatatelný posun v nastolení míru. Západní svět sleduje tento vývoj se značnými obavami, výdaje na obranu v Evropě strmě rostou. Bezpečnostní situace se zhoršuje a narůstá i míra ekonomické nejistoty.

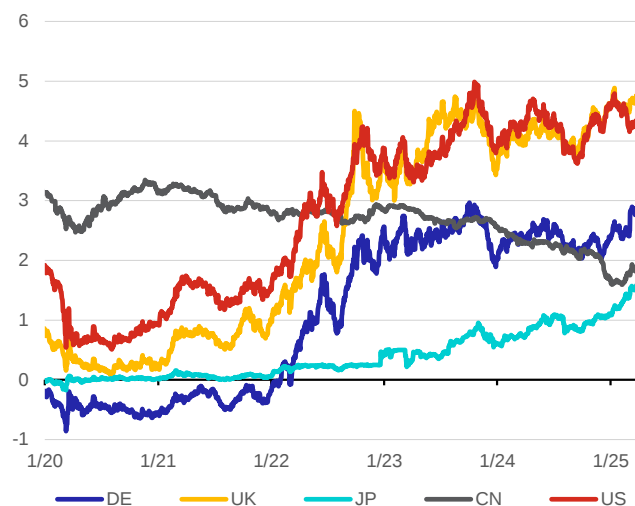
Nebezpečná ekonomická hra: Clo za clo... Zvyšování cel na dovoz zboží do Spojených států, které americká administrativa začala uplatňovat od lednového nástupu D. Trumpa do prezidentského úřadu, představuje zásadní posun v dosavadní obchodní politice USA a vyvolává obavy z rozšíření globálního protekcionismu. Tato opatření, zaměřená na omezení dovozu zboží z téměř všech zemí světa, mají dle oficiální komunikace americké administrativy chránit domácí průmysl a snížit obchodní deficit. Ohlášené celní sazby se v posledních týdnech měnily tak často, že výsledkem je nejen obava ze samotné výše celních sazeb, ale zejména obecná nejistota globálního podnikatelského prostředí podkopávající ekonomický vývoj. Riziko obchodních válek, obavy z recese a z vysoké inflace dopadly na trhy obzvláště výrazně a způsobily značnou volatilitu. Akciové trhy zaznamenaly historické objemy zobchodovaných akcií, dluhopisové trhy zase řešily narůstající americké výnosy, což se dávalo do souvislosti se ztrátou jejich prémiového statusu a důvěry v toto bezpečné aktivum.

Centrální banky čelí značným výzvám v důsledku zavádění protekcionistických opatření, kdy musí najít rovnováhu mezi stabilizací inflace v blízkosti inflačního cíle v kontextu podpory hospodářského růstu. Z pohledu optimální reakce měnové politiky bude klíčové správně vyhodnotit intenzitu souběžně protisměrně působících proinflačních a protiinflačních faktorů včetně jejich rozložení v čase. To představuje pro centrální banky zásadní dilema, zda dokončit fázi uvolňování měnové politiky, nebo tento proces minimálně pozastavit.

Graf aktuálního čísla ukazuje zmíněný vývoj na dluhopisových trzích vybraných ekonomik. Výnosy zejména amerických dluhopisů během dubna výrazně narostly v reakci na jejich masivní výprodeje ze strany investorů. Ty zejména reagovaly na těžko předvídatelnou a současně velmi útočnou celní politiku amerického prezidenta D. Trumpa narušující důvěru v americkou ekonomiku jako dlouhodobě vnímaného bezpečného přístavu. Současně se v nárůstu výnosů odrazila eskalace celních sazeb mezi Spojenými státy a Čínou, která jedním z největších amerických věřitelů.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Odliv kapitálu: Hrozba, nebo katalyzátor hospodářského růstu?](#) Článek se zaměřuje na téma odchodů přímých zahraničních investic z malých otevřených ekonomik, a to optikou analýzy dvou největších globálních investorů – Spojených států a Německa. Zatímco americké investice často stimulují domácí výrobu, německý model může naopak oslabovat domácí investice. Článek tak zpochybňuje obecně pozitivní vnímání přebytků běžného účtu a upozorňuje na možné strukturální slabiny za nimi skryté.

Vývoj výnosů desetiletých vládních dluhopisů ve sledovaných zemích za posledních 5 let, %



Zdroj: Bloomberg

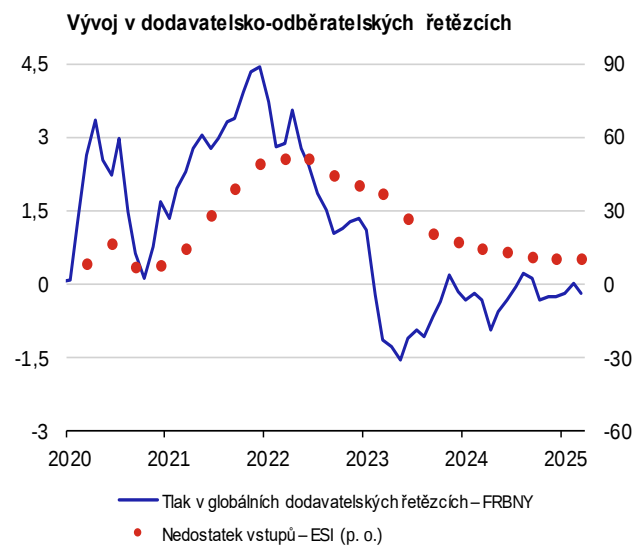
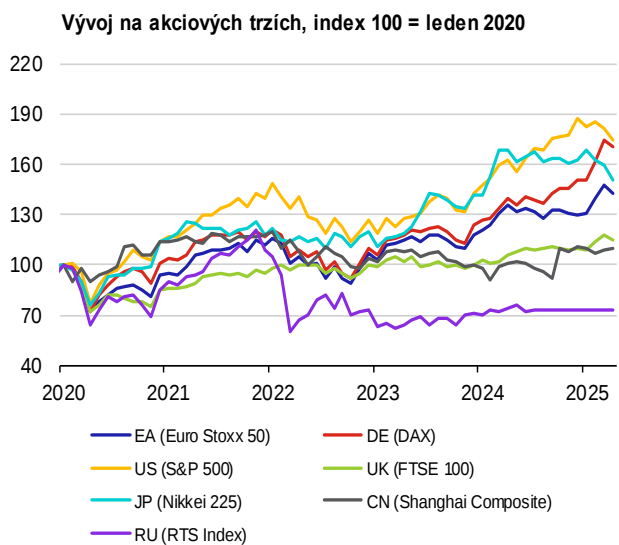
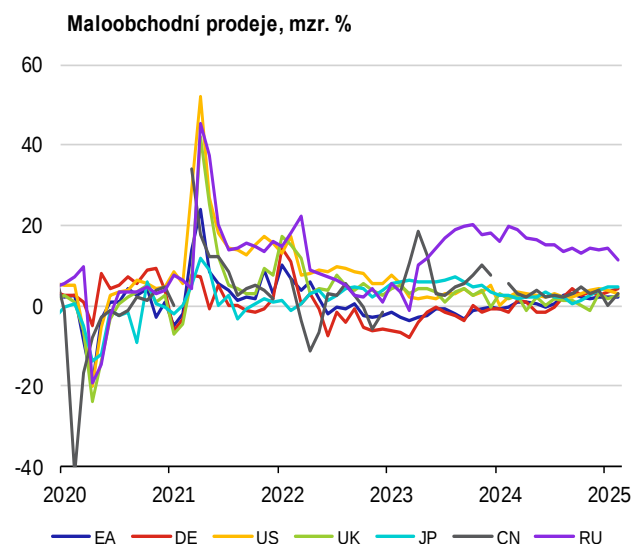
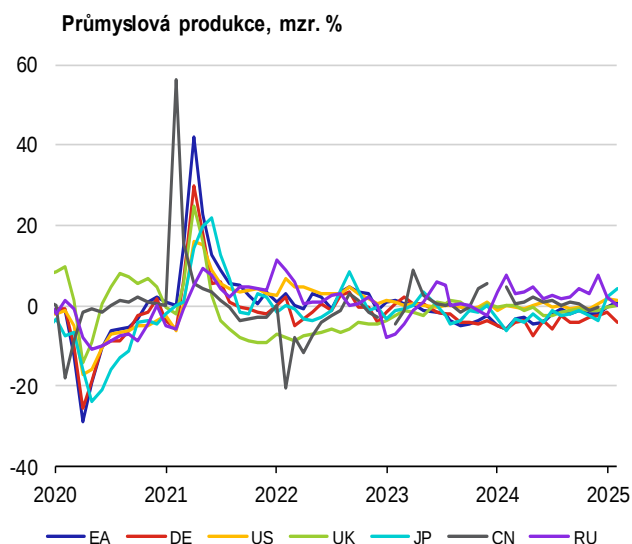
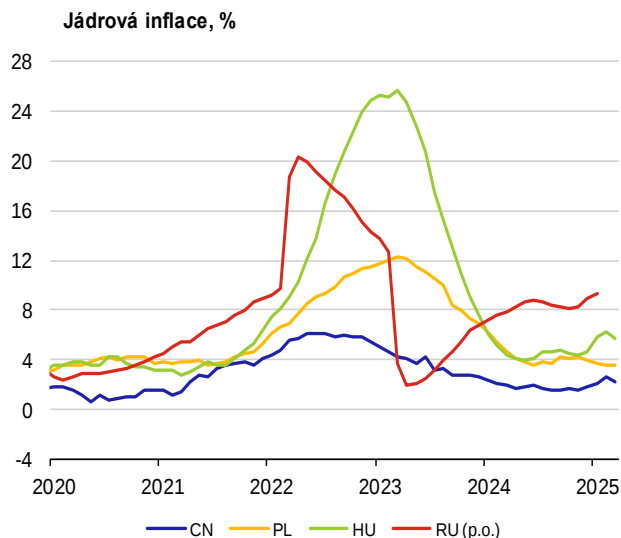
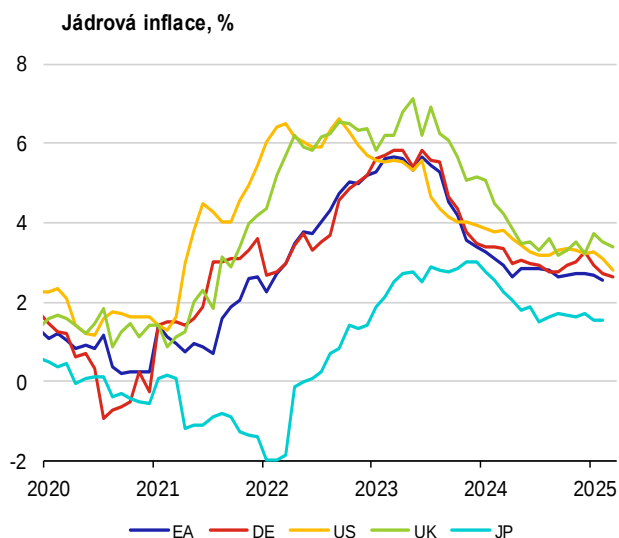
Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2025	0,9 ➡	0,1 ➡	1,4 ➡	0,7 ➡	1,0 ➡	4,5 ➡	1,7 ➡
	2026	1,2 ➡	1,3 ➡	1,7 ➡	1,1 ➡	0,7 ➡	4,2 ➡	1,2 ➡
Inflace (%)	2025	2,2 ➡	2,2 ➡	3,2 ➡	3,1 ➡	2,9 ➡	0,5 ➡	7,1 ➡
	2026	1,9 ➡	2,1 ➡	2,7 ➡	2,4 ➡	1,8 ➡	1,0 ➡	5,1 ➡
Nezaměstnanost (%)	2025	6,4 ➡	6,3 ➡	4,4 ➡	4,7 ➡	2,5 ➡	3,7 ➡	2,6 ➡
	2026	6,4 ➡	6,2 ➡	4,6 ➡	4,7 ➡	2,4 ➡	3,4 ➡	3,7 ➡
Kurz (vůči USD)	2025	1,09 ➡	1,09 ➡		1,29 ➡	144,9 ➡	7,34 ➡	94,8 ➡
	2026	1,11 ➡	1,11 ➡		1,30 ➡	138,8 ➡	7,23 ➡	101,7 ➡

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

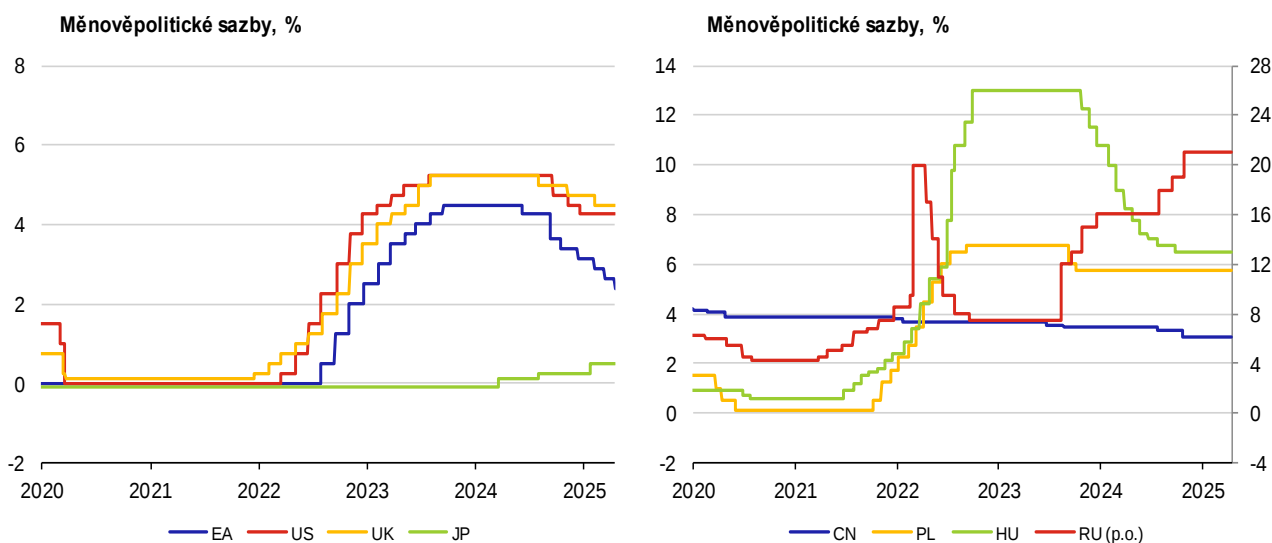
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring



Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

II. Monitoring centrálních bank



Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

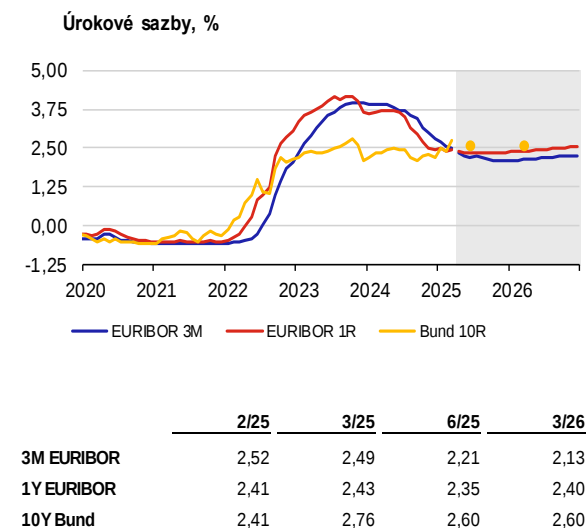
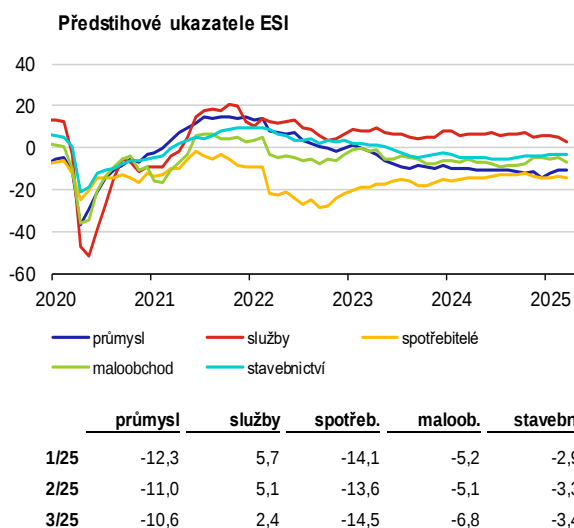
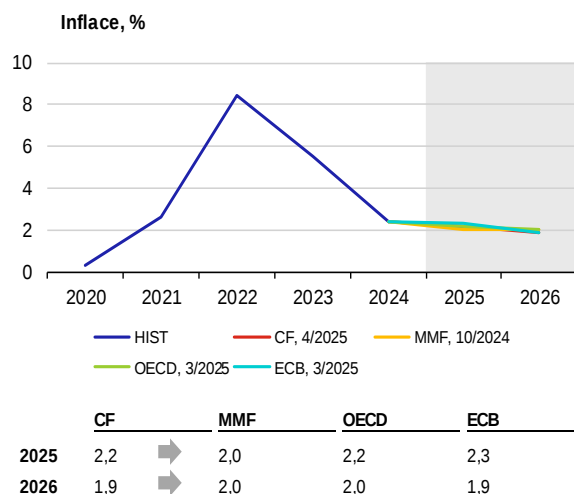
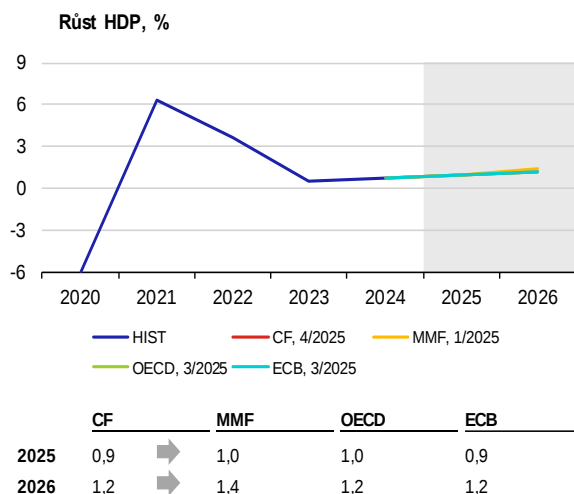
	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Spojené království (BoE)	Japonsko (BoJ)
inflační cíl	2 % (HICP)	2 % (PCE)	2 % (CPI)	2 % (CPI)
poslední inflace	2,3 % (2/2025)	2,5 % (2/2025)	2,6 % (3/2025)	3,7 % (2/2025)
aktuální klíčová sazba	2,25 %	4,25–4,50 %	4,5 %	0,5 %
zveřejněné MP rozhodnutí (změny sazeb)	17. dubna (-0,25)	18.–19. března (0,0)	20. března (0,0)	18.–19. března (0,0)
očekávané MP rozhodnutí	5. června	7. května	8. května	1. května

	Čína	Rusko	Polsko	Maďarsko
inflační cíl	-	4 % (CPI)	2,5 % (CPI)	3 % (CPI)
poslední inflace	-0,1 % (3/2025)	10,3 % (3/2025)	4,9 % (3/2025)	4,7 % (3/2025)
aktuální klíčová sazba	3,1 %	21,0 %	5,75 %	6,5 %
zveřejněné MP rozhodnutí (změny sazeb)	20. ledna (0,0)	21. března (0,0)	2. dubna (0,0)	25. března (0,0)
očekávané MP rozhodnutí	-	25. dubna	7. května	29. dubna

III.1 Eurozóna

Hospodářský růst v eurozóně zůstane v letošním roce ještě umírněný, příští rok už jeho tempo dle dostupných výhledů dosáhne 1,2 %. V závěru loňského roku růst HDP v eurozóně zpomalil (na 0,2 % mezičtvrtletně), když zvolnil růst spotřeby domácností, vlády i růst investic. Ze sektorového pohledu vděčí eurozóna za svou mírnou expanzi výhradně sektoru služeb, mezi nimiž v posledním půlroce vynikaly především veřejná správa, vzdělávání a zdravotnictví, příspěvek průmyslu k růstu hrubé přidané hodnoty byl záporný. To by se mohlo v letošním prvním čtvrtletí obrátit, jelikož průmyslová produkce vykázala v lednu i v únoru obстойný meziměsíční růst. Růst tržeb v maloobchodě byl umírněný, přesto i ten překonal průměr loňského čtvrtého čtvrtletí. Tempo růstu HDP za první čtvrtletí by tak mohlo mírně překonat hodnotu z konce roku. Shodně vyznívá i kompozitní PMI, který se počátkem roku dostal nad 50bodovou hranici a v březnu se dále zvýšil, zejména díky růstu průmyslového subindexu. Rizikem pro růst však zůstává snížený ekonomický sentiment dle šetření ESI a klesající důvěra spotřebitelů (navzdory rekordně nízké nezaměstnanosti), přičemž obchodní válka ze strany USA v nejbližší době náladě v ekonomice zřejmě nepřispěje. Výhledy analytiků na smršť tarifních změn prozatím výrazněji nereagují. CF očekává letos růst HDP o 0,9 %, shodně s březnovou prognózou ECB. Predikce OECD byla jen nepatrně optimističtější. V příštím roce je konsenzuálně očekáváno zrychlení tempa růstu na 1,2 %.

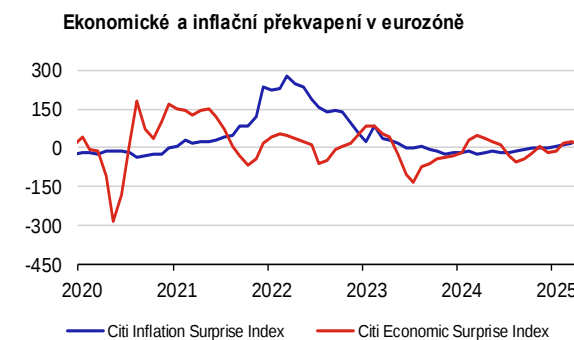
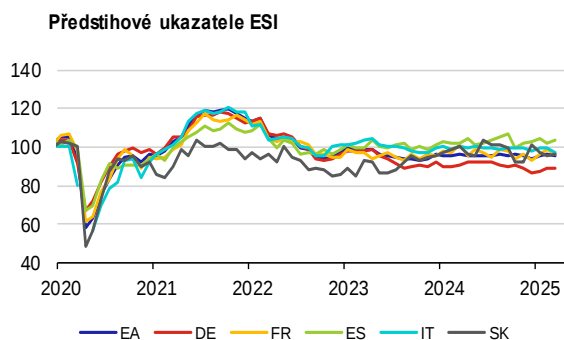
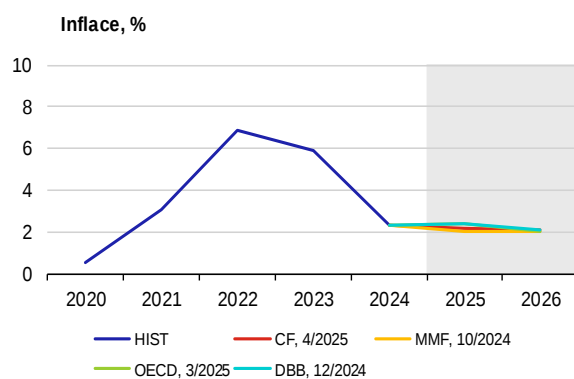
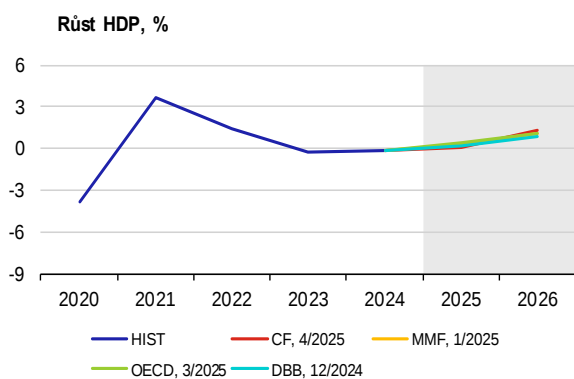
ECB na svém dubnovém zasedání snížila v souladu s očekáváním trhů své sazby o 0,25 p. b. V eurozóně pokračuje dezinflační proces, v březnu poklesla inflace na 2,2 %. ECB zdůrazňuje riziko vyššího cenového vývoje ve službách, ve kterých růst cen poklesl v březnu na 3,5 %. Ve své březnové prognóze očekává ECB v letošním roce inflaci v průměru 2,3 %, v příštím roce pak 1,9 % a v roce 2027 by měla inflace být na 2% inflačním cíli. Zvýšená dynamika cen má být zejména u potravin, naopak umírněná v letošním a příštím roce v případě cen energií. Trh nyní očekává celkem tři snížení sazeb do konce letošního roku, což by dostalo depozitní sazbu pod 2 %, což je podle analytiků neutrální úroveň.



III.2 Německo

Zatímco německá ekonomika vykázala za celý minulý rok meziroční pokles o 0,2 %, plánovaný fiskální impuls otevírá cestu k výraznějšímu růstu v budoucnosti. Rizikovým faktorem zůstává přetrvávající útlum v průmyslovém sektoru. Výsledky průzkumu ekonomického sentimentu agentury ZEW ukazují, že v dubnu došlo k prudkému poklesu obchodního optimismu v Německu (-14 bodů), což představuje nejnižší hodnotu za téměř dva roky a nejstrmější měsíční pokles od března 2022, kdy sentiment prudce klesl v důsledku ruské invaze na Ukrajinu. Pokles sentimentu negativně ovlivňuje zejména exportně orientovaná odvětví, což odráží nejistotu vyplývající z relativně agresivní obchodní politiky USA. Naopak oznámení o odkladu navýšených cel ze strany USA a výjimkách pro vybrané zboží dovážené z Číny vyvolalo pozitivní reakce evropských akciových indexů, včetně německého indexu DAX, což naznačuje určitou oddělenost mezi makroekonomickým pesimismem a tržními očekáváními. V příštích letech bude mít na německou ekonomiku výrazný stimulační efekt plánovaná fiskální expanze prostřednictvím zvýšení veřejných výdajů na obranu a infrastrukturu, mezi které patří zřízení zvláštního infrastrukturního fondu ve výši 500 miliard eur, financovaného prostřednictvím nových státních dluhopisů, a vyjmutí obranných výdajů z limitu dluhové brzdy. Celková výše tohoto fiskálního impulsu se v následujících 12 letech odhaduje na téměř bilion eur, avšak je třeba počítat s právními a politickými překážkami, které mohou zpomalit nebo upravit plánované změny. Podle dubnového výhledu analytiků CF bude německá ekonomika v letošním roce v meziročním srovnání ještě stagnovat, přičemž v příštím roce se její tempo růstu zrychlí na 1,3 %.

Spotřebitelské ceny, měřené indexem HICP, vzrostly v březnu meziročně o 2,3 %. Protiinflačním směrem působil vývoj cen energií, zatímco růst cen potravin zrychlil. K celkovým proinflačním tlakům dále přispěly ceny služeb, jejichž nadprůměrný meziroční růst dosáhl 3,5 %. Jádřová inflace dosáhla meziročně hodnoty 2,6 %, což rovněž potvrzuje proinflační prostředí i v ostatních klíčových produktových skupinách. Analytici CF očekávají, že spotřebitelské ceny letos vzrostou meziročně tempem 2,2 %, přičemž v příštím roce se růst mírně zpomalí na 2,1 %.



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
1/25	95,3	87,9	96,1	104,2	100,0	97,2
2/25	96,3	89,1	98,5	102,3	99,6	95,9
3/25	95,2	89,4	96,4	103,4	97,6	96,3

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF

	5y5y	SPF
2/25	2,07	2,00
3/25	2,15	2,00
4/25	2,07	n.a.

III.3 Spojené státy

Americký prezident D. Trump svojí celní politikou výrazně ovlivňuje finanční trhy a očekávání Američanů.

V kombinaci s rostoucími geopolitickými riziky panuje na trzích, a zejména v mezinárodním obchodě, značná nejistota ohledně dalšího vývoje. Podle analytiků CF by měla americká ekonomika letos růst pouze o 1,4 % ročně. Březnový výhled centrální banky odhaduje růst na 1,7 %, zatímco OECD je optimističtější a ve svém březnovém výhledu očekává růst o 2,2 %. Oznámení zvýšených celních sazeb na začátku dubna vedlo k poklesu finančních trhů i revizi některých rychlých odhadů růstu HDP. Například odhad modelu GDPNow Atlantského Fedu předpovídá v prvním čtvrtletí propad HDP o 2,8 %, přičemž hlavním zdrojem poklesu jsou čisté exporty. Naopak domácí spotřeba by měla i nadále růst. Jiný model – Economic News Index St. Louiského Fedu – očekává naopak růst HDP o 2,9 %.

Růst spotřebitelských cen je v USA stále zvýšený a rovněž se očekává dopad zaváděných cen do spotřebitelských cen. Návrh k inflačnímu cíli se tak zřejmě odkládá. Meziroční inflace v březnu sice klesla na 2,4 %, jádrová inflace dokonce na 1,8 %, ale dle indexu PCE zůstávají jádrové ceny meziročně zvýšené o 2,8 %. Nový výhled CF výrazně upravil očekávanou inflaci pro letošní rok na 3,2 %, pro příští rok pak na 2,7 %. Březnový výhled centrální banky pracuje pro letošek s hodnotou 2,7 % a pro rok 2026 byl odhad navýšen na 2,2 %.

Březnové zasedání amerického Fedu skončilo v souladu s očekáváním bez změn sazeb. Představitelé Fedu nyní předpokládají přibližně dvě snížení sazeb do konce roku. Tržní očekávání jsou však ještě ambicióznější a počítají až se třemi sníženími, kdy první by mohlo přijít na červnovém zasedání, od květnového se očekává stabilita. Fed se ve svých vyjádřeních snaží mírnit přehnaná očekávání rozkolísaných a nejistých trhů a zdůrazňuje potřebu důsledného zvládnutí inflace. Pod tlakem se aktuálně nachází i dluhopisový trh. Dochází k výprodejům a výnosy dlouhodobých dluhopisů rostou – nejen v USA, ale i na dalších světových trzích.



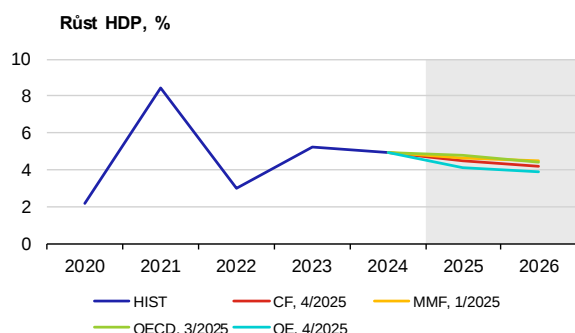
III.4 Čína

Čínské hospodářství od začátku roku vykazuje výrazné známky oživení. Meziroční růst HDP v prvním čtvrtletí dosáhl dle oficiálních údajů 5,4 %, stejně jako v posledním čtvrtletí minulého roku. V březnu mimořádně vzrostly maloobchodní prodeje a snížila se nezaměstnanost v městských oblastech. Velká část tohoto oživení je reakcí na vládní stimulační opatření, která, především pod vlivem rozbíhající se obchodní války s USA budou muset být v nejbližších měsících ještě rozsáhlejší. Průmyslová produkce v únoru meziročně vzrostla o 5,9 %, což je více než po většinu loňského roku. Z hlavních odvětví nejsilnější, dokonce dvouciferný, růst připadl na automobilový průmysl (12 %), následovaný počítačovou a komunikační technikou (přes 10 %).

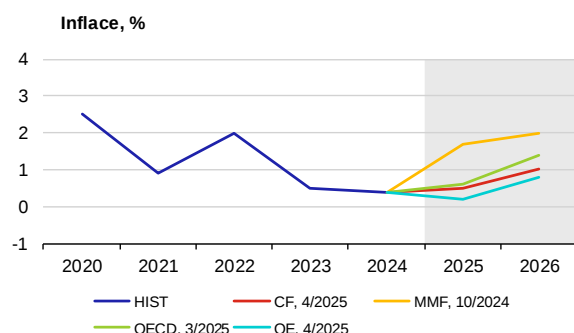
Odpovídajícím způsobem se v prvním čtvrtletí vyvíjel také podnikatelský sentiment. Souhrnný PMI od prosince 2024 roste, v březnu dosáhl 51,4 bodů. Na tomto růstu se podílela jak výrobní, tak nevýrobní odvětví, ale nejvyšší hodnotu zaznamenaly služby. Na druhé straně, nezaměstnanost v kategorii mladších ročníků od začátku roku spíše roste. Nicméně většina předpovědí počítá s mírným sezonním zlepšením zaměstnanosti v jarních měsících.

Předstih nabídky před poptávkou se od začátku roku odráží v návratu k deflaci spotřebitelských cen. V březnu poklesl CPI o 0,1% meziročně a o 0,4% meziměsíčně (v únoru meziročně -0,7%, meziměsíčně -0,2%). Naopak jádrová inflace po únorové deflační epizodě (první od ledna 2021) se v březnu vrátila k růstu (o 0,5% meziročně). Ceny výrobců klesají, i když proměnlivou rychlostí, již déle než rok, přičemž se očekává další pokles.

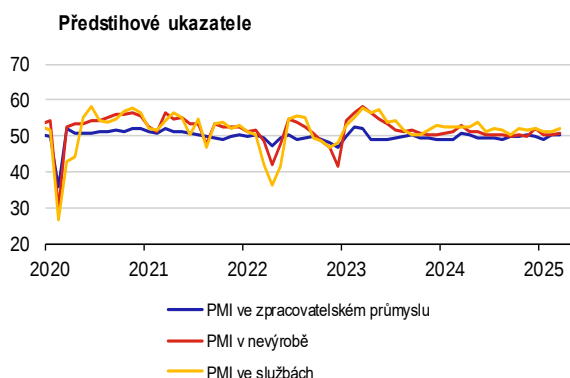
Čínský zahraniční obchod od začátku roku zažívá silné zvraty a nejisté vyhlídky. Vývozy v březnu rostly mimořádně silně (o 12,4% meziročně), zjevně ve snaze vývozců dodat co největší objemy před začátkem platnosti nových cel v USA. Dynamika dovozů v únoru spadla do záporných hodnot a pokles pokračoval také v březnu, především kvůli nejistotám ohledně výhledu domácí poptávky.



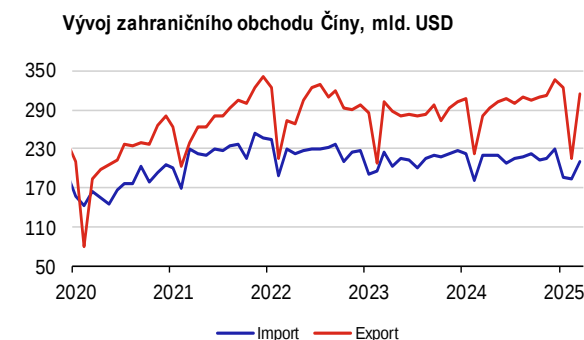
	CF	MMF	OECD	OE
2025	4,5	4,6	4,8	4,1
2026	4,2	4,5	4,4	3,9



	CF	MMF	OECD	OE
2025	0,5	1,7	0,6	0,2
2026	1,0	2,0	1,4	0,8



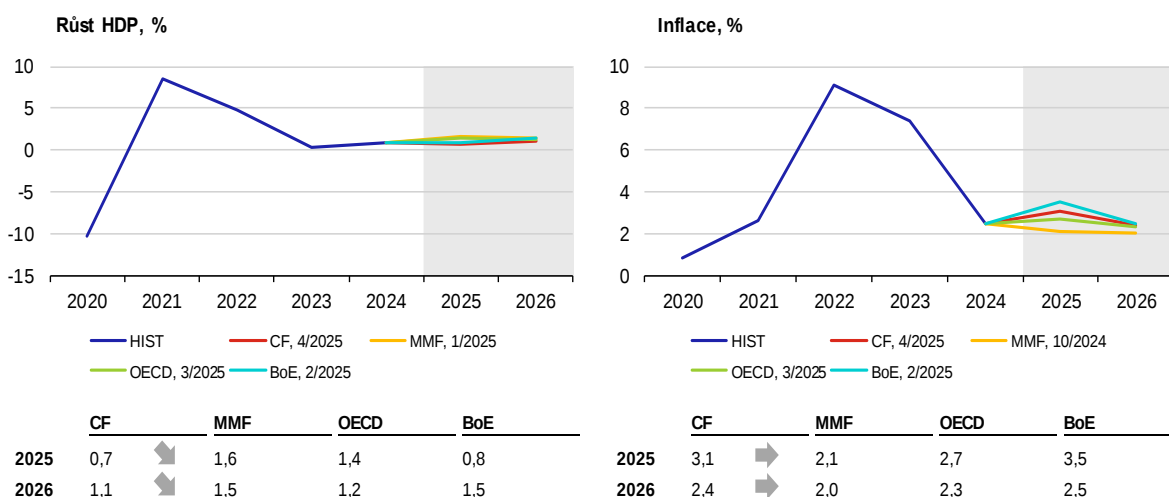
	PMI zprac. prům.	PMI v nevýrobě	PMI ve službách
1/25	49,1	50,2	51,0
2/25	50,2	50,4	51,4
3/25	50,5	50,8	51,9



Zdroj: Bloomberg

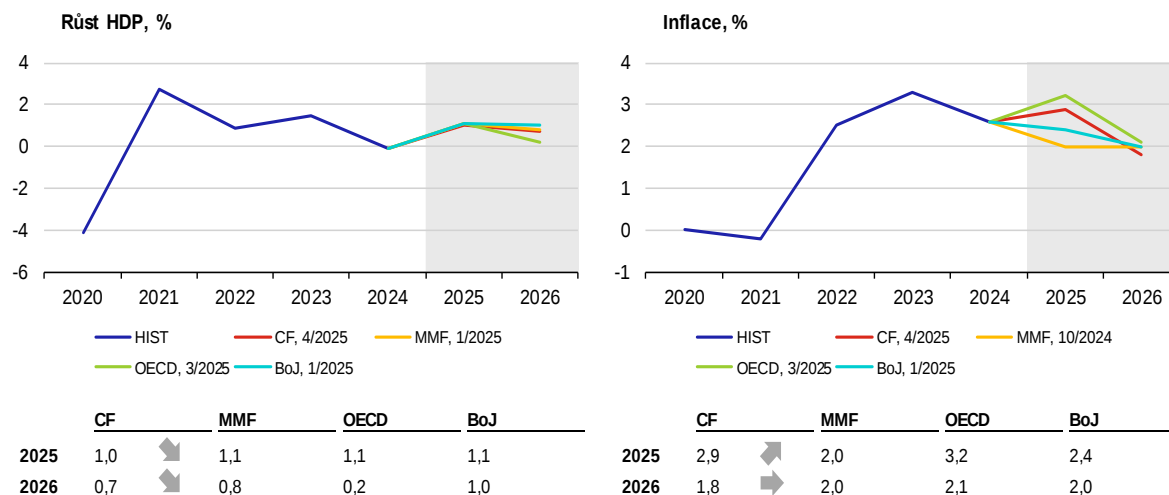
III.5 Spojené království

Prognózy růstu britské ekonomiky jsou zasažené agresivními Trumpovými cly. Ekonomové počítají s poklesem důvěry a investic a dle průměru deseti prognóz vypracovaných po představení cel na počátku dubna by měl HDP vzrůst v letošním roce pouze o 0,8 % (což předpovídá též BoE). CF nově snížil svou prognózu a předpovídá podobný růst (0,7 %), který by měl v roce 2026 oživit nad 1 %. Obchodní válka navíc přichází v době, kdy ekonomika v posledním čtvrtletí loňského roku téměř nerostla (0,1 %). Před dopadem cel na růst varuje i BoE, avšak upozorňuje, že inflační důsledky jsou prozatím nejasné. Na svém březnovém zasedání rozhodla o zachování základní úrokové sazby na úrovni 4,5 % a uvedla, že bude ke snižování přistupovat opatrně. Spotřebitelská inflace v březnu zpomalila nad očekávání na 2,6 %, k čemuž nejvíce přispěla rekreace a kultura, ale též nižší ceny benzínu. Lehce zvolnila i jádrová inflace (3,4 %), ale též důležité služby (4,7 %). Dle prognóz CF i BoE však inflace letos dosáhne v průměru více jak 3 % (zvýšení stropu pro ceny energií, zvýšení některých daní či minimální mzdy) a v roce následujícím zpomalí k 2,5% hranici.



III.6 Japonsko

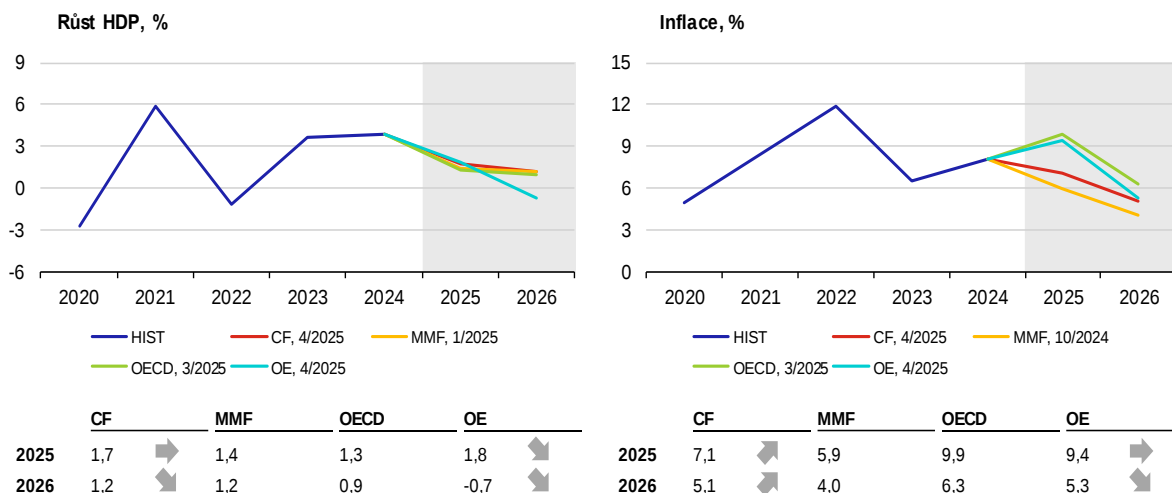
Počáteční optimismus ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb japonskou centrální bankou (BoJ), který byl vyvolán rostoucí inflací a růstem mezd, je zmírňován nejistotou ohledně obchodní politiky USA. V návaznosti na globální nejistotu japonský jen výrazně posílil, čímž dále zatěžuje exportně orientovanou zemi. Trh s vládními dluhopisy také zažívá krušné chvíle, výnosová premie na dlouhém konci vzrostla na 23leté maximum vlivem spekulace ohledně fiskální expanze Japonska spolu s vysychající likviditou a zvýšenou volatilitou. Ke strmější výnosové křivce přispěla také změna postoje BoJ ke zvyšování úrokových sazeb. Nyní pouze část trhu počítá s dalším zvýšením sazeb tento rok. CB bude vyčkávat, jak se vyvine celní válka, i když ekonomické fundamenty by ji jinak tlačily do dalšího zvýšení sazeb. Výhled inflace pro rok 2025 zůstává zvýšený spolu s relativně solidním růstem HDP. V příštím roce se pak očekává konvergence k inflačnímu cíli s růstem HDP poblíž potenciálu, zatímco pro klíčovou úrokovou sazbu CF očekává pouze 1 %, což je v dolním odhadovaném pásmu neutrální sazby.



III.7 Rusko

Ruská ekonomika v závěru roku dočasně zrychlila vlivem vysokého objemu výroby na základě státních zakázek.

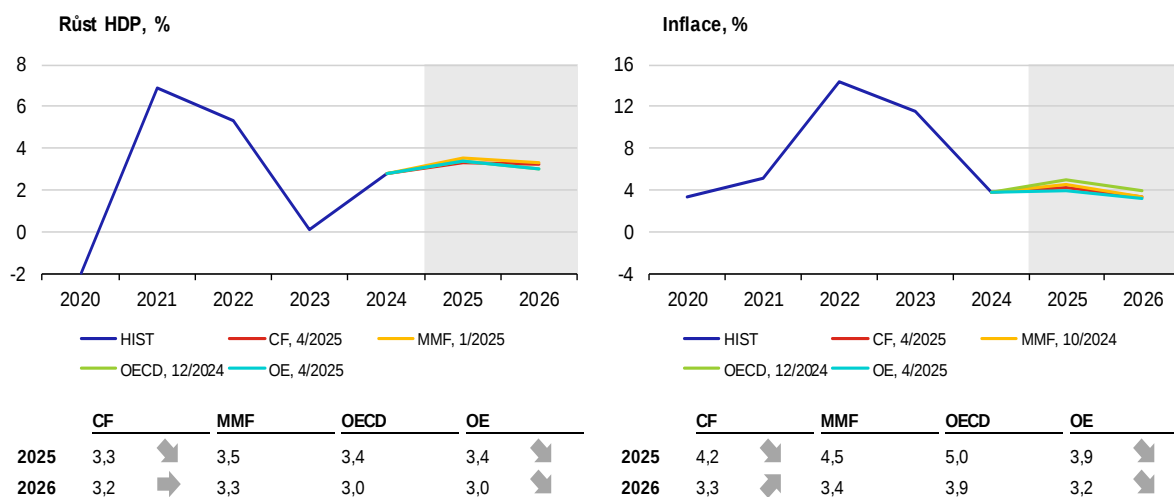
Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí vzrostl na 4,5 % z předchozího tempa 3,3 %, což přispělo k dalšímu přehřátí ekonomiky a v roce 2025 vytlačilo inflaci na dvojcifernou úroveň. V březnu růst spotřebitelských cen zrychlil již popáté v řadě a dosáhl 10,3 %. Na základě výhledu a předstihových indikátorů však centrální banka Ruské federace očekává, že v prvním čtvrtletí dojde k mezikvartálnímu zpomalení ekonomické aktivity. Mírnější bude zároveň cenový růst, k čemuž výrazně přispělo posílení rublu (cca 82 RUB/USD v polovině dubna). Ruskou ekonomiku zároveň negativně ovlivňuje pokles cen ropy, která je významným zdrojem státních příjmů. V polovině dubna cena ropy Brent klesla hluboko pod předpoklady základního scénáře prognózy CBR na rok 2025 (80 USD/barel v průměru za rok), což zvyšuje rizika pro budoucí ekonomický vývoj.



III.8 Polsko

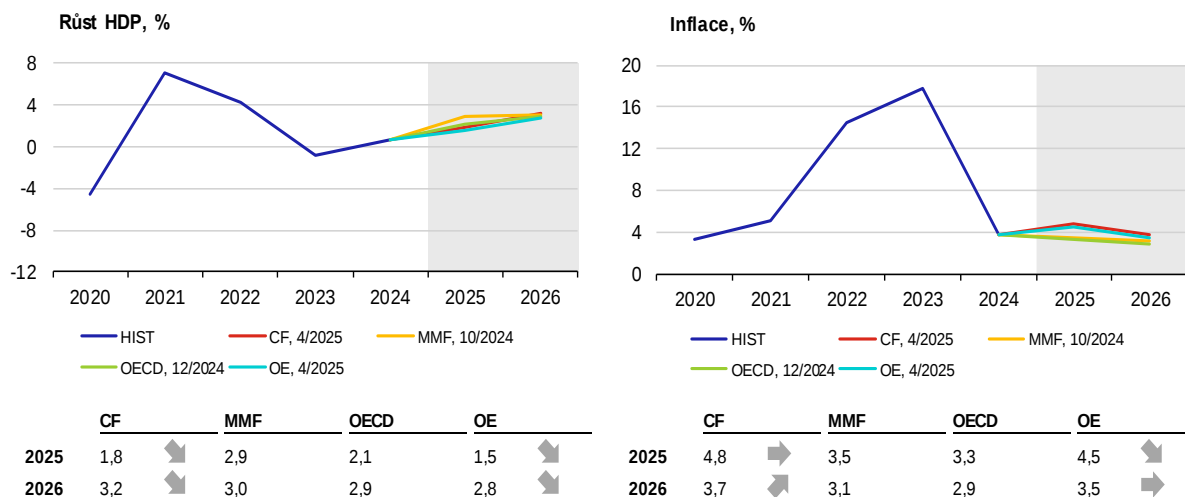
Vládní projekce počítají v letošním roce s růstem ekonomiky o 3,9 %, a to především díky spotřebě a investiční aktivitě.

Ve směru nižšího růstu však mohou působit negativní dopady vyvolané globálním obchodním napětím. HDP Polska ve čtvrtém čtvrtletí 2024 vzrostl o 3,2 % meziročně, přičemž hlavním tahounem byl růst domácí poptávky (4,8 %). Inflace se stabilizovala na úrovni, která nadále převyšuje inflační cíl NBP – v březnu došlo k meziročnímu nárůstu indexu spotřebitelských cen o 4,9 %, což odpovídá tempu zaznamenanému v předchozích měsících. Navzdory revidovanému nižšímu inflačnímu výhledu NBP se nadále předpokládá, že inflace zůstane po většinu roku nad tolerančním pásmem. Rada pro měnovou politiku na dubnovém zasedání rozhodla v souladu s očekáváním o ponechání základní úrokové sazby beze změny (5,75 %), avšak v reakci na aktuální ekonomický vývoj, především nižší než očekávaný růst cen a mezd, je pravděpodobnost snížení sazeb na příštích zasedáních vyšší.



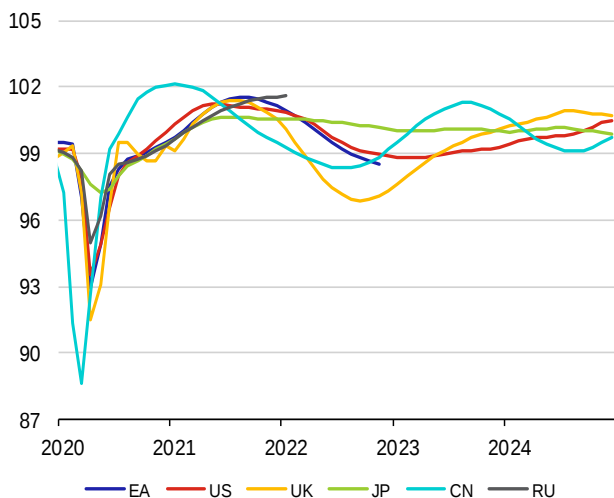
III.9 Maďarsko

Maďarsko se potýká se zvýšenou inflací, která na počátku letošního roku dosáhla nejvyšší úrovně v EU. Maďarská vláda proto v polovině března zastropovala marže u základních potravin. Meziroční spotřebitelská inflace v březnu sice klesla (o 0,9 p. b.), stále ale zůstává na zvýšených úrovních (4,7 %) mimo toleranční pásmo centrální banky (2-4 %). Základní úroková sazba proto zůstává na 6,5 % a MNB prozatím vyloučila její brzké snížení. Vedle potenciálních dopadů obchodních válek navíc zůstává rizikem pro růst tuzemských cen také oslabující forint. Dubnový výhled inflace pro letošní rok je proto podle analytiků CF 4,8 % a podobně ji v letošním roce vidí i analytici OE (4,5 %). Agentura S&P navíc v dubnu snížila výhled úvěrového ratingu Maďarska s ohledem na rizika fiskální stability plynoucí z nejistého výhledu růstu, vysokých úrokových výdajů, snižujícího se přílivu prostředků z fondů EU a výdajových tlaků před napjatě očekávanými volbami. Výhledy HDP na následující roky se posouvají níže v reakci na pokračující pokles průmyslové produkce, výrazný propad nových objednávek a špatnou spotřebitelskou náladu.

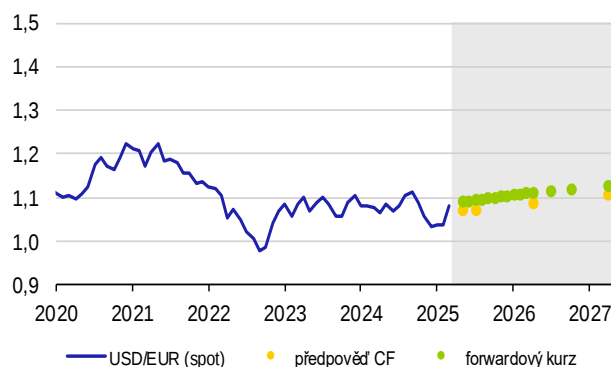


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

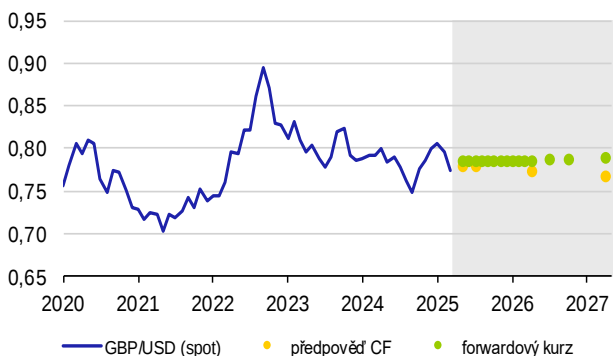


Americký dolar (USD/EUR)



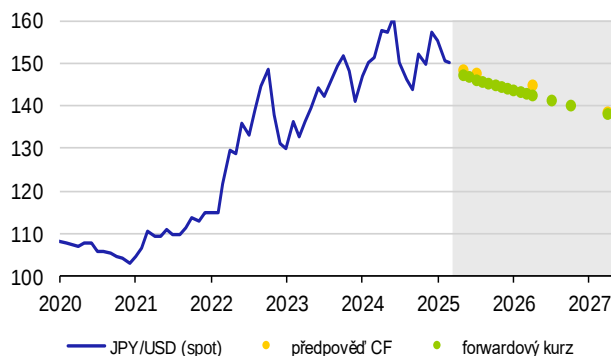
	7/4/25	5/25	7/25	4/26	4/27
spotový kurz	1,092				
předpověď CF		1,075	1,075	1,088	1,109
forwardový kurz		1,093	1,097	1,113	1,131

Britská libra (GBP/USD)



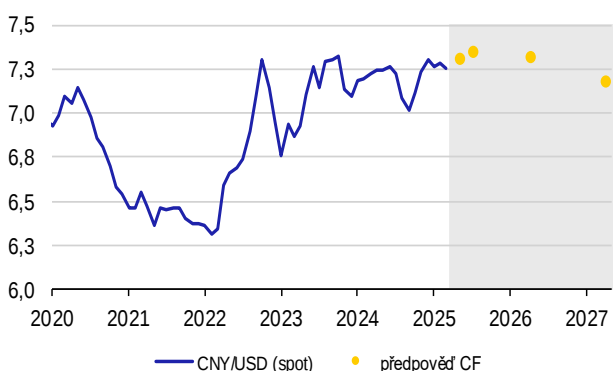
	7/4/25	5/25	7/25	4/26	4/27
spotový kurz	0,784				
předpověď CF		0,779	0,781	0,775	0,767
forwardový kurz		0,786	0,786	0,787	0,790

Japonský jen (JPY/USD)



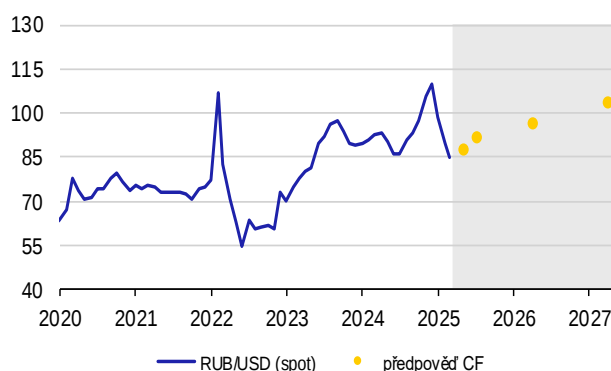
	7/4/25	5/25	7/25	4/26	4/27
spotový kurz	147,6				
předpověď CF		148,7	147,9	144,9	138,8
forwardový kurz		147,3	146,3	142,5	138,2

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	7/4/25	5/25	7/25	4/26	4/27
spotový kurz	7,322				
předpověď CF		7,312	7,351	7,325	7,183

Ruský rubl (RUB/USD)



	7/4/25	5/25	7/25	4/26	4/27
spotový kurz	86,15				
předpověď CF		88,16	92,14	97,00	104,00

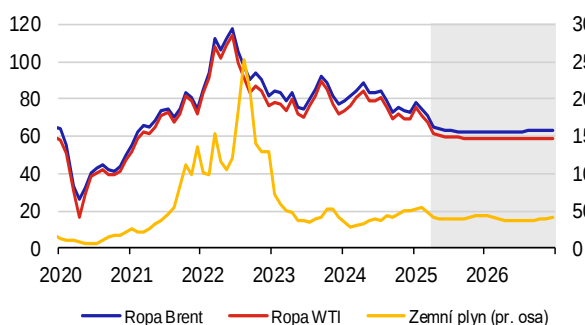
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa

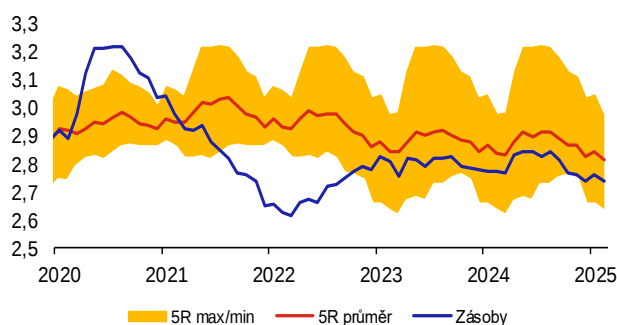
Cena ropy Brent se po prudkém propadu na začátku dubna udržovala pod hranicí 65 USD/barel. V polovině ledna cena ropy začala rychle klesat z letošního maxima 82 USD/barel kvůli obavám, že politika nové americké administrativy povede ke zpomalení globální ekonomické aktivity a poptávky po ropě. Stejným směrem by měly působit i vyšší sazby Fedu v reakci na očekávanou zvýšenou inflaci v USA. Finanční investoři se kvůli nepřehlednému vývoji zbavovali svých dlouhých pozic na ropu. Na začátku března se cena ropy Brent dostala pod 70 USD/barel, když aliance OPEC+ potvrdila svůj záměr začít od dubna zvyšovat těžbu. Nicméně později se cena obrátila k růstu poté, co prezident Trump zmínil cla na některé zboží z Kanady a Mexika. Postupně také vyprchával optimismus ohledně jednání o míru na Ukrajině, oslaboval dolar a byly zpřísňovány sankce na vývoz ropy z Íránu, Ruska a Venezuely. Koncem března se tak cena dostala až k 75 USD/barel. Na začátku dubna prezident Trump uvalil vysoká „reciproční“ dovozní cla na velké množství zemí a OPEC+ oznámil nečekaně vysoký růst těžebních kvót od května. Následně Čína zavedla odvetná cla na dovoz z USA a Saúdská Arábie výrazně snížila prodejní cenu své ropy pro asijské zákazníky. To mělo za následek prudký propad cen ropy o více než 10 USD/barel během několika dnů, a to i přes další prudké oslabení dolaru. Poté se cena ropy Brent ustálila mírně pod 65 USD/barel.

Tržní výhled ceny ropy Brent z první poloviny dubna zůstává letos klesající s cenou na konci roku 62,5 USD/barel. V příštím roce již futures křivka implikuje nepatrný růst na 63 USD/barel. EIA očekává na trhu od 2. čtvrtletí 2025 přebytek ropy cca 0,7 mb/d z důvodu nižšího růstu poptávky a vyšší těžby. To by mělo vést k postupnému poklesu ceny ropy Brent na 64 USD/barel na konci letošního roku a na 60 USD/barel na konci roku 2026. Dubnový CF pak předpokládá v horizontu jednoho roku zhruba stabilitu ceny poblíž 70 USD/barel. Komerční analytici většinou přehodnotili výhledy silně dolů, nicméně nepanuje shoda na tom, zda budou ceny vlivem americké obchodní politiky dále klesat, nebo se obrátí k růstu.

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

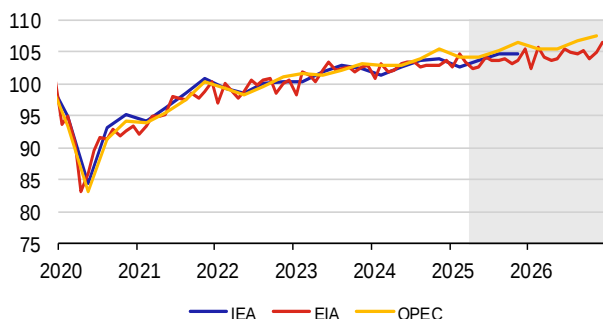


Průmyslové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)



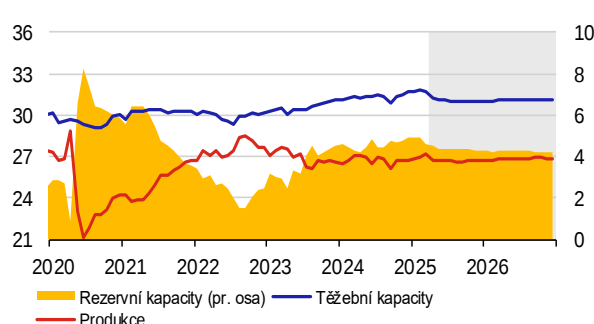
	Brent	WTI	Plyn
2025	66,03	62,59	437,00
2026	62,73	58,94	388,25

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



	IEA	EIA	OPEC
2025	103,95	103,65	105,05
2026		104,69	106,33

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2025	26,75	31,23	4,48
2026	26,83	31,09	4,25

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.

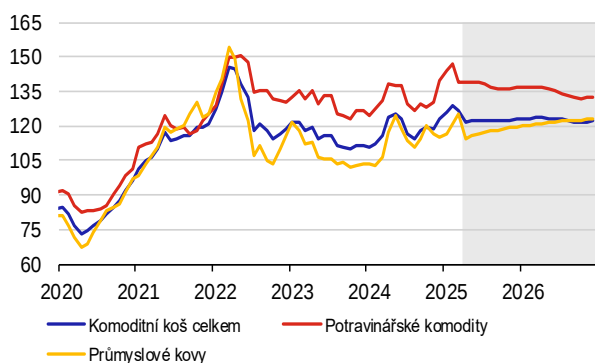
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě dosáhla na začátku února dvouletého maxima 58 EUR/MWh, poté začala rychle klesat. Chladné počasí, rychle ubývající zásoby a omezené dodávky ruského potrubního plynu vedly k prudkému nárůstu ceny zemního plynu na začátku letošního roku. Poté se ale situace uklidnila a do konce února se cena vrátila do intervalu 40 – 45 EUR/MWh, kde se pohybovala po celý březen. Na začátku dubna došlo (stejně jako u ropy) k dalšímu propadu pod 35 EUR/MWh. Výhled je příznivý díky nečekaně rychle rostoucí vývozní kapacitě LNG z USA a současná cena umožňuje i rychlé doplňování evropských zásobníků na začátku letní sezóny. Zatímco cena uhlí v Asii pokračovala v poklesu díky vysoké těžbě v Indonésii a značným zásobám v asijských zemích, klesající trend v Evropě se v březnu zastavil, mj. díky dočasné stabilizaci ceny zemního plynu.

Index cen průmyslových kovů po předchozím tříměsíčním růstu v první polovině dubna prudce korigoval zpět na prosincovou úroveň. Výhled zůstává rostoucí. Ceny většiny kovů od ledna převážně rostly díky signálům lepší se situace globálního zpracovatelského průmyslu a poklesu zásob na LME. Podporoval je rovněž slábnoucí dolar a nejistota ohledně obchodní politiky USA, která vedla obchodníky ke snahám o předzásobení u kovů potenciálně zasažených dovozními cly. Na začátku dubna ale došlo i přes dále silně oslabující dolar k prudkému výprodeji napříč indexem, když eskalující obchodní válka zhoršila výhled růstu globální ekonomiky.

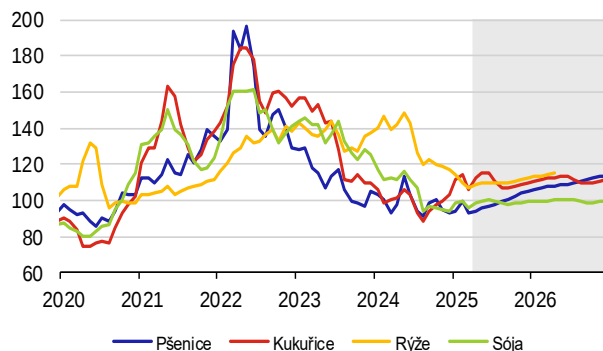
Index cen potravinářských komodit vykazoval růst od listopadu loňského roku, od března ale došlo k částečné korekci. Další pokles ze stále historicky vysoké úrovně se očekává i na výhledu. Na vysoké úrovni nadále zůstávají zejména ceny kávy a kakaa (které rovněž nejvíce přispívají ke klesajícímu výhledu indexu) a hovězího masa. Trendový pokles by měl pokračovat u ceny cukru, naopak u ceny pšenice se na výhledu očekává silný růst.

Indexy cen neenergetických komodit



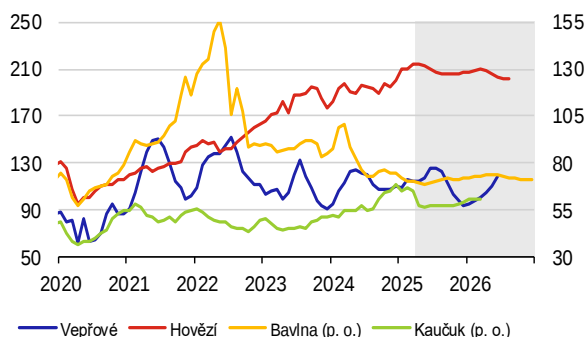
		Celkem		Potraviny		Kovy	
2025		123,5	↗	139,0	↗	118,4	↗
2026		122,7	↘	134,5	↘	121,8	↘

Potravinářské komodity



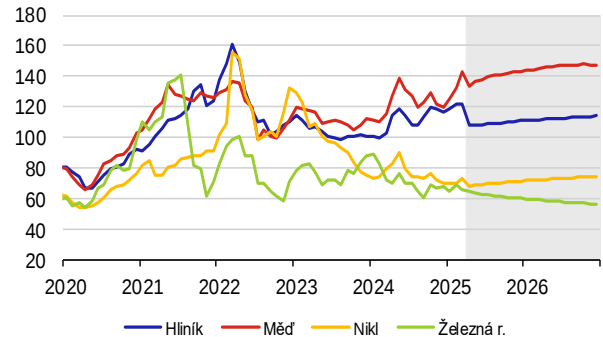
		Pšenice		Kukuřice		Rýže		Sója	
2025		98,6	↗	110,3	↗	110,3	↗	98,7	↗
2026		109,7	↗	111,2	↗	114,0	↗	99,7	↗

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



		Vepřové		Hovězí		Bavlna		Kaučuk	
2025		112,8	↗	209,0	↗	70,8	↗	59,8	↗
2026		104,7	↘	206,1	↘	72,7	↘	61,1	↘

Základní kovy a železná ruda



		Hliník		Měď		Nikl		Železná r.	
2025		112,3	↗	138,3	↗	70,8	↗	63,8	↗
2026		112,9	↗	146,7	↗	73,5	↗	58,5	↘

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Odliv kapitálu: Hrozba, nebo katalyzátor hospodářského růstu?¹

Zatímco o přínosech a nákladech významné zahraniční majetkové kontroly českých podniků probíhá dlouhodobě intenzivní debata, výrazně méně pozornosti je věnováno opačnému směru – odchozím investicím z ČR zahraničí. To platí i přesto, že v posledních letech lze pozorovat výrazný útlum přílivu nových strategických investic, zatímco vnější přebytky a rostoucí ekonomická prosperita umožnily výraznější odliv kapitálu z ČR do zahraničí. V tomto článku se proto podíváme na dvě významné ekonomiky, které mají s odlivem kapitálu mnohaleté zkušenosti – Spojené státy a Německo. Tyto země jsou největšími investory na zahraničních trzích a dopad odlivu kapitálu na domácí aktivitu se v obou případech různí. Zahraniční majetkové investice proudící z německé ekonomiky jsou častěji motivovány přesunem koncových částí výrobního řetězce s cílem obsloužit tamní trh. Takové investice substituují německé exporty a mají tendenci spíše potlačovat tamní investiční aktivitu. Naopak, data naznačují, že americké nadnárodní společnosti využívají své zahraniční pobočky zejména k efektivní výrobě meziproduktů, které se zpětně integrují do domácí produkce, což má na americkou investiční aktivitu spíše stimulující efekt. Příklad německé ekonomiky navíc nabourává klasické smýšlení, při kterém je přebytek běžného účtu vnímán jako vždy žádoucí. Dlouhodobě vysoké přebytky totiž signalizují buďto příliš vysoké úspory, nebo nedostatečné investice, což může poukazovat na hlubší strukturální problémy v ekonomice.

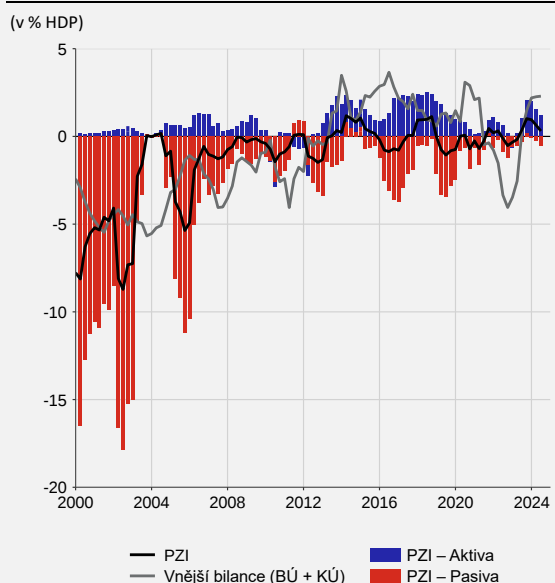
Měl by odliv kapitálu vyvolávat obavy?

V ČR dlouhodobě probíhá diskuze nad dopady významné zahraniční majetkové kontroly tuzemských podniků. Česko však již více než 10 let více kapitálu vyváží, než dováží. Dovoz zahraničního kapitálu byl v minulosti pro ČR stěžejní. Zahraniční investice, které směřovaly zejména do průmyslové výroby, informačních technologií, finančnictví a energetiky, dopomohly tvorbě nových pracovních míst, technologickému pokroku, rozvoji infrastruktury nebo zapojení ČR do globálních hodnotových řetězců. Když tento trend začal ustupovat, pozornost se přesunula k významnému odvodu zisků tuzemských společností zahraničním vlastníkům. Málo pozornosti je přitom věnováno narůstajícímu odlivu nových přímých zahraničních investic z ČR. Pohledem na celou vnější bilanci je ČR navíc čistým vývozcem kapitálu již více než 10 let² (Graf 1). Zatímco v ČR tento fenomén prošel takřka nepovšimnut, v Evropské unii již delší dobu probíhá širší debata.

Současné priority Evropské unie – obranyschopnost, soběstačnost, konkurenceschopnost a klimatická neutralita – společně vytvářejí bezprecedentní potřebu nových investic. K těmto úkolům se přidávají výzvy v oblasti digitální transformace, reformy zdravotnictví, školství a mnoho dalších. Aby mohla EU na tyto výzvy reagovat, bude muset zajistit obrovské finanční zdroje. Jen na splnění emisních cílů a dosažení 2% prahu výdajů na obranu vyčíslila guvernerka Evropské centrální banky Christine Lagardová potřebné roční prostředky na 875 miliard eur. Zároveň upozornila, že by tento úkol mohl být méně náročný, pokud by se EU dokázala vypořádat s masivním odlivem kapitálu. „Každý rok dochází k čistému odlivu 250 miliard eur, tedy 8 % evropského HDP, které směřují do zbytku světa, především do Spojených států“ (Pluralia, 2024). Opravdu ale odliv kapitálu snižuje finanční zdroje dostupné pro domácí investice, nebo může být tento odliv paradoxně katalyzátorem pro rozvoj domácí ekonomiky?

V prostředí nedokonalých finančních trhů má odliv kapitálu negativní vliv na domácí investice. Podle jednoduché intuice omezuje odliv kapitálu finanční zdroje dostupné pro domácí ekonomiku. Tento efekt však stojí na klíčovém předpokladu – relativní vzácnosti kapitálu v domácí ekonomice. Pokud je kapitál vzácný a finanční trhy nedokonalé, přesun částí domácích úspor do zahraničí může snižovat dostupnost domácích finančních prostředků a zvyšovat úrokové sazby. Domácí podniky a firmy tak mohou čelit horším výpůjčním podmínkám v porovnání s globálním trhem. Tento problém se proto týká nejen rozvíjejících se ekonomik, které trpí omezenou dostupností kapitálu, ale i těch vyspělých, pokud jejich kapitálové trhy nejsou dostatečně rozvinuté.³ Naopak, když se situace na finančních trzích blíží ideálním podmínkám⁴, volný pohyb kapitálu zaručuje,

Graf 1 – Vnější balance a přímé zahraniční investice, roční klouzavý úhrn



Zdroj: ČNB

Pozn.: Přímé zahraniční investice (PZI) zahrnují pouze nové účasti (bez reinvencí a dluhového kapitálu). Záporná vnější bilance znamená příliv kapitálu, kladná odliv. BÚ – běžný účet, KÚ – kapitálový účet

¹ Autorem je Anna Drahozalová. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² S výjimkou jednorázového efektu energetické krize v letech 2021 a 2022.

³ Například ekonomiky s mělkými kapitálovými trhy, které jsou závislé na bankovním financování, mohou být citlivější na odliv kapitálu v porovnání s ekonomikami, jejichž kapitálové trhy jsou hluboké. Další překážkou na ne zcela dokonalých trzích může být nedostatečný vstup

že nové prostředky ze zahraničí plynule nahradí chybějící zdroje. Úrokové sazby v takovém případě zůstávají stabilní, protože trh efektivně vyrovnává nabídku a poptávku po kapitálu, což zajišťuje dostupné financování pro domácí firmy.

V prostředí volného pohybu kapitálu může odliv investic stimulovat i omezovat domácí ekonomiku. Záleží na motivaci, která za samotnou investici stojí. Jinými slovy, kam a proč investice domácích subjektů směřují. Literatura přitom rozlišuje tři klíčové motivace, které stojí za expanzí firem a podniků do zahraničí (Hejazi a Pauly, 2003). První je *vyhledávání nových trhů*, kdy je cílem získat přístup k novým zákazníkům a rozšířit geografický dosah podnikání. Druhou motivací je *vyhledávání efektivit*, kdy firmy usilují o snížení nákladů, například přesunem části výroby do zemí s levnější pracovní silou nebo příznivějšími regulačními podmínkami. Třetí motivací je *vyhledávání strategických produktů a přírodních zdrojů*, což zahrnuje získávání klíčových surovin, technologií nebo know-how, jež nejsou dostupné na domácím trhu. Dopad odlivu kapitálu na domácí investice se přitom i v rámci těchto kategorií může různit.

Zda je domácí investiční aktivita podnícena nebo tlumena, závisí na motivaci firem expandovat na zahraniční trhy

Dopad zahraniční expanze na domácí investice závisí na tom, zda substituuje obchod. Pokud firma expanduje do jiné země s cílem pokrýt tamní poptávku (tzv. „horizontální“ investice⁵), dopad na domácí investice závisí na tom, zda taková expanze nahrazuje export domácí produkce, nebo zda skutečně nalézá nové zákazníky. Pokud zahraniční investice substituuje obchod s hotovými produkty, může dojít k oslabení domácí výroby, protože se snižuje poptávka po produktech vyráběných v domovské zemi. Naopak, pokud firma expanduje za účelem obsluhy trhů, které dříve nebyly pokryty, například kvůli vysokým obchodním bariérám nebo přepravním nákladům, může být domácí ekonomická aktivita stimulována. Přesun části výroby do zahraničí totiž zvyšuje poptávku po domácích meziproduktech a výrobním zboží, které jsou nezbytné pro zahájení a podporu zahraničních operací, což vede k růstu investic v domovské zemi. To lze chápat jako vytváření vnitropodnikových exportních příležitostí. V literatuře se horizontální investice často rozlišují na obchodovatelné a neobchodovatelné statky. Odliv přímých zahraničních investic (PZI) v oblasti služeb má spíše pozitivní dopad na domácí ekonomiku, protože služby jsou především neobchodovatelné, takže v případě neexistence PZI by zahraniční trh jednoduše nebyl obslužen (Hejazi a Pauly, 2003).

Investice, které vzájemný obchod doplňují, domácí aktivitu spíše stimulují. Motivace zahraniční investice označovaná jako *vyhledávání efektivit* (také „vertikální“ investice⁶) spočívá ve snaze firem zvýšit zisk přesunem částí výrobního řetězce do zemí s levnějšími vstupy. Velká část produkce realizované v zahraničí je potom dovážena zpět do domácí ekonomiky, kde se tyto vstupy využívají pro konečnou výrobu. Hotové produkty se pak exportují z tuzemské ekonomiky pro obsluhu zahraničních zákazníků. Vertikální investice tak slouží jako komplement obchodu. Podobně jako u horizontálních investic zde přesun částí výrobního řetězce do zahraničí podněcuje export meziproduktů a výrobního zboží z domácí ekonomiky. Zvýšená efektivita práce a lepší alokace zdrojů zároveň podporují růst ziskovosti mateřské společnosti, což uvolňuje další finanční prostředky využitelné v domácí ekonomice. Tento motiv tedy spíše podporuje domácí investiční aktivitu.

Získávání nových technologií, znalostí a inovací ze zahraničí posiluje domácí ekonomiku. Třetí motivací zahraničních investic je snaha získat aktiva, která nejsou v domácí ekonomice běžně k dispozici, avšak mohou být klíčová pro dlouhodobou strategii firmy, například patenty, know-how nebo přírodní suroviny. Tento typ PZI může pozitivně ovlivnit domácí investiční prostředí, jelikož přístup k novým technologiím a znalostem zvyšuje produktivitu, posiluje konkurenceschopnost a může přispět k rozvoji výroby v nových odvětvích. Uvedené technologie a inovace se přitom neomezuji pouze na podniky přímo zapojené do přeshraničních investic, nýbrž se šíří napříč celou ekonomikou díky spill-over efektům.

V praxi nám běžně dostupná data neumožňují podrobně zkoumat, co stojí za rozhodnutím firem expandovat na zahraniční trhy. Z výše popsaného je zřejmé, že dopady zahraniční expanze na domácí produkci a investice jsou nejednoznačné a záleží na více faktorech. V praxi je náročné určit přesnou motivaci, která stojí za rozhodnutím firmy proniknout na zahraniční trhy. Jednotlivé firmy navíc rozhodují dle vlastních optimalizačních strategií. Na makroekonomické úrovni lze však empirickými postupy odhadovat agregovaný dopad odlivu kapitálu na domácí ekonomiku.

Zatímco odliv kapitálu z USA domácí aktivitu spíše stimuluje, v Německu ji dlouhodobě snižuje

na kapitálové trhy, kdy se vysoké domácí úspory koncentrují spíše v likvidních, či nízkovýnosových aktivech, jako je hotovost, či bankovní depozita.

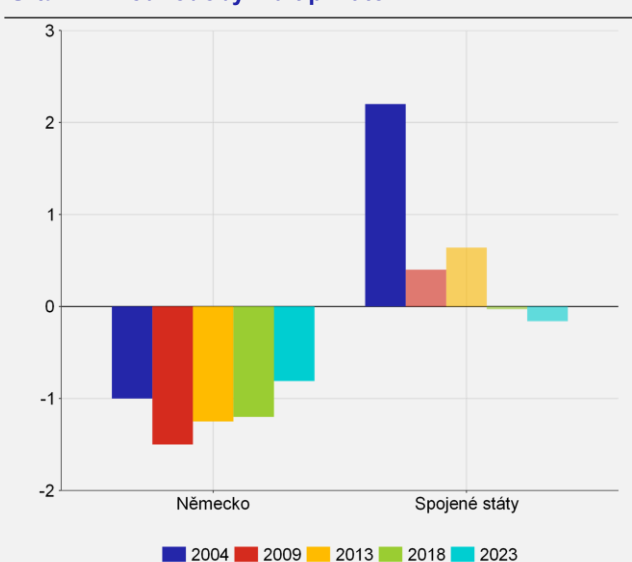
⁴ Dokonalý finanční trh je teoretický koncept, kde všichni účastníci mají úplné informace, neexistují transakční náklady ani bariéry vstupu a zdroje jsou alokovány efektivně. Kapitál volně proudí přes hranice, ceny plně odrážejí všechny dostupné informace a neexistují žádné arbitrážní příležitosti ani neefektivit. Tento koncept zajišťuje optimální alokaci zdrojů.

⁵ Horizontální PZI se v hostitelské zemi zaměřují na vytvoření nebo získání podobných obchodních činností, které investor již provozuje ve své domovské zemi. Cílem může být nejen expanze na nové trhy, ale i snížení přepravních nákladů nebo překonání obchodních bariér jako jsou cla nebo kvóty. Typicky se jedná o sektory spotřebního zboží, automobilového průmyslu nebo elektroniky.

⁶ Vertikální PZI zahrnují investice do různých fází výrobního řetězce. Investor může rozšiřovat činnosti směrem „nahoru“ (těžba surovin, výroba vstupů) nebo „dolů“ (finalizace hotových výrobků, distribuce, prodej). Cílem je zajištění zdrojů surovin nebo komponentů za nižší náklady, větší kontrola nad výrobním řetězcem, či optimalizace logistiky a efektivit. Typicky se jedná o sektory energetiky, těžby, zemědělství a logistiky.

K určení, jaký dopad má odliv majetkových investic na domácí investiční aktivitu, využijeme kointegrační analýzu.

ARDL model (Pesaran a spol., 2001) je vhodným nástrojem pro odhad dlouhodobého vztahu mezi oběma veličinami.⁷ Ve Spojených státech i Německu registrují významný odliv kapitálu registrují již od 70. let minulého století. Výsledky kointegrační analýzy v obou případech podporují hypotézu dlouhodobého statisticky významného vztahu mezi odlivem kapitálu a domácí investiční aktivitou, a to ve všech sledovaných časových úsecích.⁸ Měřítkem tohoto vztahu je multiplikátor, který vyjadřuje, o kolik se v delším časovém horizontu změní domácí investice jako reakce na odliv kapitálu (Graf 2). Dlouhodobý multiplikátor má v případě Německa zápornou hodnotu -1. To znamená, že odliv PZI ve výši 1 % HDP je v delším období doprovázen poklesem domácích investic také o 1 % HDP. V případě Spojených států má tento dlouhodobý koeficient kladnou hodnotu 2,2. Tedy, odliv PZI ve výši 1 % HDP vede ve Spojených státech k nárůstu domácích investic o 2,2 % HDP. I přes silný kointegrační vztah mezi oběma veličinami, který přetrvává až do roku 2023, se dlouhodobý multiplikátor v případě Spojených států postupně snižuje, až se stává statisticky nevýznamným. To může indikovat změny v povaze odchozích investic na počátku tohoto století. Je možné, že nově odchozí kapitál přestal být investičně stimulující. Naopak v případě Německa setrvává dlouhodobý multiplikátor v blízkosti -1 po celý sledovaný horizont. Odliv kapitálu z Německa je tak dlouhodobě doprovázen nižší domácí investiční aktivitou.⁹ Odlišné dopady v obou sledovaných zemích mohou vycházet z rozdílných motivací, které stojí za realizací zahraničních investic. Větší vhléd do odchozích investic nám přitom může poskytnout dataset pravidelně sestavovaný OECD, který obsahuje informace o aktivitách nadnárodních podniků (MNEs)¹⁰ a jejich začlenění do globálních hodnotových řetězců.¹¹

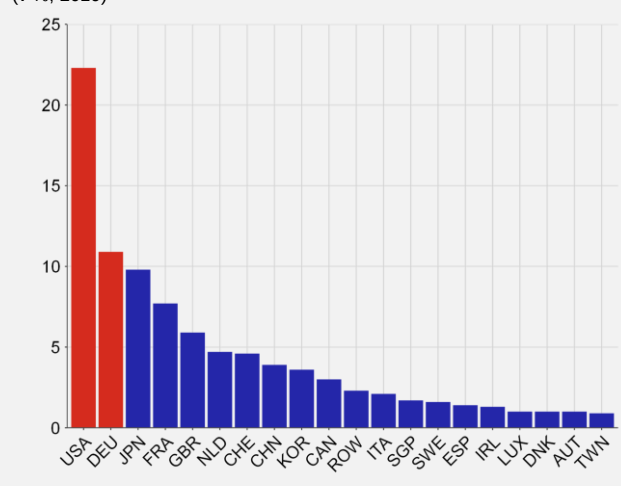
Graf 2 – Dlouhodobý multiplikátor

Zdroj: World Bank a vlastní kalkulace

Pozn.: Barva indikuje konec vzorku na kterém byl odhadnut dlouhodobý multiplikátor. Transparentní (průhledná) barva indikuje nevýznamnost dlouhodobého multiplikátoru.

Graf 3 – Podíl zahraničních přidružených společností na celkové produkci, dle vlastnictví

(v %, 2019)



Zdroj: OECD AMNE databáze

Pozn.: Zahnuje pouze podnikatelský sektor (bez veřejné správy a obrany), bez daňových rájů (Irsko, Švýcarsko, Singapur, Holandsko, Lucembursko, Belgie)

Němečtí investoři přesouvají koncové části výroby, zatímco americké firmy outsourcují výrobu meziproductů

⁷ Na rozdíl od tradiční kointegrační analýzy nevyžaduje tento přístup předem testovat řady na stejný stupeň integrace. Časové řady tedy mohou být stacionární na úrovni, první diferenci nebo jejich kombinaci. Tuto metodu lze zároveň využít i u malých vzorků dat. Pro naše účely využíváme jako závislou proměnnou tvorbu hrubého fixního kapitálu, abychom vyloučili tvorbu zásob, které jsou volatilní v čase a reagují spíše na aktuální ekonomickou situaci. Vysvětlující proměnnou je odliv PZI, který je založen na A/L přístupu. Zdrojem dat pro obě časové řady je World Bank a využíváme data od roku 1970 do roku 2023. Trend byl zahrnut pouze v případě Spojených států, jelikož pro Německo není daty podporován. Dále bylo v modelu zahrnuto několik impulzních dummy proměnných po vzoru Herzer a Schrooten (2008).

⁸ F-statistika Waldova testu pro unrestricted error correction model (UECM) je vyšší než horní hranice definovaná v Pesaran (2001) pro hladinu významnosti 1 %. Jarque Bera test, Lagrange Multiplier, ARCH a SC test potvrzují, že rezidua modelu jsou normálně rozdělená, nezávislá v čase a jejich rozptyl je konstatní. Navíc byl proveden SC test pro identifikaci strukturálních změn.

⁹ Kauzální efekt směrem od odchozích investic je potvrzen zahrnutím reziduí z dlouhodobého rovnovážného vztahu do jednoduchého ECM modelu, který je následně podroben testu Grangerovy kauzality (Granger, 1988).

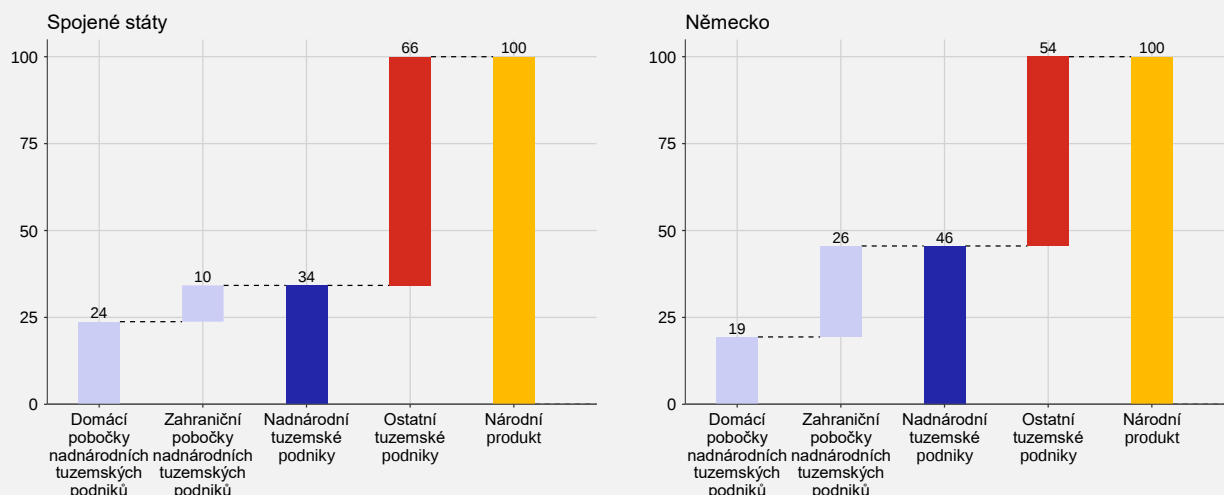
¹⁰ Jako MNE je definován podnik, který vykonává ekonomické aktivity ve více než jedné zemi, buď přímo prostřednictvím svých zahraničních poboček nebo dceřiných společností, nebo nepřímo prostřednictvím smluvních vztahů a partnerství v rámci globálních hodnotových řetězců.

¹¹ Dataset mapuje, jak se různé fáze produkce – od surovin po finální výrobky – rozprostírají napříč zeměmi. Sleduje zapojení podniků do mezinárodní spolupráce na produkci zboží a služeb.

Zahraniční pobočky, které jsou pod kontrolou Spojených států a Německa, dominují světové produkci. Graf 3 znázorňuje podíl jednotlivých států na celkové produkci všech zahraničně vlastněných poboček. Zahraničně vlastněná pobočka je společnost, jejíž vlastník nebo kontrolující mateřská společnost sídlí v jiné zemi. Na příkladu Německa je Volkswagen AG nadnárodní tuzemský podnik a Škoda Auto je její zahraniční pobočkou (sídlo je v ČR, ale vlastnictví je německé). Jak ukazuje Graf 3, podíl německy vlastněných zahraničních poboček (např. Škoda Auto, Seat, BASF) na

Graf 4 – Rozklad národního produktu dle vlastnictví

(v %, 2019)



Zdroj: OECD AMNE databáze

Pozn.: Zahnuje pouze podnikatelský sektor (bez veřejné správy a obrany), bez daňových rájů (Irsko, Švýcarsko, Singapur, Holandsko, Lucembursko, Belgie).

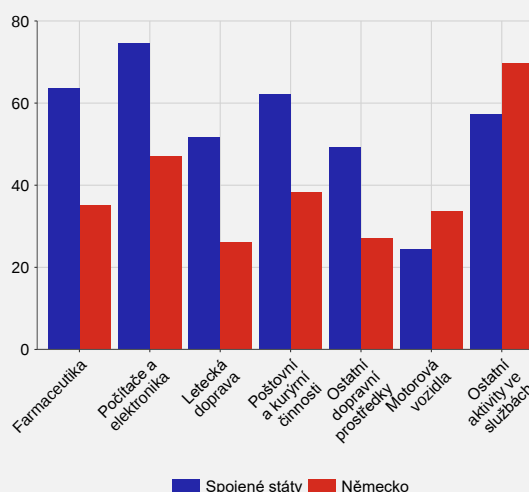
celkovém produktu všech zahraničních poboček je lehce přes 10%. To znamená, že Německo po celém světě vlastní společnosti, které dohromady vyrábějí 10 % celkového produktu všech zahraničních poboček s různými vlastníky. Před Německo se na první místo staví Spojené státy, jejichž zahraniční pobočky vyrábějí téměř čtvrtinu celkového produktu všech zahraničních společností.

Při pohledu na relativní význam zahraničních poboček v domácí ekonomice je obrázek opačný. Americké zahraniční pobočky sice dominují světové produkci (Graf 3), ale v americké ekonomice hrají o poznání menší roli – k celkovému národnímu produktu¹² přidávají pouze 10 % (Graf 4). V případě Německa je to více než 2,5krát tolik.

Data naznačují, že Německo přesouvá koncové fáze výrobního řetězce, zatímco USA spíše vyhledává zahraniční dodavatele. V německém národním produktu tedy zahraniční pobočky figurují vyšší vahou oproti Spojeným státům. To může být důsledkem vyššího podílu investic, které do zahraničí míří s cílem obsloužit tamní trh. Přesouvání koncových fází výrobního řetězce z Německa (například přesun výroby některých modelů aut do východní Evropy¹³, nebo přesouvání chemických koncernů do Číny), vede k relativně vyššímu produktu zahraničních poboček, neboť se v zahraničí registruje konečná hodnota

Graf 5 – Podíl přidané hodnoty tuzemských nadnárodních podniků na celkovém produktu (vybraná odvětví)

(v %, 2019)



Zdroj: OECD AMNE databáze

¹² Zde je nutno podotknout, že produkt v tomto smyslu neodpovídá klasické definici HDP, ale počítá hodnotu výrobků včetně mezipotřeby. Slovem národní se potom myslí zboží a služby vyrobené podniky pod domácí kontrolou. Může tedy jít o nadnárodní společnosti (ať už jsou umístěny doma nebo v zahraničí) nebo ostatní tuzemské podniky. Ostatní tuzemské podniky jsou firmy, které se buď nepodílejí na mezinárodních investicích, nebo drží pouze menšinové nekontrolní podíly v zahraničních firmách. Nejsou zde tedy zahrnuty společnosti, které sice vyrábějí na území daného státu, ale jsou vlastněné zahraničními subjekty.

¹³ Dle německého svazu automobilového průmyslu VDA vyrábí německé automobilky pouze třetinu své celkové produkce v Německu.

vyrobeného produktu včetně všech vstupů. Naopak, při přesunu různých částí výrobního řetězce ze Spojených států registruje zahraniční výroba pouze hodnotu vyrobených surovin a vstupů. Tyto meziprodukty se potom exportují zpět do domácí ekonomiky, kde se hotový produkt finalizuje (příkladem může být přesun výroby čipů do Číny nebo na Tchaj-wan, odkud pak čipy putují zpět do USA, kde se teprve stávají součástí hotového výrobku). Jelikož je finální výroba realizována v domácí ekonomice, hodnotu celého finálního produktu si připsá americká společnost. To potvrzují i data, která sledují, co a odkud nadnárodní společnosti dovážejí. V roce 2021 činil podíl tzv. intra-importů (tedy importů v rámci vlastnický provázaných podniků) amerických společností na jejich celkových dovozech 86 %. Tedy naprostá většina toho, co americké nadnárodní společnosti dovážejí ze zahraničí, pochází z jejich vlastních dceřinných společností umístěných v jiné zemi.¹⁴

Vyšší účast Německa v horizontálních investicích podporují i data, která monitorují přidanou hodnotu tuzemských nadnárodních podniků. Pokud v rámci PZI dochází k přesunu vyšších částí výrobního řetězce nebo finálních fází produkce do jiné země, pro domácí ekonomiku to znamená ztrátu produkce s vyšší přidanou hodnotou. Zatímco ve Spojených státech přidávají tamější nadnárodní podniky jejich výrobkům až 50 % hodnoty, v Německu tento podíl dosahuje pouze 36 %. **Graf 5** potom poskytuje průřez vybranými odvětvími. Je zřejmé, že zatímco Spojené státy si v klíčových oblastech jako je výroba farmaceutik, počítačů nebo elektroniky drží vysoký podíl přidané hodnoty, Německo výrazně zaostává. Největší rozdíl je u výroby počítačů a elektroniky – nadnárodní podniky ve Spojených státech přidávají celkovému produktu 75 % hodnoty, zatímco v Německu je to pouhých 47 %. Naopak, Německo přidává vyšší podíl ve výrobě motorových vozidel, rozdíl však není příliš vysoký.

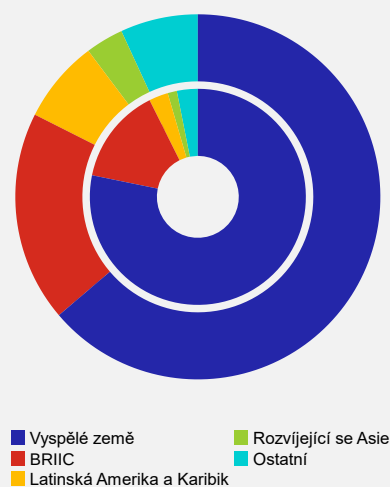
Americké firmy cílí relativně více na rozvíjející se trhy. Na zahraniční produkci přitom neobchodovatelné statky tvoří vyšší podíl v porovnání s Německem. Geografické členění nám nabízí další pohled na rozdílnou strukturu přeshraničních investic ve Spojených státech a Německu. Podíl výroby zahraničních poboček nám odhaluje, že americké společnosti svou výrobu relativně více koncentrují do rozvíjejících se zemí, zatímco Německo investuje více do zemí Evropské unie a dalších vyspělých ekonomik (**Graf 6**). Investice do rozvíjejících se regionů, jako jsou státy BRIIC¹⁵, státy jihovýchodní Asie nebo Latinská Amerika, nabízejí bohaté přírodní zdroje, nízké výrobní náklady a vyšší růstový potenciál, což umožňuje americkým firmám posílit svou globální konkurenceschopnost a generovat dodatečné zisky, které mohou být reinvestovány zpět v domácí ekonomice. Americké společnosti se také více zaměřují na investice do sektoru služeb, které jsou obecně hůře obchodovatelné (a tedy mají tendenci méně vytlačovat domácí exporty), a i v jejich rámci se produkce více soustředí do oblastí, které poskytují vyšší knowledge-spillover efekty (informace a komunikace, odborné a vědecké činnosti) (**Graf 7**).

Závěr

V ČR se v posledních letech významně změnila struktura vnější bilance – příliv nového kapitálu ve formě přímých zahraničních investic téměř ustal, zatímco zájem českých subjektů o investice v zahraničí naopak výrazně vzrostl. Přestože zatím nemáme dostatek dat

Graf 6 – Podíl produkce zahraničních poboček dle regionu, Spojené státy (vnější), Německo (vnitřní)

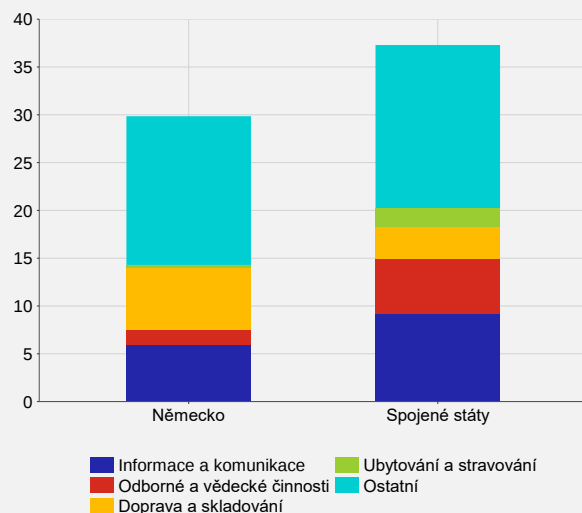
(v %, 2019)



Zdroj: OECD AMNE databáze

Graf 7 – Podíl služeb na celkové produkci zahraničních poboček

(v %, 2019)



Zdroj: OECD AMNE databáze

¹⁴ Pro Německo tato data nejsou dostupná.

¹⁵ Skupina BRIIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii, Indonésii a Čínu.

k jednoznačnému vyhodnocení dlouhodobých dopadů tohoto trendu, zkušenosti z jiných ekonomik nám mohou poskytnout cenný vhled.

Investice orientované na zahraniční trhy mohou být přínosné, pokud stimulují inovace, sdílení know-how a vytváření globálních hodnotových řetězců. Naproti tomu přesměrování klíčových fází výroby mimo domovskou ekonomiku může oslabit přidanou hodnotu produkce a zpomalit rozvoj klíčových sektorů. Tento problém je patrný zejména v Německu, kde vysoká míra úspor nevede k adekvátním reinvesticím do domácí infrastruktury a dalších klíčových odvětví.

Zdroje

Al-Sadiq, Ali J (2013): "Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment: The Case of Developing Countries," IMF Working Papers 2013/052, International Monetary Fund.

Andersen, Palle S. a Hainaut, P. (1998): "Foreign direct investment and employment in the industrial countries," BIS Working Papers 61, Bank for International Settlements.

Cadestin, C. et al. (2018): "Multinational enterprises and global value chains: New Insights on the trade-investment nexus", OECD Science, Technology and Industry Working Papers, No. 2018/05, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/194ddb63-en>.

Cadestin, C. et al. (2018), "Multinational enterprises and global value chains: the OECD analytical AMNE database", OECD Trade Policy Papers, No. 211, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/d9de288d-en>.

Devadas, S., Loayza, N. (2018): „When Is a Current Account Deficit Bad?“, Research & Policy Briefs, World Bank, 17. 10. 2018.

Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines, J. R. (2005): Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock. The American Economic Review, 95(2), 33–38. <http://www.jstor.org/stable/4132786>.

Dunning, J.H. (1993) Multinational Enterprises and the Global Economy. Addison Wesley, New York.

Feldstein, Martin S., (1995): "The Effects of Outbound Foreign Direct Investment on the Domestic Capital Stock," NBER Chapters, in: The Effects of Taxation on Multinational Corporations, pages 43-66, National Bureau of Economic Research, Inc.

Hejazi, W., & Pauly, P. (2003): Motivations for FDI and Domestic Capital Formation. Journal of International Business Studies, 34(3), 282–289, <http://www.jstor.org/stable/3557171>

Herzer, D., Schrooten, M. (2008): „Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries“, Economics Letters, Volume 99, Issue 1, Pages 139-143, ISSN 0165-1765, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2007.06.014>.

OECD (2024): „Analytical AMNE database“, <https://www.oecd.org/en/data/datasets/activity-of-multinational-enterprises.html>

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001): „Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships.“ Journal of Applied Econometrics, 16(3), 289–326. <http://www.jstor.org/stable/2678547>

Pluralia (2024): EU Raises Money, Complains About Capital Flight to USA, Press Review 23. 2. 2024.

Rodriguez-Palenzuela, a kol. (2016): "Savings and investment behaviour in the euro area," Occasional Paper Series 167, European Central Bank, <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/2016167.html>

World Bank Database (2024): „World Bank Open Data - Current account balance (% GDP), Foreign direct investment, net outflows (% GDP), Gross fixed capital formation (% of GDP)“, <https://data.worldbank.org/>

Klíčová slova

odliv PZI, domácí investice, kointegrace

JEL Klasifikace

F21, F41, C22

A1. Změna predikcí pro rok 2025

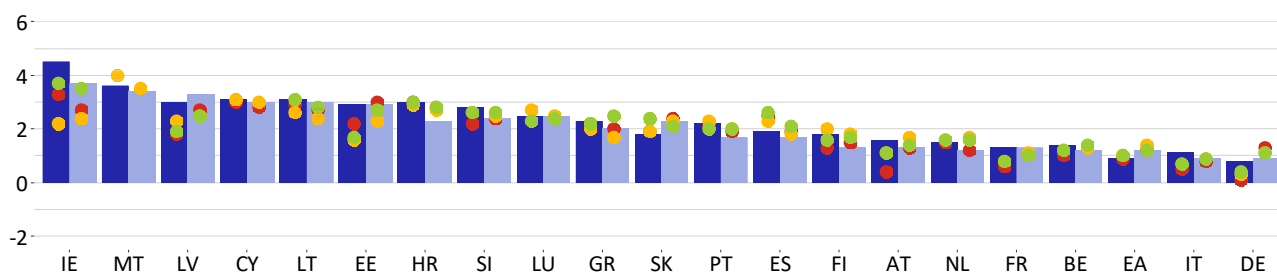
		Růst HDP, %				Inflace, %			
		CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	2025/4	-0,2	2025/1	-0,3	2025/3	-0,2	2025/3	+0,2
		2025/3		2024/10		2024/12		2024/12	
DE	-0,1	2025/4	-0,5	2025/1	-0,3	2025/3	-0,9	2024/12	2024/12
		2025/3		2024/10		2024/6		2024/6	
US	-0,6	2025/4	+0,5	2025/1	-0,2	2025/3	-0,4	2025/3	+0,2
		2025/3		2024/10		2024/12		2024/12	
UK	-0,2	2025/4	+0,1	2025/1	-0,3	2025/3	-0,7	2025/2	+0,7
		2025/3		2024/10		2024/11		2024/11	
JP	-0,2	2025/4	0	2025/1	-0,4	2025/3	0	2025/1	+0,5
		2025/3		2024/10		2024/10		2024/10	
CN	0	2025/4	+0,1	2025/1	+0,1	2025/3	-0,5	2025/4	-0,2
		2025/3		2024/10		2025/3		2025/3	
RU	0	2025/3	+0,1	2025/1	+0,2	2025/3	-0,2	2025/4	0
		2025/2		2024/10		2025/3		2025/3	

A2. Změna predikcí pro rok 2026

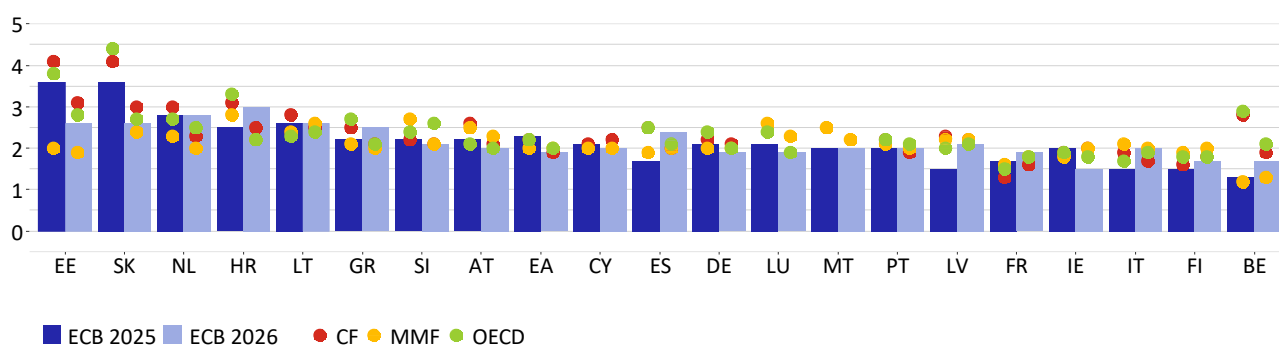
		Růst HDP, %				Inflace, %			
		CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	2025/4	-0,1	2025/1	-0,3	2025/3	-0,2	2025/3	0
		2025/3		2024/10		2024/12		2024/12	
DE	+0,1	2025/4	-0,3	2025/1	-0,1	2025/3	-0,6	2024/12	2024/12
		2025/3		2024/10		2024/6		2024/6	
US	-0,3	2025/4	+0,1	2025/1	-0,5	2025/3	-0,2	2025/3	+0,1
		2025/3		2024/10		2024/12		2024/12	
UK	-0,1	2025/4	0	2025/1	-0,1	2025/3	+0,2	2025/2	+0,2
		2025/3		2024/10		2024/11		2024/11	
JP	-0,2	2025/4	0	2025/1	-0,4	2025/3	0	2025/1	+0,1
		2025/3		2024/10		2024/10		2024/10	
CN	0	2025/4	+0,4	2025/1	0	2025/3	-0,3	2025/4	-0,2
		2025/3		2024/10		2025/3		2025/3	
RU	0	2025/3	0	2025/1	0	2025/3	-0,4	2025/4	-0,7
		2025/2		2024/10		2025/3		2025/3	

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



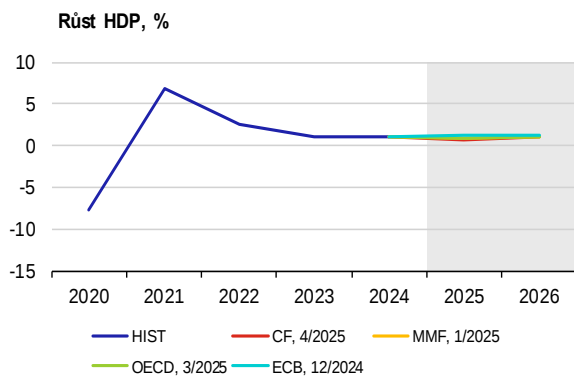
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2025 a 2026, %



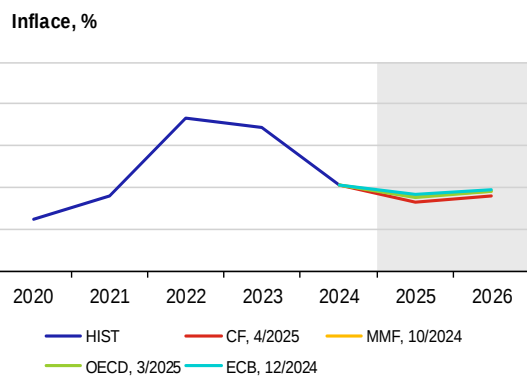
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Francie

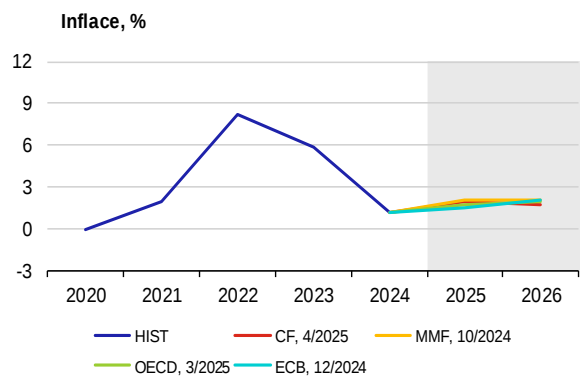
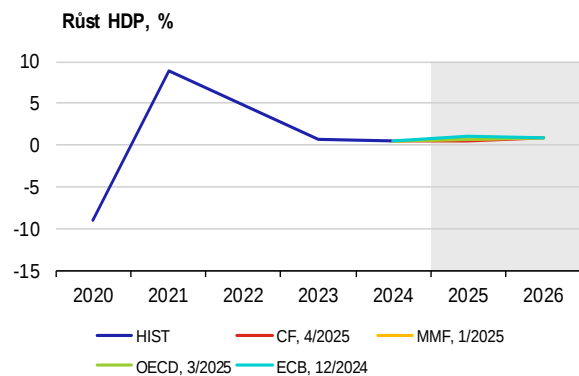


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	0,6	0,8	0,8	1,3
2026	1,0	1,1	1,0	1,3

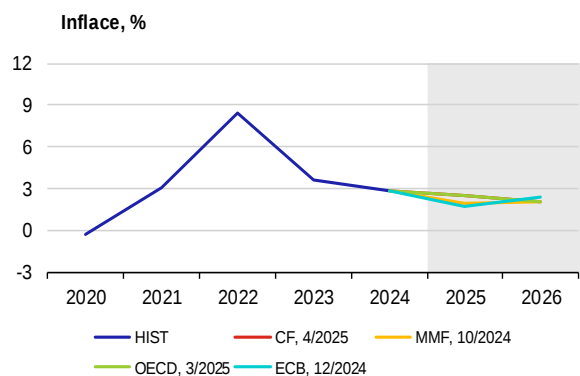
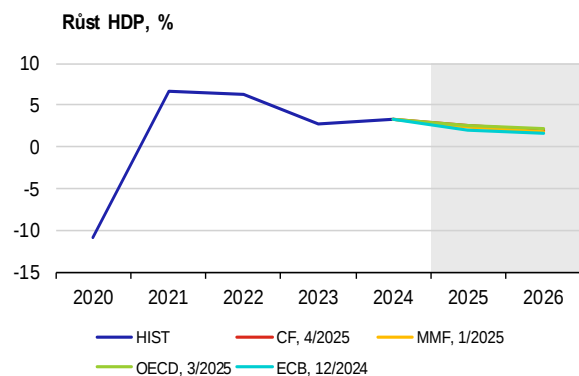


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,3	1,6	1,5	1,7
2026	1,6	1,8	1,8	1,9

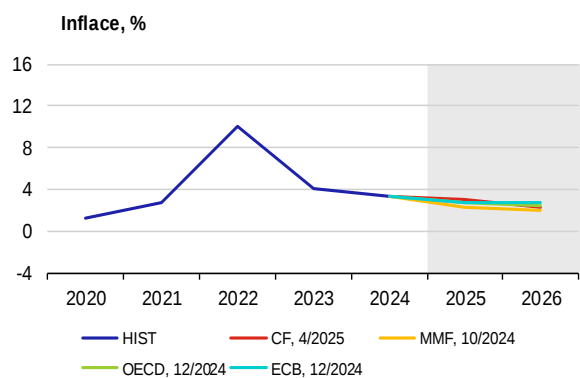
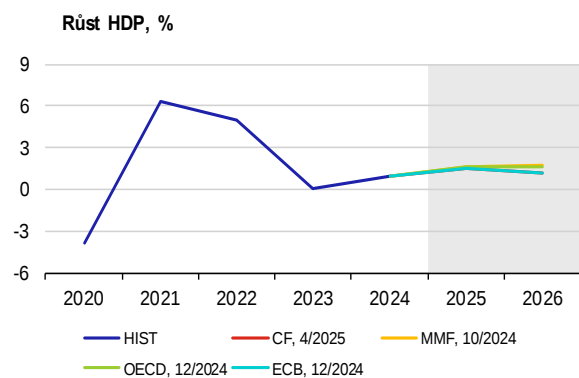
Itálie



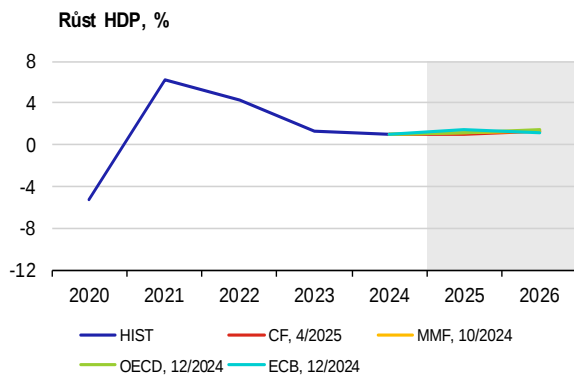
Španělsko



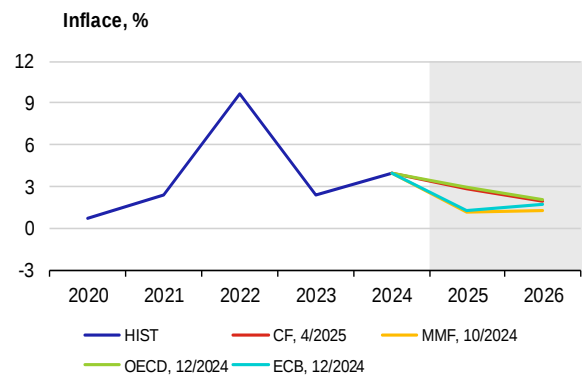
Nizozemsko



Belgie

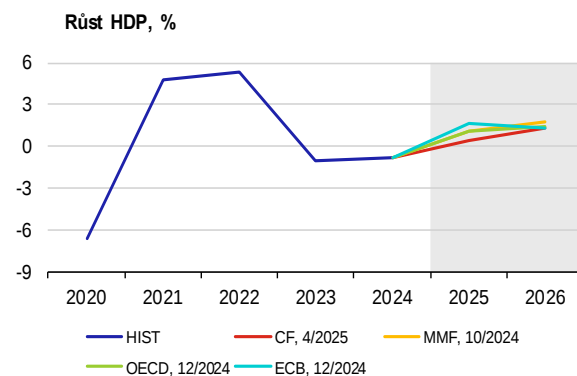


	CF		MMF	OECD	ECB
2025	1,0	↗	1,2	1,2	1,4
2026	1,3	↘	1,3	1,4	1,2

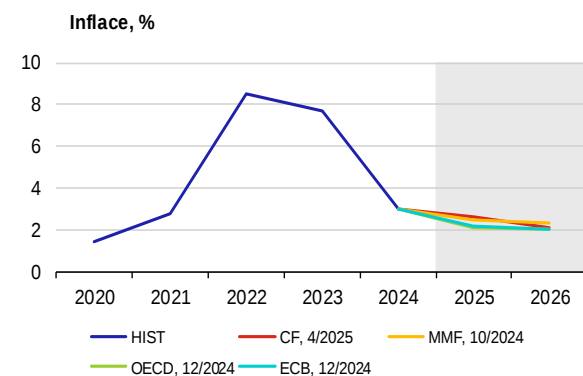


	CF		MMF	OECD	ECB
2025	2,8	↗	1,2	2,9	1,3
2026	1,9	↘	1,3	2,1	1,7

Rakousko

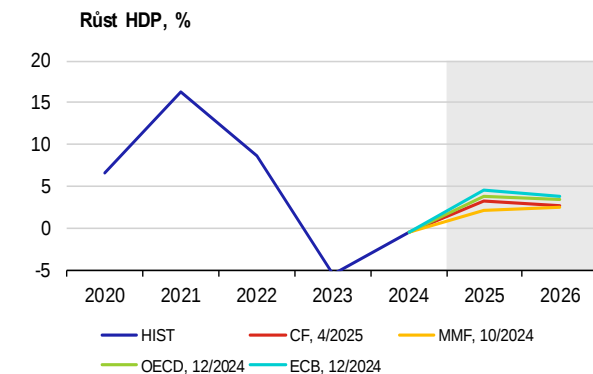


	CF		MMF	OECD	ECB
2025	0,4	↗	1,1	1,1	1,6
2026	1,3	↘	1,7	1,4	1,3

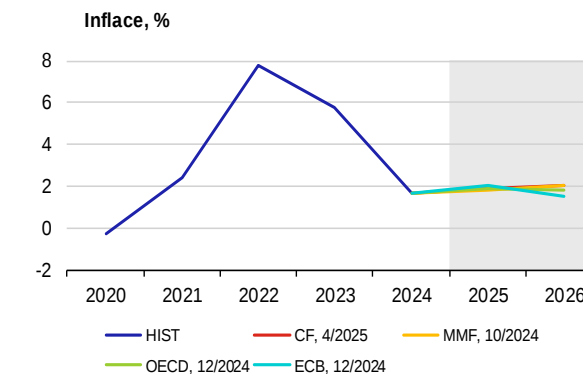


	CF		MMF	OECD	ECB
2025	2,6	↗	2,5	2,1	2,2
2026	2,1	↘	2,3	2,0	2,0

Irsko



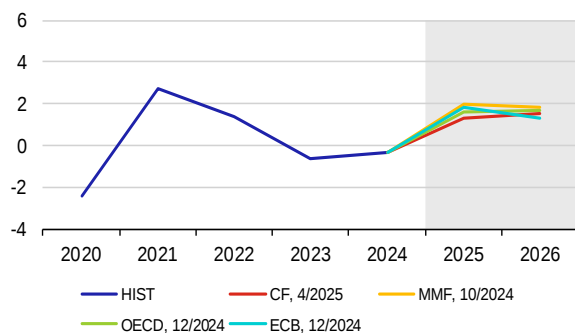
	CF		MMF	OECD	ECB
2025	3,3	↗	2,2	3,7	4,5
2026	2,7	↘	2,4	3,5	3,7



	CF		MMF	OECD	ECB
2025	1,9	↗	1,8	1,9	2,0
2026	2,0	↘	2,0	1,8	1,5

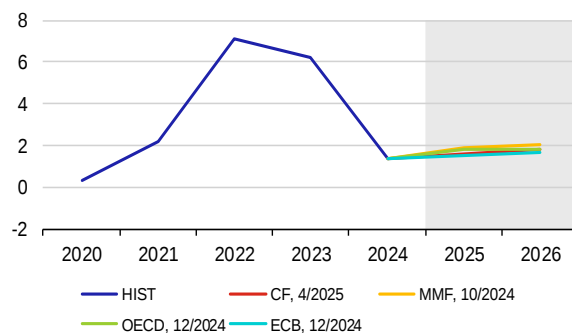
Finsko

Růst HDP, %



	CF		MMF		OECD		ECB
2025	1,3	➡	2,0		1,6		1,8
2026	1,5	➡	1,8		1,7		1,3

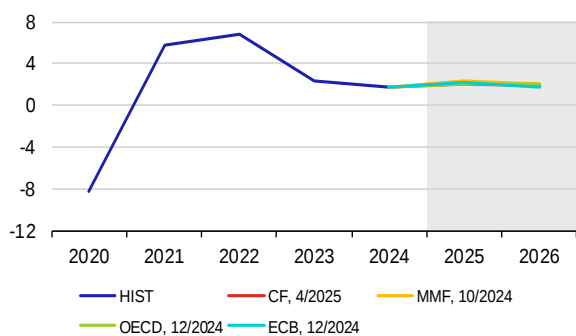
Inflace, %



	CF		MMF		OECD		ECB
2025	1,6	➡	1,9		1,8		1,5
2026	1,8	➡	2,0		1,8		1,7

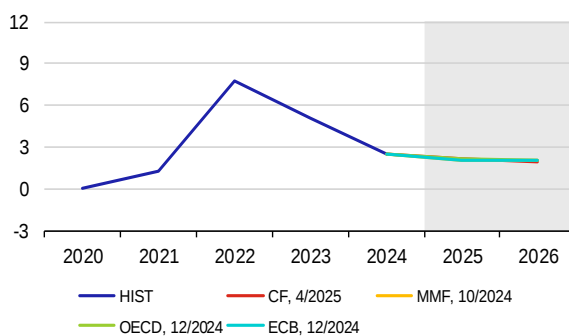
Portugalsko

Růst HDP, %



	CF		MMF		OECD		ECB
2025	2,1	➡	2,3		2,0		2,2
2026	1,9	➡	2,0		2,0		1,7

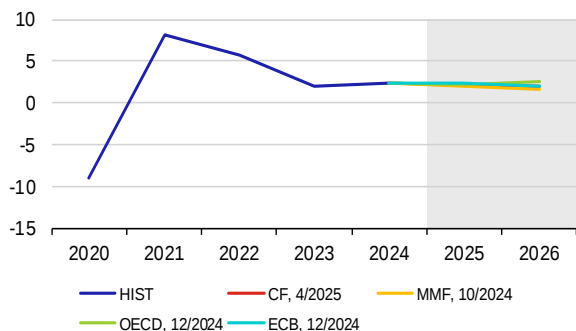
Inflace, %



	CF		MMF		OECD		ECB
2025	2,2	➡	2,1		2,2		2,0
2026	1,9	➡	2,0		2,1		2,0

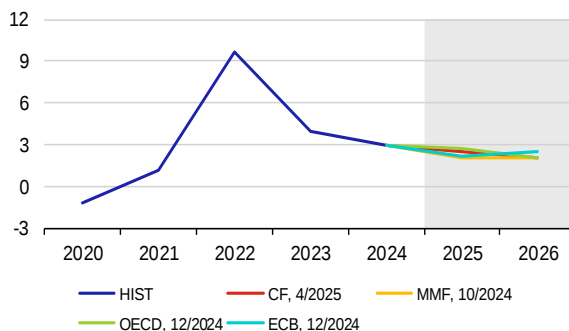
Řecko

Růst HDP, %



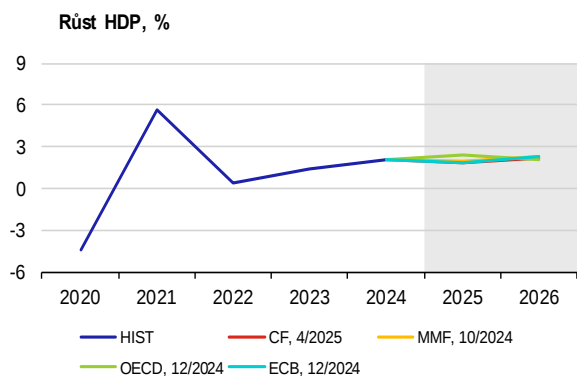
	CF		MMF		OECD		ECB
2025	2,2	➡	2,0		2,2		2,3
2026	2,0	➡	1,7		2,5		2,0

Inflace, %

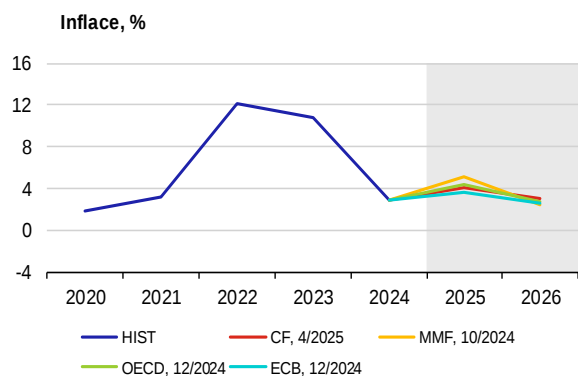


	CF		MMF		OECD		ECB
2025	2,5	➡	2,1		2,7		2,2
2026	2,1	➡	2,0		2,1		2,5

Slovensko

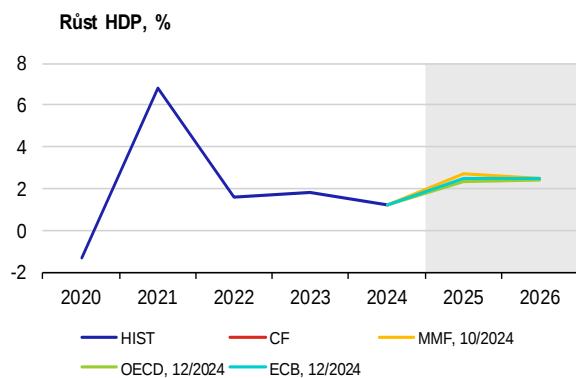


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,8	1,9	2,4	1,8
2026	2,2	2,3	2,1	2,3

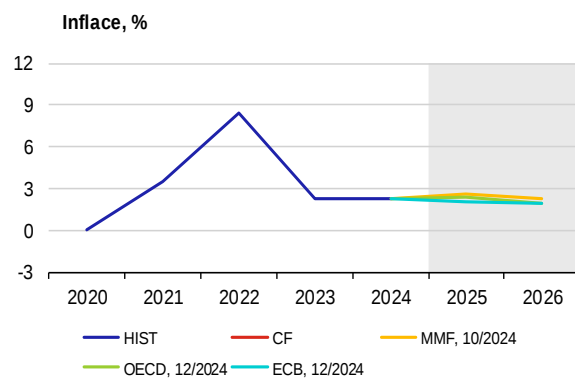


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	4,1	5,1	4,4	3,6
2026	3,0	2,4	2,7	2,6

Lucembursko

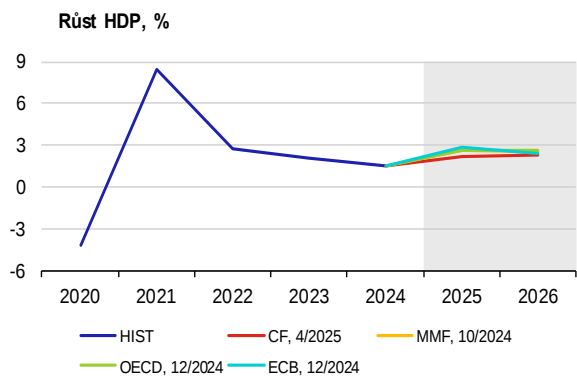


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	2,7	2,3	2,5
2026	n. a.	2,5	2,4	2,5

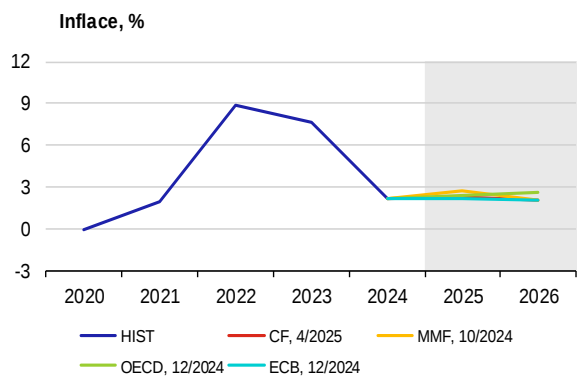


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	n. a.	2,6	2,4	2,1
2026	n. a.	2,3	1,9	1,9

Slovinsko

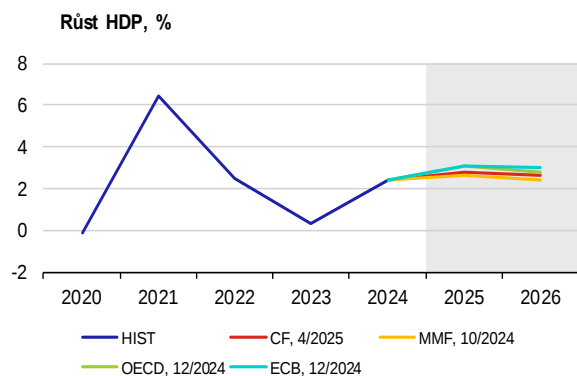


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,2	2,6	2,6	2,8
2026	2,3	2,5	2,6	2,4

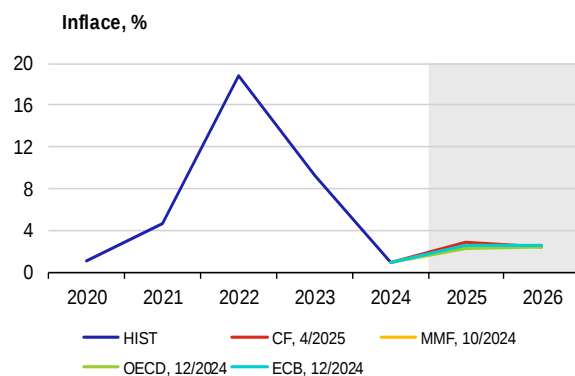


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,3	2,7	2,4	2,2
2026	2,1	2,1	2,6	2,1

Litva

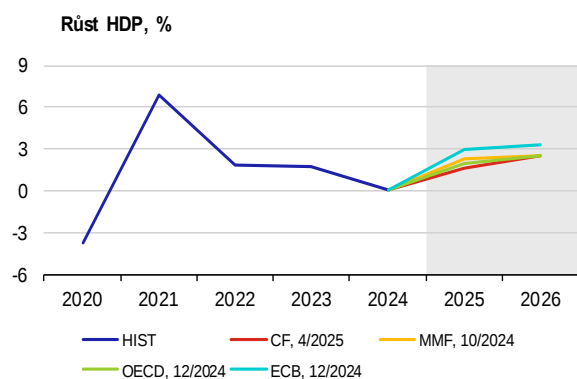


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,8	2,6	3,1	3,1
2026	2,6	2,4	2,8	3,0

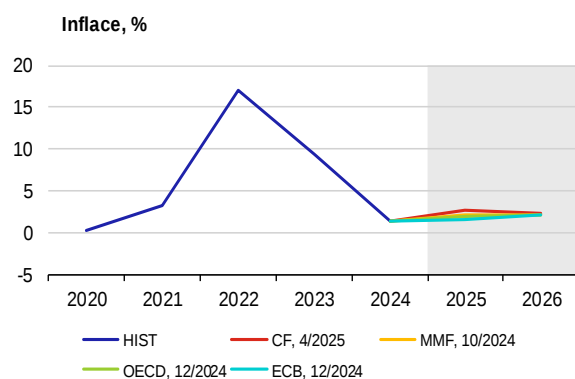


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,9	2,4	2,3	2,6
2026	2,4	2,6	2,4	2,6

Lotyšsko

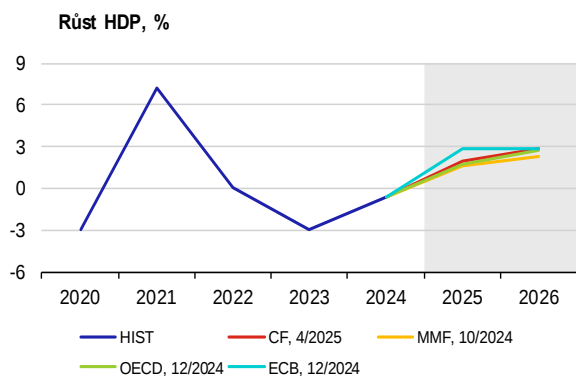


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	1,6	2,3	1,9	3,0
2026	2,5	2,5	2,5	3,3

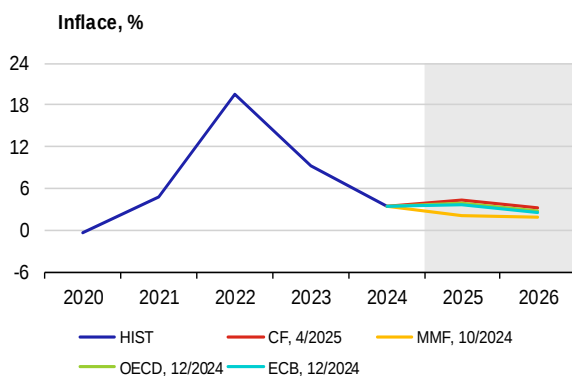


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,7	2,2	2,0	1,5
2026	2,3	2,2	2,1	2,1

Estonsko

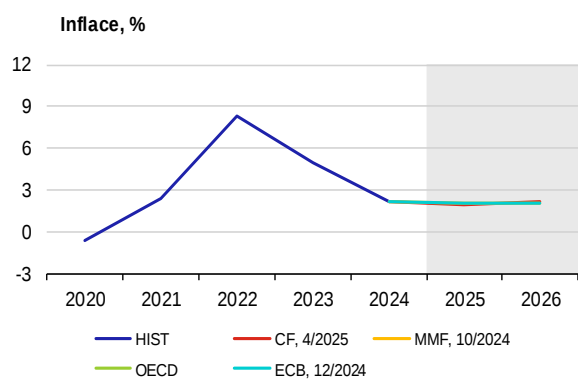
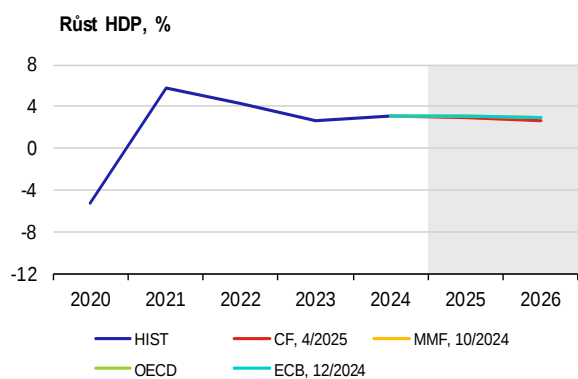


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	2,0	1,6	1,7	2,9
2026	2,8	2,3	2,7	2,9

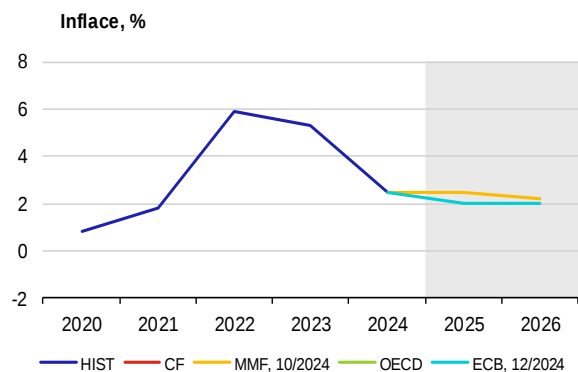
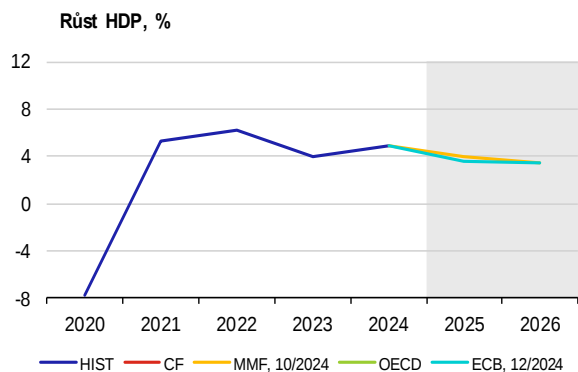


	CF	MMF	OECD	ECB
2025	4,3	2,0	3,8	3,6
2026	4,3	1,9	2,8	2,6

Kypr

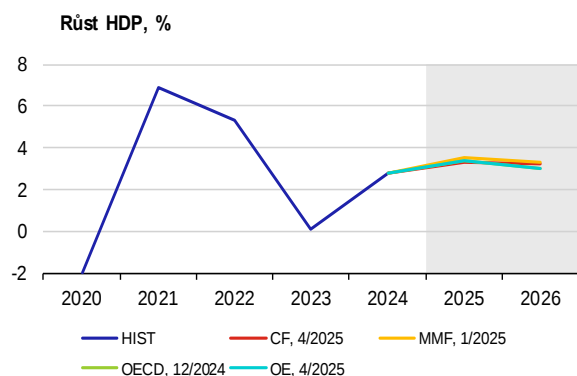


Malta

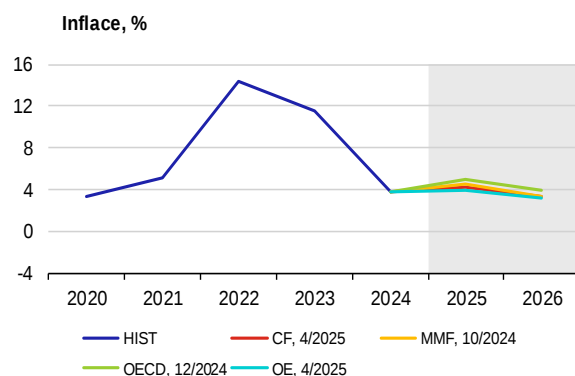


A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích

Polsko

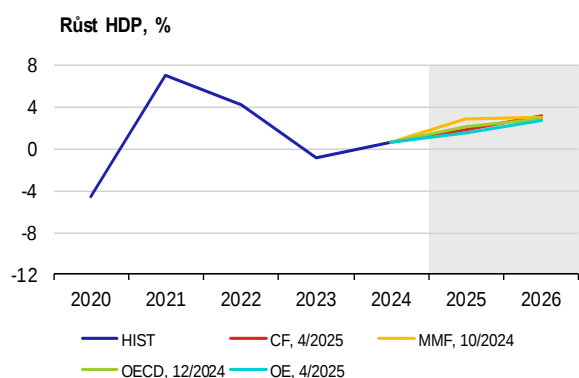


	CF		MMF		OECD		OE
2025	3,3	↗	3,5		3,4		3,4
2026	3,2	↗	3,3		3,0		3,0

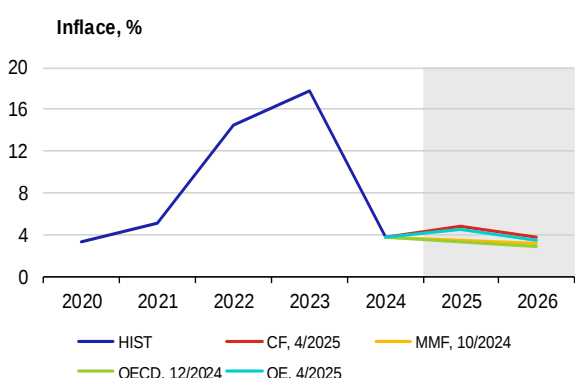


	CF		MMF		OECD		OE
2025	4,2	↗	4,5		5,0		3,9
2026	3,3	↗	3,4		3,9		3,2

Maďarsko

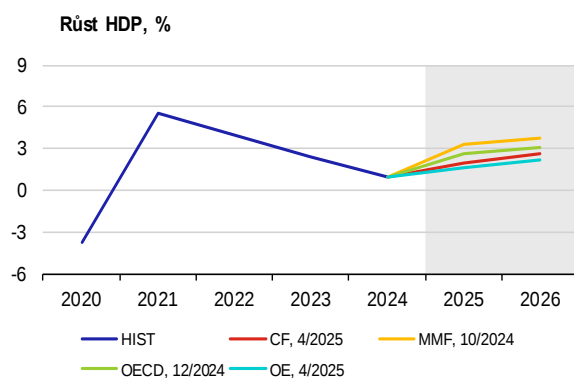


	CF		MMF		OECD		OE
2025	1,8	↗	2,9		2,1		1,5
2026	3,2	↗	3,0		2,9		2,8

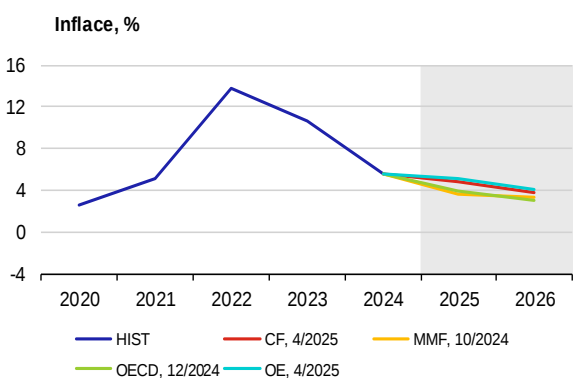


	CF		MMF		OECD		OE
2025	4,8	↗	3,5		3,3		4,5
2026	3,7	↗	3,1		2,9		3,5

Rumunsko



	CF		MMF		OECD		OE
2025	1,9	↗	3,3		2,6		1,6
2026	2,6	↗	3,7		3,1		2,2



	CF		MMF		OECD		OE
2025	4,8	↗	3,6		3,9		5,1
2026	3,7	↗	3,3		3,0		4,1

A6. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
b	barel	ISM	Institute for Supply Management
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IT	Itálie
BE	Belgie	JP	Japonsko
BoE	Bank of England (centrální banka Spojeného království)	JPY	japonský jen
BoJ	Bank of Japan (centrální banka Japonska)	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CB	centrální banka	LME	London Metal Exchange
CBR	Centrální banka Ruské federace	LT	Litva
CF	Consensus Forecasts	LU	Lucembursko
CN	Čína	LV	Lotyšsko
CNY	čínský renminbi	MKT	Markit
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	MMF	Mezinárodní měnový fond
CXN	Caixin	MNB	Maďarská národní banka
CY	Kypr	MT	Malta
ČNB	Česká národní banka	NBP	Polská národní banka
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	OE	Oxford Economics
EE	Estonsko	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
ES	Španělsko	OPEC+	členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESI	Economic Sentiment Indicator Evropské Komise	p. b.	procentní bod
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PT	Portugalsko
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RU	Rusko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	RUB	ruský rubl
FI	Finsko	SI	Slovinsko
FOMC	Federální komise pro volný trh	SK	Slovensko
FR	Francie	SPF	Survey of Professional Forecasters
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	TTF	Title Transfer Facility (virtuální obchodní bod pro zemní plyn v Nizozemsku)
GBP	britská libra	UK	Spojené království
GR	Řecko	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
HDP	hrubý domácí produkt	US	Spojené státy americké
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen	USD	americký dolar
HR	Chorvatsko	WEO	World Economic Outlook
ICE	Intercontinental Exchange	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IE	Irsko	ZEW	Centre for European Economic Research
IEA	International Energy Agency		
IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich		

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

