

Globální ekonomický výhled

— září 2022



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Čína	6
II.5 Spojené království	7
II.6 Japonsko	7
II.7 Rusko	8
II.8 Polsko	8
II.9 Maďarsko	9
II.10 Výběr ze zemí – Argentina	10
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
IV. Vývoj na komoditních trzích	12
IV.1 Ropa	12
IV.2 Ostatní komodity	13
V. Zaostřeno na...	14
Jak přispělo zdražování firem ke dnešní inflaci v eurozóně?	14
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2022	19
A2. Změna predikcí pro rok 2023	19
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	20
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	27
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	28

Datum uzávěrky dat

16. září 2022

Sběr dat CF

12. září 2022

Datum publikace GEVu

23. září 2022

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

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

I. Úvod

Dny pozemské cesty Alžběty II. skončily. Smutnou událostí září je úmrtí respektované britské královny Alžběty II, která sloužila Spojenému království a Commonwealthu přes 70 let, což je po francouzském králi Ludvíku XIV. druhá nejdelší doba vlády vůbec. Její přítomnost bude světu chybět. Čest její památce!

Ukrajinská ofenzíva je tady, masové hroby v Luhanské oblasti přinášejí smutná svědectví o agresi. Tato nesmyslná válka si již zbytečně vyžádala mnoho lidských životů, astronomické náklady na obou stranách, zvýšení celosvětové nejistoty a přispěla k pocovidovému rozkolísání světové ekonomiky. Mezinárodní společenství stále jednotně a vytrvale podporuje napadenou Ukrajinu, materiální a finanční pomoc západu přetrvává. V září prezident USA Joe Biden posvětil svým podpisem další balík vojenské pomoci Ukrajině ve výši 600 milionů USD.

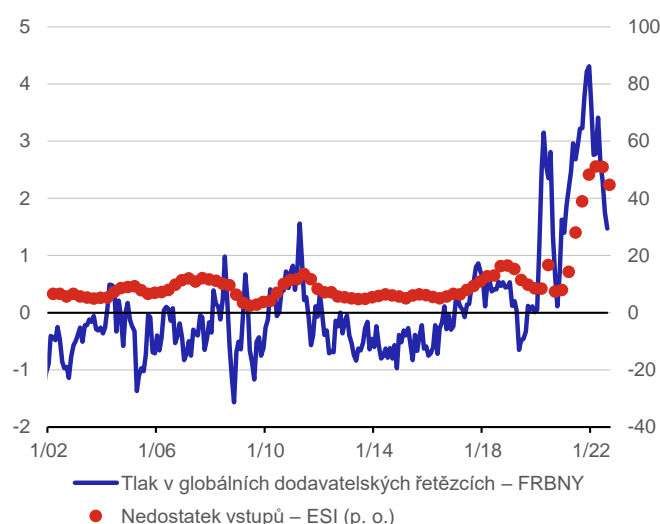
Ceny energií před blížící se zimou na severní polokouli jsou ekonomickým tématem číslo jedna. Jejich vývoj – zejména plynu v Evropě – se podstatně propisuje do vysokých hodnot inflace, která by snad již v některých zemích mohla být za svým vrcholem. Mimořádný evropský summit odsouhlasil návrh Evropské komise na zastropování cen elektřiny z neplynových zdrojů na úrovni 180 EUR/MWh, obdobná opatření připravují jednotlivé vlády členských zemí EU.

ECB a Fed jsou na jestřábí vlně. Září přineslo historicky nejrazantnější navýšení (o 0,75 p. b.) úrokových sazeb ECB, obdobné se dá očekávat i na dalším zasedání Rady guvernérů. Shodný posun sazeb lze předvídat i v USA, neboť dosažení inflačního vrcholu prozatím nenastalo. Již teď je ale zřejmé, že k plnění inflačních cílů obou klíčových centrálních bank dojde až v roce 2024, přičemž pravděpodobnost hospodářské stagnace se zvýšila.

Graf aktuálního čísla zachycuje vývoj napětí v dodavatelských řetězcích optikou indikátorů z EU i USA. Od začátku roku došlo k poklesu tlaků, klesají ceny kontejnerové dopravy a firmy pomalu přestávají hlásit velký nedostatek vstupů ve výrobě. Potíže v dodávkách, které zažíváme poslední dva roky a které zvyšují inflační tlaky, tak snad brzy viditelně odezní.

Záříjové číslo dále přináší analýzu: „Jak přispělo zdražování firem ke dnešní inflaci v eurozóně?“ Článek analyzuje vývoj inflace posledních let a ukazuje, že firmy opravdu zdražovaly více, než by se dalo očekávat podle historické evidence o dopadech ceny vstupů na cenu výstupu. Zdražování bylo silnější v zemích, které vstupovaly do pandemie „více rozehřáté“, tj. s výrazně napjatějším trhem práce a silnější domácí poptávkou.

Napětí v dodavatelských řetězcích polevuje



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

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2022	2,9 ↗	1,4 ↘	1,7 ↗	3,4 ↗	1,5 ↗	3,3 ↘	-6,9 ↘
	2023	0,2 ↘	-0,7 ↘	0,5 ↘	-0,3 ↘	1,5 ↘	5,0 ↘	-2,6 ↘
Inflace (%)	2022	8,2 ↗	7,8 ↗	8,0 ↘	9,2 ↗	2,2 ↗	2,3 ↘	14,2 ↘
	2023	5,4 ↗	5,8 ↗	3,8 ↗	7,0 ↗	1,4 ↗	2,3 ↘	6,3 ↘
Nezaměstnanost (%)	2022	6,8 ↗	5,2 ↗	3,7 ↗	3,9 ↗	2,6 ↗	3,5 ↗	4,4 ↗
	2023	7,1 ↗	5,5 ↗	4,2 ↗	3,9 ↗	2,5 ↗	3,3 ↗	5,3 ↗
Kurz (vůči USD)	2022	1,05 ↘	1,05 ↘		1,20 ↘	131,0 ↗	6,90 ↗	66,7 ↘
	2023	1,08 ↘	1,08 ↘		1,25 ↘	125,2 ↘	6,77 ↗	77,4 ↘

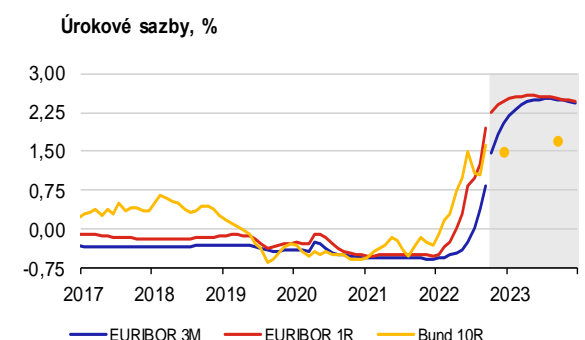
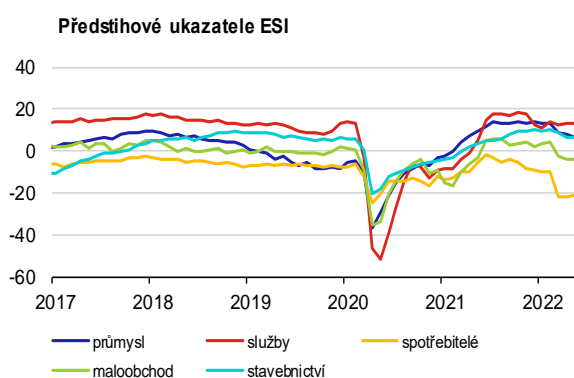
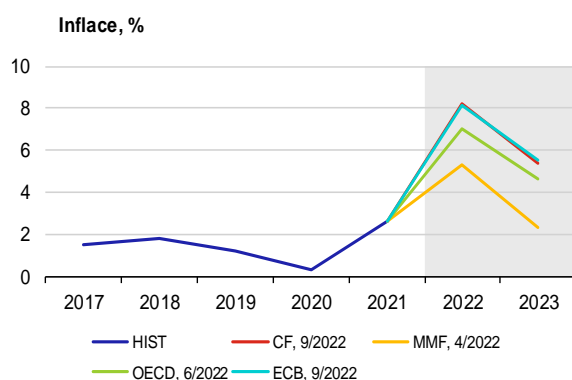
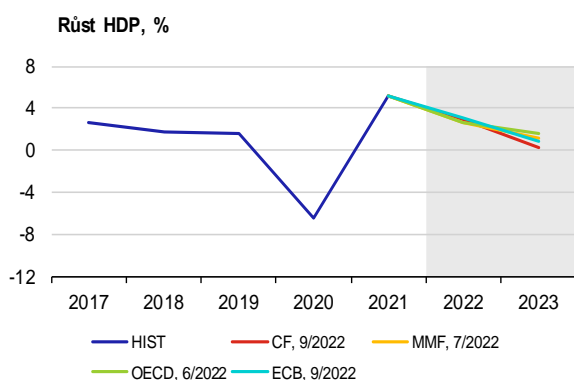
Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny ve druhém čtvrtletí 2022 překvapila svou silou, když mezičtvrtletní růst HDP činil po revizi dokonce +0,8 %. Výše se posunula i hodnota růstu pro první čtvrtletí (+0,7 %) a ekonomika eurozóny se tak 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. Tahounem růstu kromě spotřeby domácností byly i výdaje vlády a investice, zatímco příspěvek čistého vývozu byl záporný. Aktuální zprávy z ekonomiky nicméně již tak pozitivně nevyznívají. Indikátor PMI ve zpracovatelském průmyslu se od července pohybuje v pásmu kontrakce, zejména z důvodu slábnoucí poptávky. Pokles objednávek vede k nižší poptávce po vstupech, což již snižuje napětí v dodavatelských řetězcích a také přispívá k mírnější cenové dynamice v průmyslu. Do pásma kontrakce se dostal v srpnu i PMI ve službách, neboť již vyvanul pozitivní efekt z otevření ekonomik po pandemii. I ve službách se zmírňují cenové tlaky, ale bude ještě chvíli trvat, než se to plně projeví ve spotřebitelských cenách. Inflace v eurozóně zatím dále zrychluje, když v srpnu překonala hranici 9 %. I nadále je motorem růstu výroby cen energií a potravin, ale i ostatní složky dále rostou. Vysoká jádrová inflace dělá vrásky na čele Radě guvernérů ECB, která se tak jednomyslně rozhodla zvýšit sazby o 0,75 p. b. ECB sice zatím neaktivovala svůj nástroj proti fragmentaci finančních trhů, ale v rámci reinvestic nakoupených aktiv silně upřednostňuje zadlužené země jižního křídla. Navíc centrální banka avizovala připravenost rychle zvedat sazby i na dalších jednáních, třebaže se výhled pro ekonomiku eurozóny zřetelně posunul ve směru recese.

Zářijová publikace CF přinesla zvýšení výhledu růstu HDP letos a snížení v příštím roce, zatímco očekávaná inflace pro oba roky se posunula výše. Za lepším výsledkem pro rok 2022 je zejména překvapivě pozitivní skutečnost za první polovinu roku. Výše se opět posunul výhled inflace a v průměru za rok 2023 zůstane inflace v eurozóně vysoko nad cílem ECB. Analytici pak dále očekávají, že sazba pro hlavní refinanční operace dosáhne na konci prosince 2,15 % a do konce června příštího roku dojde k jejímu dalšímu zvýšení na 2,45 %.



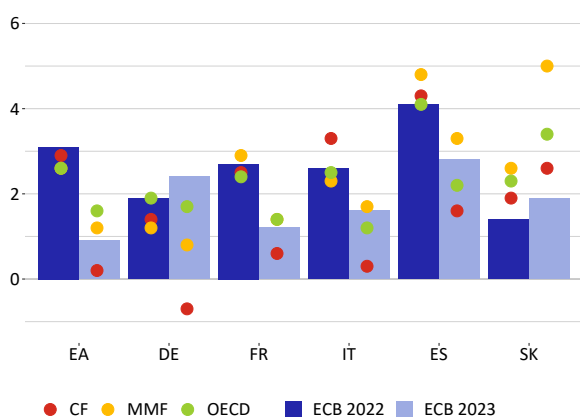
II.2 Německo

Německá ekonomika sice i ve druhém čtvrtletí 2022 mírně rostla, ale na rozdíl od eurozóny stále nedosáhla předpandemické úrovně výstupu a v příštím roce ji opět čeká pokles. Mezičtvrtletní růst HDP Německa dosáhl po revizi +0,1 %, přičemž údaj pro první čtvrtletí byl revidován na vysokých +0,8 %. Německou ekonomiku udržely v kladném teritoriu v první polovině roku 2022 zejména výdaje spotřebitelů a vlády. Ze sektorového pohledu překvapil kladný příspěvek některých služeb (např. IT), zatímco výkon německého průmyslu byl slabý a táhnul ekonomiku dolů. Předstihové indikátory PMI se přesunuly do pásma kontrakce a signalizují propad aktivity ve službách i průmyslu. Rostou obavy analytiků z výrazné recese v Německu již tuto zimu. Nejistota souvisí i se zastavením dodávek plynu z Ruska plynovodem Nord Stream 1. Na druhou stranu aktuální naplněnost zásobníků v Německu předčila očekávání (blíží se 90 %) a dodávky zkapalněného zemního plynu i plynu z Norska jsou stabilní. Aby německá ekonomika dokázala v zimě fungovat bez regulací dodávek plynu, bude nutné ale dále snížit spotřebu. V tomto ohledu přijala německá vláda řadu opatření (snížení teploty ve veřejných budovách, přednostní zásobování uhelných elektráren atd.). Rozhodla se však, že firmám i domácnostem uleví finančně a na začátku září schválila třetí balík podpůrných opatření v celkovém objemu 65 mld. EUR. Zdaněny budou také nadměrné zisky energetických společností a zvažováno je i zavedení cenových stropů na energie.

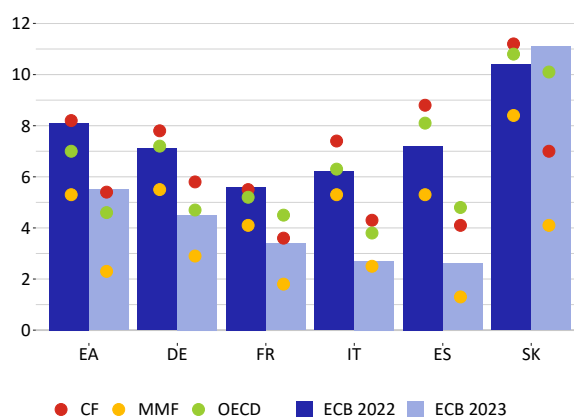
Vysoké ceny energií stále citelně promlouvají do vývoje inflace. Inflace v Německu opět zrychlila a podle analytiků CF dosáhne vrcholu až v prosinci, protože kromě vymizení efektů jízdenky za 9 euro se plánuje od října zavést nový poplatek za obstarání plynu, který má uchránit dodavatele před insolvenčí.

Analytici CF opět snížili výhled pro růst německého hospodářství a zároveň přehodnotili očekávanou inflaci směrem nahoru. Růst HDP letos dosáhne 1,4 % a v příštím roce německou ekonomiku čeká pokles (-0,7 %), zatímco inflace zpomalí z letošních 7,8 % na 5,8 % v roce 2023. V obou letech pak bude vládní rozpočet v deficitu.

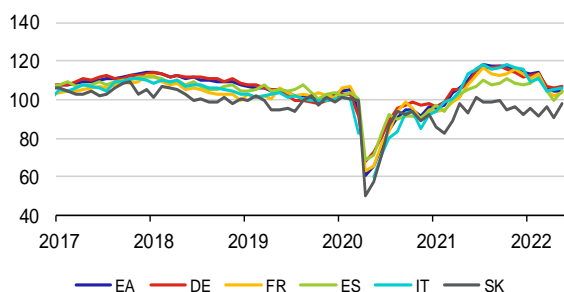
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



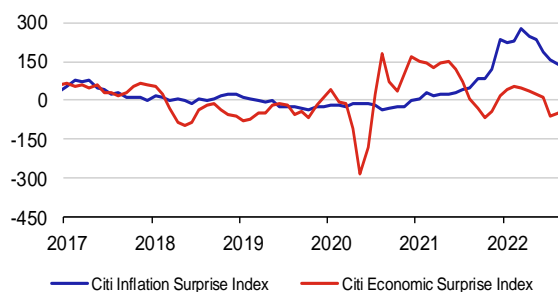
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



Předstihové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
6/22	103,5	104,7	102,4	102,1	105,0	92,3
7/22	98,9	99,7	101,6	97,1	101,4	91,1
8/22	97,6	97,2	99,8	97,9	100,2	87,1

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

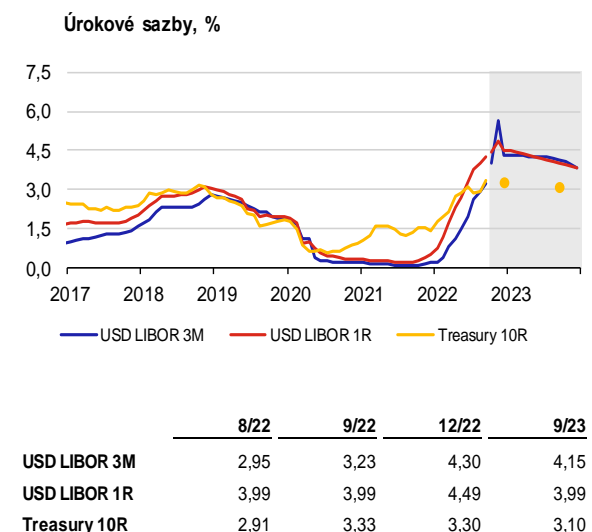
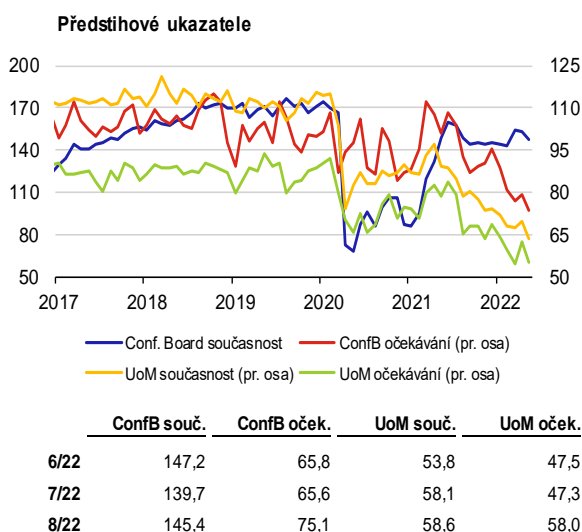
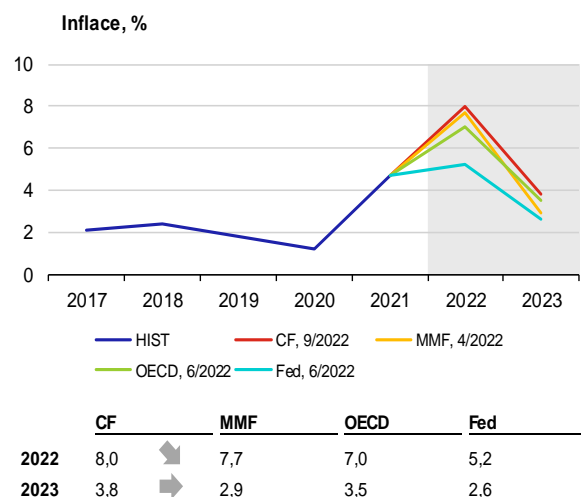
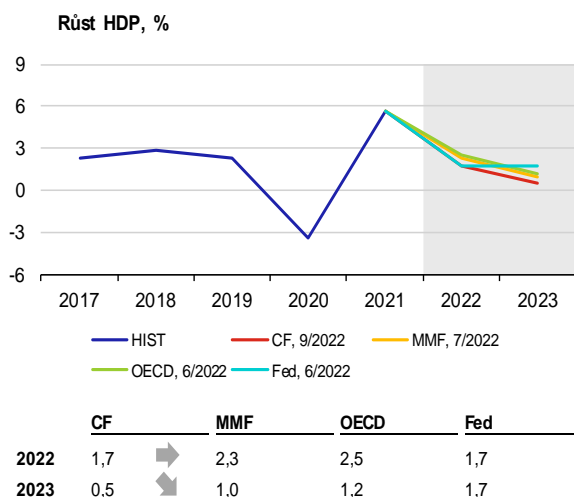
	5y5y	SPF
7/22	2,05	2,15
8/22	2,11	2,15
9/22	2,18	2,15

II.3 Spojené státy

Výhled americké ekonomiky se v příštím roce posouvá směrem níže a někteří analytici očekávají dokonce recesi. Nový výhled CF očekává letos růst HDP o 1,7 % (stejně jako minulý měsíc), výhled pro příští rok klesl na pouhých o 0,5 %. Důvodem pro nižší výhled hospodářské aktivity je očekávaný pokles reálné spotřeby domácností a možné zhoršení situace na trhu práce, což by mohlo vést k hlubšímu propadu ekonomiky. Dochází také k poklesu vpředhledících ukazatelů důvěry.

Inflace v srpnu dosáhla meziměsíčního růstu o 0,1 %, jádrová inflace 0,6% meziměsíčního růstu, čímž překvapila zejména finanční trhy. Dle očekávání poklesly ceny pohonných hmot, firmy ale zatím nesnižují ceny a udržují své zásoby na rekordních hodnotách. Napjatý trh práce udržuje mzdový růst a hrozbu mzdově-inflační spirály. Ceny potravinových komodit na světových trzích poklesly a zlevňuje také kontejnerová přeprava, což by mělo vést ke stabilizaci cen potravin. S rostoucími sazbami klesá prodej nových nemovitostí, roste jejich zásoba a počítá se také s poklesem investic v oblasti rezidenčních nemovitostí. V srpnu rostly maloobchodní prodeje tempem 0,3 % meziměsíčně, čímž překonaly výhled. Důvodem pro neklesající spotřebitelskou poptávku jsou dle analytiků zatím stále velké finanční rezervy domácností.

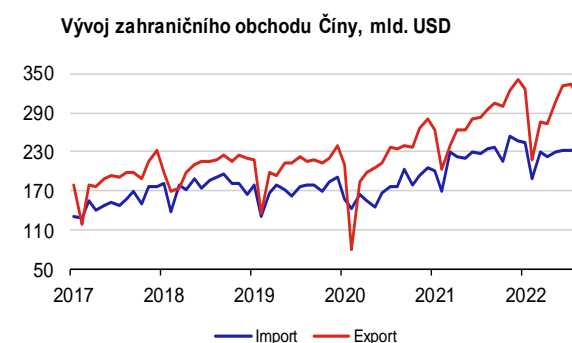
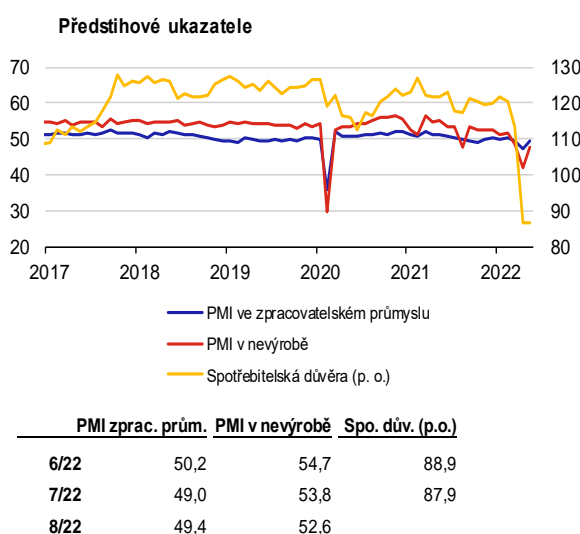
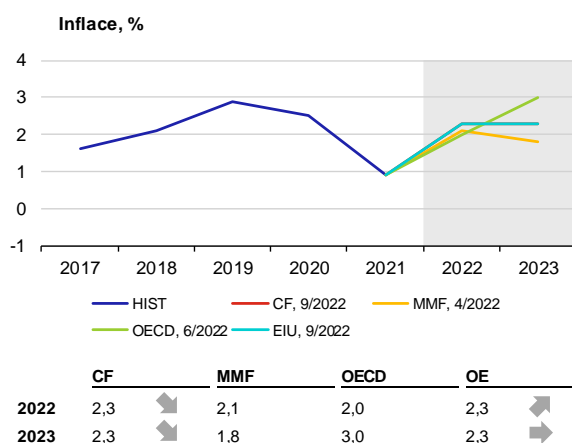
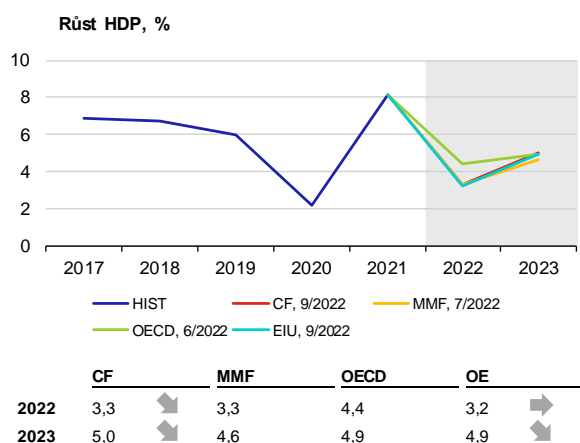
Od zářijového měnového zasedání amerického Fedu se očekává opět razantní zvýšení sazeb o 0,75 p. b. Na tradičním zářijovém setkání guvernérů centrálních bank v Jackson Hole předseda amerického Fedu J. Powell uvedl celkem očekávaný postoj, že Fed je připraven držet přísnější měnovou politiku delší dobu a že není důvod k předčasnému uvolnění. J. Powell zatím ani nenaznačil, na jaké hodnotě se sazby zastaví. Analytici se rovněž neshodnou na tom, kdy dojde ke kulminaci sazeb. Dle tržních očekávání by k tomu mělo dojít na jaře příštího roku se sazbami těsně pod úrovní 4 % a následně by mohlo dojít k jejich snížení. Někteří analytici však očekávají jejich růst až k 5 % z důvodu velmi napjatého trhu práce, který by jinak držel inflaci na vyšší úrovni, než je cíl.



II.4 Čína

Pozorovaná data naznačují, že slabší výkonnost čínské ekonomiky zaznamenaná v červenci pokračovala i v srpnu. Vlny veder a nedostatek elektřiny v některých regionech narušily vládou podporované infrastrukturní projekty. Problematický zůstává i nadále velmi zadlužený nemovitostní trh. Situaci navíc dále zhoršuje rychlé šíření onemocnění covid-19, na které čínská vláda opět reagovala zaváděním rozsáhlých uzavírek. To se negativně promítá do spotřeby domácností, průmyslové produkce a obchodu. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu se tak i v srpnu pohyboval v pásmu ekonomické kontrakce, což potvrdil i index Caixin. Index PMI v nevýrobním odvětví klesl v minulém měsíci na tříměsíční minimum, a to v návaznosti na rostoucí problémy ve službách a stavebnictví. Tento negativní trend se pravděpodobně dále projeví i v měsíci září, neboť v celé zemi bylo od konce srpna uzavřeno nejméně 74 měst. To se dotýká více než 300 mil. obyvatel, přičemž tyto klíčové oblasti výroby a dopravy zasažené blokadou tvoří přibližně 35 % čínského HDP. Vyhledy růstu čínské ekonomiky jsou navíc zatíženy i vnějšími riziky, zejména slábnoucí poptávkou z USA a Evropy v důsledku omezování spotřeby kvůli prudce rostoucí inflaci. To se již v srpnu také projevilo ve výrazném snížení vývozu, přičemž vývoz do USA dokonce poprvé od května 2020 meziročně poklesl. Dle zářijového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 3,3 %, což je hluboko pod stanoveným cílem čínské vlády ve výši 5,5 %. Tento cíl přitom nebude dosažen ani v roce 2023, ve kterém by se HDP měl zvýšit pouze o 5 %.

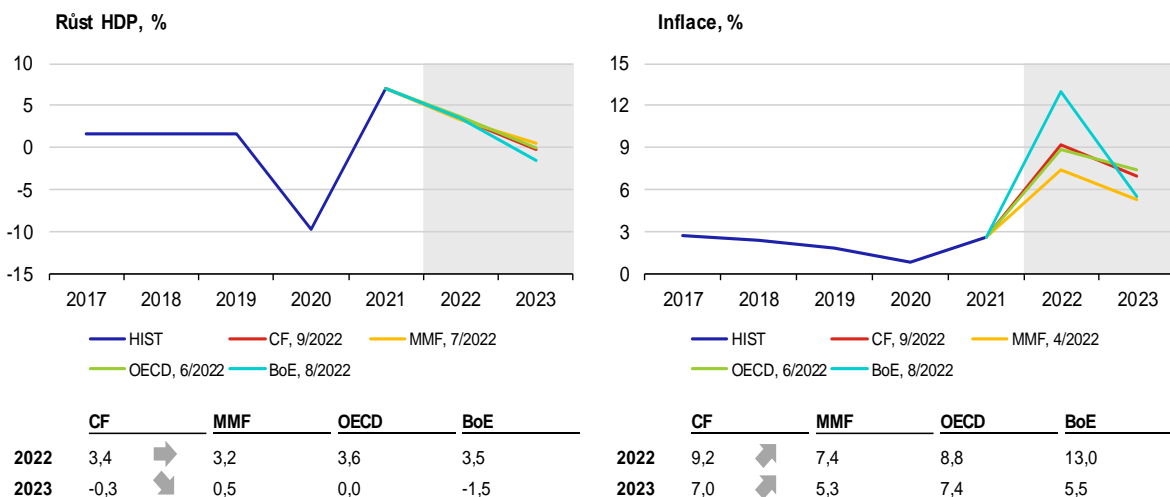
Meziroční růst cen výrobců již desátý měsíc v řadě zpomalil a v srpnu dosáhl pouze 2,3 %. To odráží zejména pokles světových cen ropy a kovů v návaznosti na snížení globální poptávky, ve které se již zřetelně projevuje utlumená ekonomická aktivita v Číně. Zpomalení v minulém měsíci zaznamenaly také spotřebitelské ceny, jejichž růst se snížil na 2,5 %. To bylo způsobeno především klesajícími cenami pohonných hmot a cenami potravin, kdy navíc čínská vláda tlumila prudký růst cen vepřového masa navýšením nabídky prostřednictvím uvolnění zásob ze svých rezerv. Meziroční spotřebitelská inflace dle zářijového výhledu CF dosáhne v letošním a příštím roce 2,3 %.



Zdroj: Bloomberg

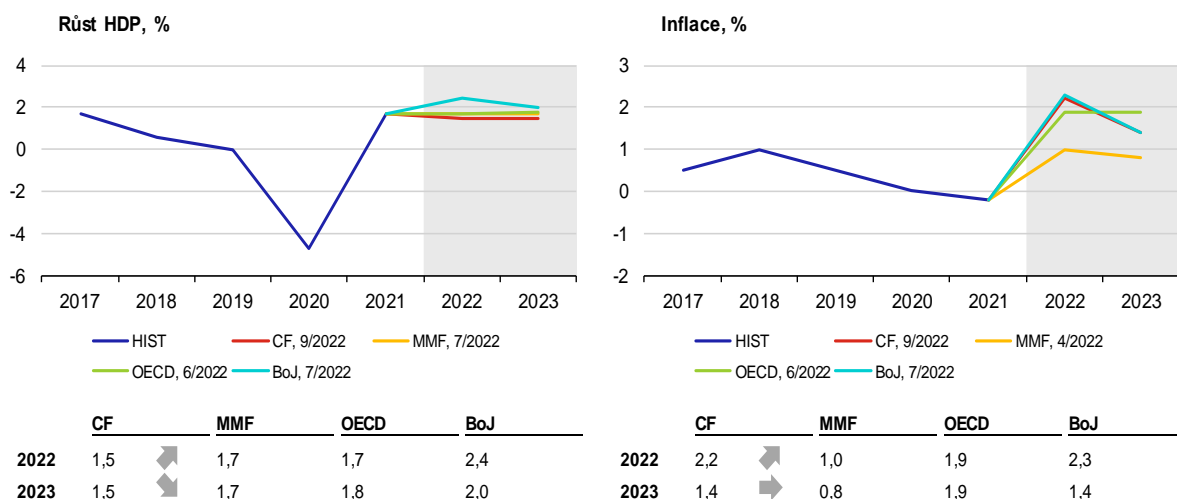
II.5 Spojené království

Spojené království má novou premiérku (L. Trussovou) a nového krále (Karla III.), kteří nastupují do doby složitých dilemat pro celou ekonomiku. Konkrétně od problému vysoké inflace až po stagnující ekonomiku na pokraji recese (CF nově předpovídá pro příští rok propad HDP o 0,3 %) v důsledku omezování výdajů kvůli krizi životních nákladů (opatření proti růstu cen energií mají mít hodnotu až 150 mld. liber), přičemž spotřebitelská důvěra klesla v srpnu na nejnižší úroveň za téměř 50 let. V srpnu propadl také kompozitní ukazatel PMI (49,6), který se dostal poprvé od února 2021 do pásma kontrakce. Důvodem byl primárně výrazný pokles dynamiky zpracovatelského průmyslu, ovšem situace se zhoršila také v sektoru služeb. Meziroční inflace v srpnu díky nižším cenám benzínu sice klesla na 9,9 % (oproti červencovým 10,1 %), ovšem hlavně ceny potravin nadále rostou a cenové tlaky v ekonomice se stále více prosazují se zrychlujícím růstem mezd, který je podpořen nedostatkem pracovních sil. CF tak zvýšil výhled inflace pro letošní (9,2 %) i příští rok (7,0 %).



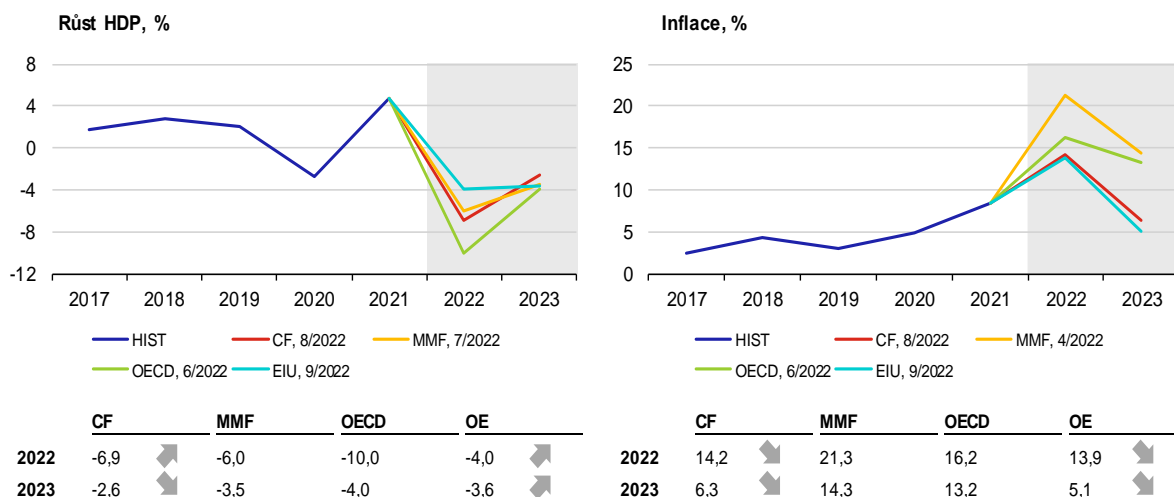
II.6 Japonsko

Růst třetí největší světové ekonomiky překonal v druhém čtvrtletí tržní očekávání, konečně tak bylo dosaženo předpandemické úrovně. V mezikvartálním vyjádření se reálný HDP zvýšil o 0,9 %, přičemž hlavního tahouna růstu nadále představuje domácí poptávka. Po uvolnění zbývajících covidových omezení vzrostly zejména výdaje za služby. Mírně ovšem přispěly i čisté vývozy. Růst spotřebitelských cen se stále vzpírá světovému trendu – červencová meziroční inflace ukázala 2,6 % a podle většiny předpovědí již významněji nevzroste. Meziroční růst cen výrobců od začátku roku stagnuje na zhruba 9 %. Na finančních trzích je viditelné napětí. Japonský jen se drží na nejslabších hodnotách za desetiletí, přičemž citelně roste volatilita měnových derivátů. Zvýšená riziková prémie je patrná i na dalších derivátových produktech či ve spreadech korporátních dluhopisů.



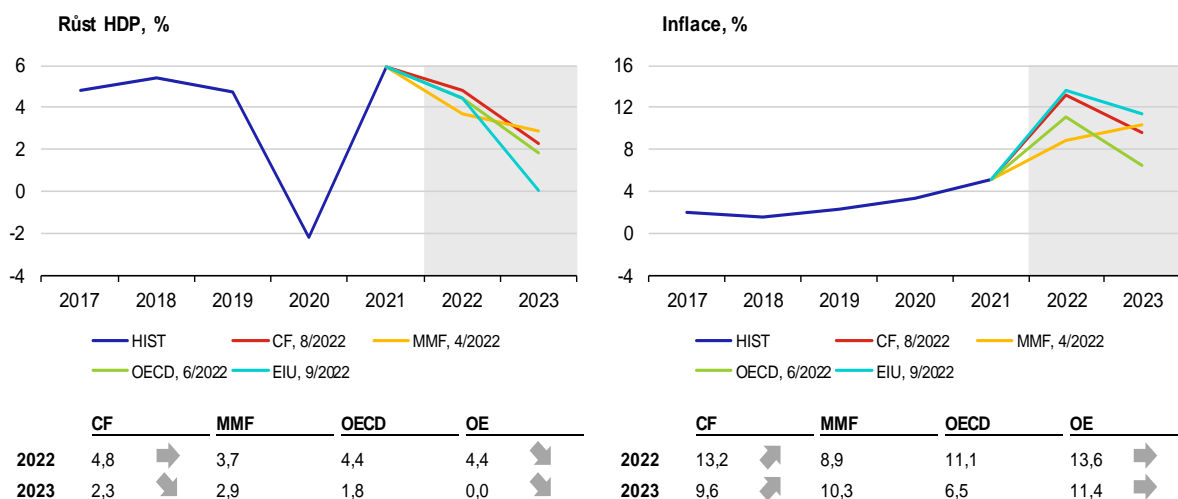
II.7 Rusko

Podle upřesněného odhadu Rosstatu se ve druhém čtvrtletí ekonomická aktivita Ruska zhoršovala tempem srovnatelným s nejtěžším pololetím současné pandemie. Meziroční růst HDP o 3,5 % z prvního čtvrtletí byl vystřídán 4,1% propadem. Srovnatelný pokles ekonomické aktivity přinesla první vlna covid-19 v prvním pololetí 2020. Teď byla nejhorší situace v maloobchodním a velkoobchodním prodeji a také v opravách motorových vozidel (-14,1 %). Útlum lze pozorovat i ve zpracovatelském průmyslu (-4,0 %), těžební průmysl přitom poklesl jen mírně (-0,8 %). Naopak se dařilo administrativním činnostem (+5,0 %), finančním službám a pojištění (+4,4 %), stavebnictví (+3,4 %), aktivitám v oblasti kultury a sportu (+2,5 %), nebo službám v oblasti informace a komunikace (+2,0 %). Ovšem i ve zmíněných růstových odvětvích došlo ke zpomalení v porovnání s meziroční dynamikou předchozího čtvrtletí. Inflace znovu mírně zpomalila, její meziroční tempo v srpnu dosáhlo 14,3 %. Klíčová úroková sazba se snížila na 7,5 %.



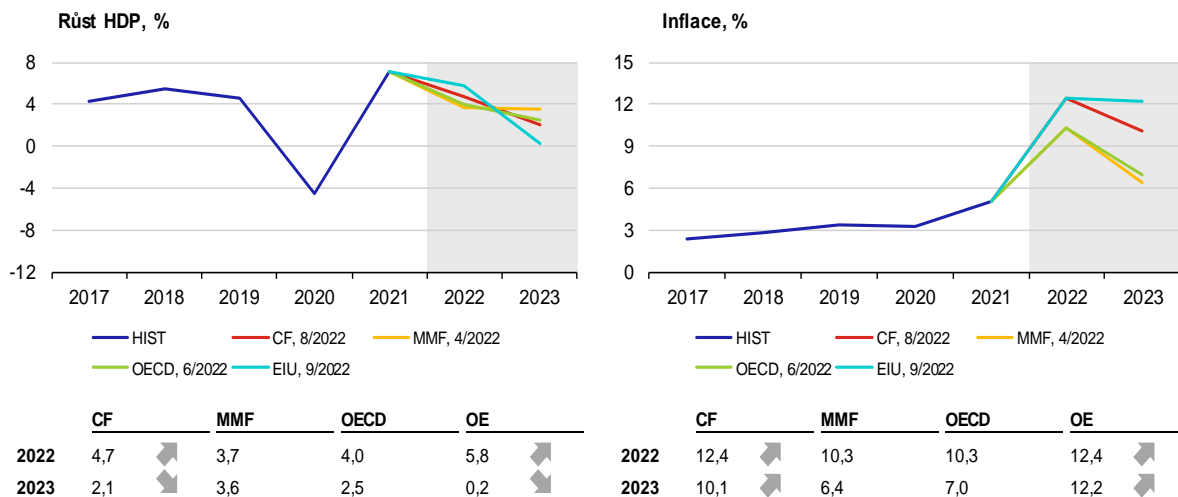
II.8 Polsko

Růst polského hrubého domácího produktu dosáhl ve druhém čtvrtletí hodnoty 5,5 % (8,5 % v prvním čtvrtletí). Průmyslová produkce zpomaluje z dvojciferných temp (v červenci 7,6 % mzr.). Výhledy růstu polské ekonomiky pro rok 2023 jsou delší dobu přehodnocovány směrem dolů, nyní se pohybují v rozmezí 0 % - 2,3 %. Nezaměstnanost zůstala v červenci na hodnotě 4,9 % a důvěra firem v polskou ekonomiku zůstává na nízké úrovni. Polská národní banka rozhodla 7. září o dalším zvýšení úrokové sazby z 6,5 % na 6,75 %. Výhledově by měla inflace v roce 2023 zpomalit (na hodnoty mezi 6,5 % - 11,4 %). Meziroční růst spotřebitelských cen v srpnu dosáhl 16,1 %, to znamená více než v červenci (15,6 %). Také meziroční růst mezd v podnikatelském sektoru zcela překonal červencová tržní očekávání (13,1 %), když v daném měsíci dosáhl 15,8 % (13 % v červnu).



II.9 Maďarsko

Růst hrubého domácího produktu Maďarska dosáhl ve druhém čtvrtletí úrovně 6,5 % (8,2 % v prvním čtvrtletí), což bylo nad očekáváním trhu 6,1 %. Pro rok 2023 se očekává utlumení růstu na 0,2 % až 3,6 %. Maďarský trh práce vykázal v červenci nepatrný nárůst nezaměstnanosti z červnových 3,2 % na 3,3 %. Bankovní rada Maďarské národní banky se 30. srpna rozhodla znovu zvýšit základní úrokovou sazbu, a to o 1 p. b. na 11,75 %. Meziroční růst spotřebitelských cen v srpnu výrazně zrychlil na 15,6 % z červencových 13,7 %, jádrová inflace vzrostla na rekordní hodnotu 19 %. Pro rok 2023 se očekává zpomalení inflačních tlaků, nicméně inflace se udrží na vysokých úrovních mezi 6,4 % až 12,2 %. Mzdy rostou od začátku roku dvojciferným tempem (v červnu 15,4 % meziročně), meziroční růst průmyslové produkce v červenci zrychlil (na 4 % oproti 1,5 % v červnu). Na druhou stranu maloobchodní tržby v červenci meziročně zpomalily na 4,3 % oproti 4,5 % v červnu.

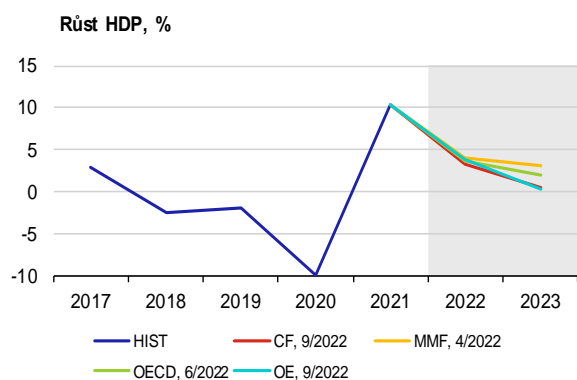


II.10 Výběr ze zemí – Argentina

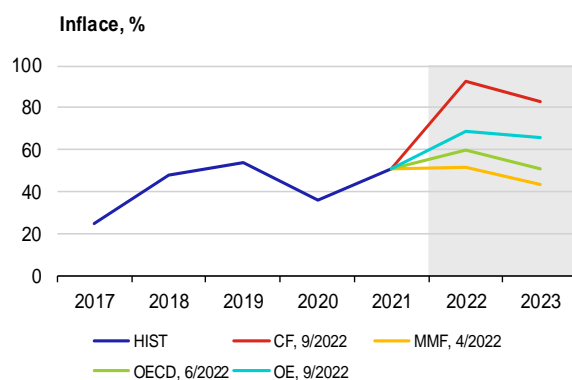
Argentinskou ekonomiku stále tíží především důsledky dlouholetého politického populismu. Těžce zadlužená země se na jaře jen těsně vyhnula dalšímu bankrotu. Dohoda o restrukturalizaci dluhu uzavřená s MMF dává naději na určité umoudření hospodářské politiky. Podmínky v ní obsažené např. omezují financování vlády centrální bankou (což se v Argentině aktuálně děje) a požadují posun ke kladným reálným úrokovým sazbám. To by mělo pomoci krotit vysokou inflaci, jež zemi dlouhodobě sužuje. Červencová rezignace ministra financí, který stál za ujednáním zmíněné dohody, však důvěru v reformní úsilí poněkud nahlodala.

Hospodářský růst postupně zpomaluje a nejinak tomu bude i na výhledu. Problémy jsou strukturálního rázu a sahají před pandemii koronaviru. V roce 2021 ekonomika zažila postkovidový růst, úroveň HDP však dosahuje jen hodnot vídaných kolem roku 2010. Nezaměstnanost po kovidu klesala zpět na obvyklých 7 % a růst mezd udržuje tempo s pádivou inflací, takže reálný příjem domácností není výrazně ohrožen. Prorůstový efekt dřívější monetární a fiskální expanze se však již vyčerpal a jiné zdroje hospodářského růstu zdá se nejsou k dispozici. Ve druhé polovině letošního roku se tak čeká recese. Analytici CF předpokládají letos růst HDP o 3,2 % a v roce příštím pak další zpomalení až na 0,4 %.

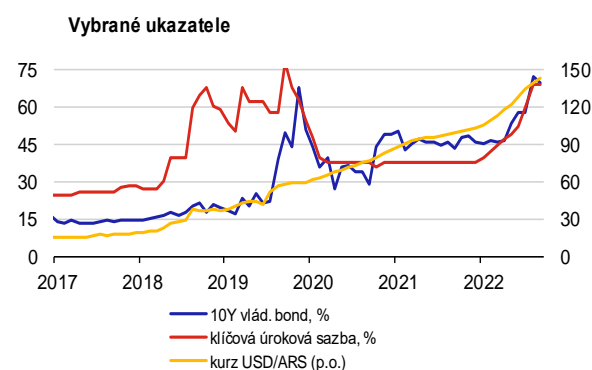
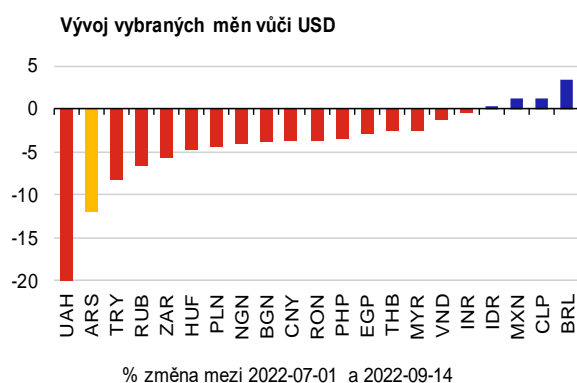
Inflace vytrvale zrychluje, centrální banka jí se zvyšováním sazeb nestačí. Meziroční růst spotřebitelských cen na počátku letošního roku opustil 50% tempo, jež se v posledních pěti letech stalo v Argentině vcelku obvyklým, a zamířil vzhůru. V srpnu činila oficiální míra inflace už 78,5 %. Centrální banka v souladu s dohodou uzavřenou s měnovým fondem přikročila k sérii razantních zvýšení základní úrokové sazby. Ta tak od počátku roku vystoupala z 38 % až na aktuálních 69,5 %. Inflace podle respondentů CF letos překročí 90 % a v příštím roce zpomalí jen mírně. Nový ministr financí, jmenovaný v srpnu, přispěchal centrální bance na pomoc příslibem (blíže neurčené) fiskální přísnosti. Ani to však nezastavilo pokračující propad argentinského pesu, jehož oficiální kurz už překročil úroveň 140 ARS/USD (100 ARS/USD v lednu 2022, 60 ARS/USD v lednu 2020 a 8 ARS/USD v roce 2015). Neoficiální kurz – vzhledem ke stále platným přísným kapitálovým kontrolám – je přitom zhruba dvojnásobný, byť v posledních týdnech lehce posílil.



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



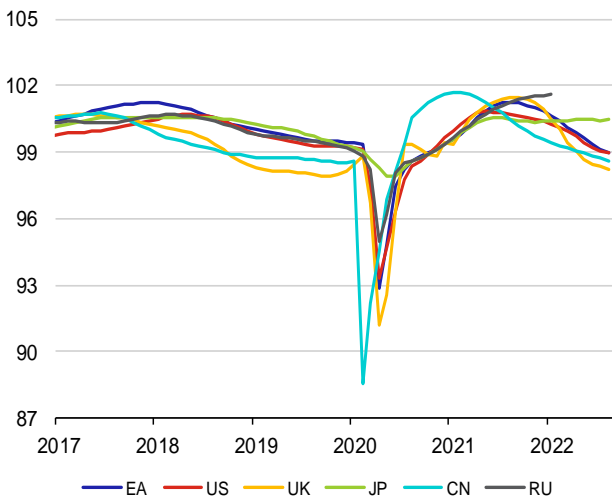
	CF	MMF	OECD	OE
2022	92,2	51,7	60,1	68,9
2023	83,2	43,5	50,6	65,8



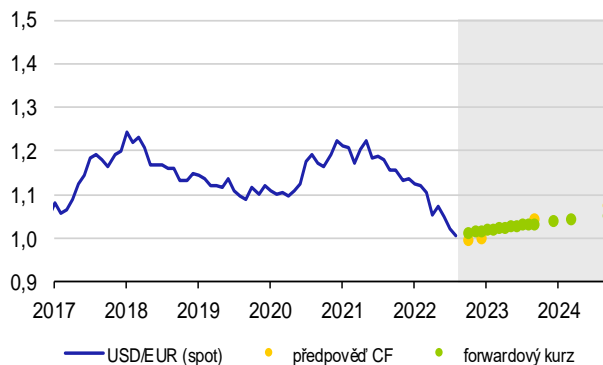
	10Y vládn. bond, %	úrok. sazba, %	USD/ARS
6/2022	57,99	52,00	128,39
7/2022	57,64	60,00	135,26
8/2022	72,07	69,50	140,00

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

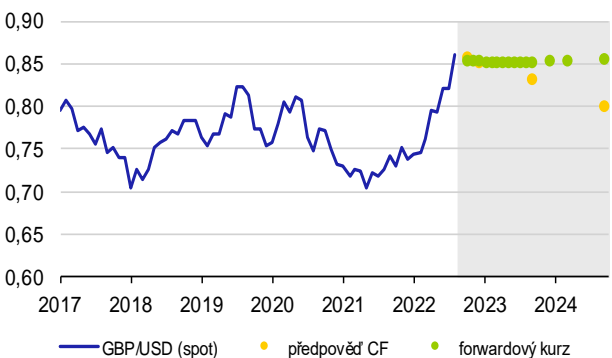


Americký dolar (USD/EUR)



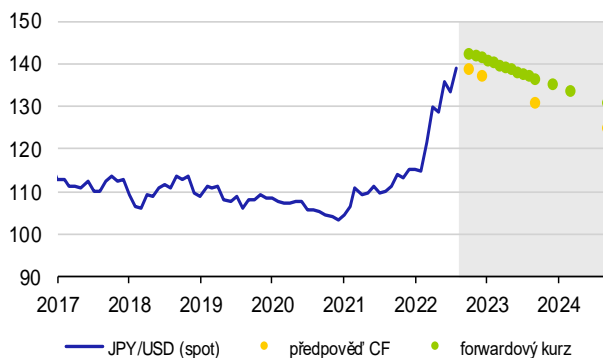
	12/9/22	10/22	12/22	9/23	9/24
spotový kurz	1,013				
předpověď CF		0,999	1,004	1,046	1,076
forwardový kurz		1,014	1,018	1,035	1,053

Britská libra (GBP/USD)



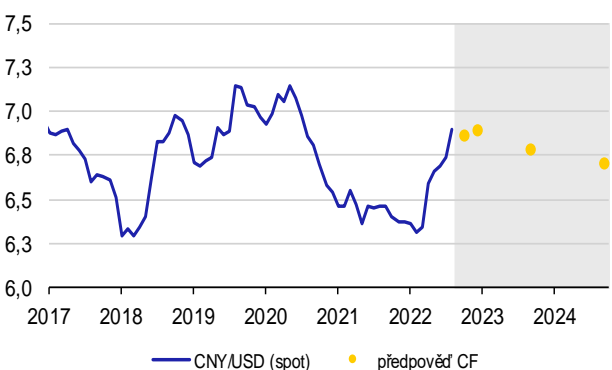
	12/9/22	10/22	12/22	9/23	9/24
spotový kurz	0,854				
předpověď CF		0,859	0,853	0,833	0,801
forwardový kurz		0,855	0,854	0,853	0,856

Japonský jen (JPY/USD)



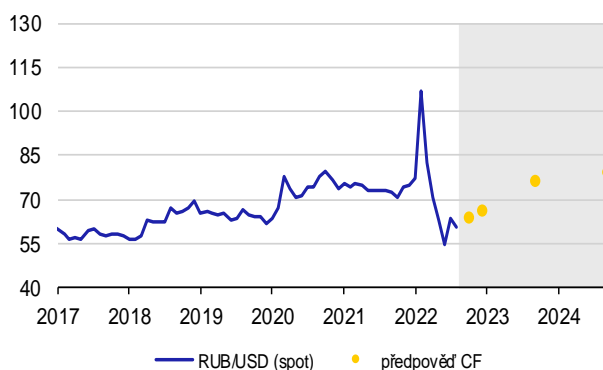
	12/9/22	10/22	12/22	9/23	9/24
spotový kurz	142,4				
předpověď CF		139,0	137,4	131,0	125,2
forwardový kurz		142,5	141,6	136,7	131,0

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	12/9/22	10/22	12/22	9/23	9/24
spotový kurz	6,911				
předpověď CF		6,873	6,897	6,788	6,712

Ruský rubl (RUB/USD)



	12/9/22	10/22	12/22	9/23	9/24
spotový kurz	60,43				
předpověď CF		64,06	66,72	76,63	79,72

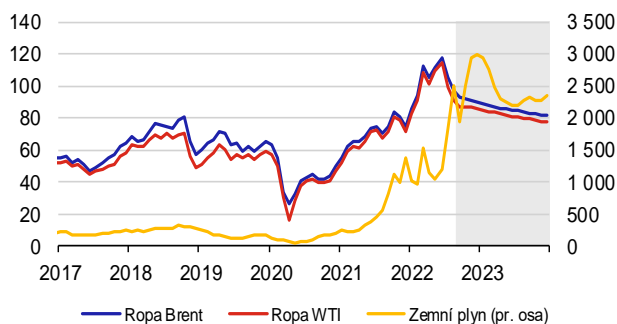
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.1 Ropa

Napětí na fyzickém trhu s ropou se zmírnilo díky obnovení vývozu ropy z Libye a pokračujícímu uvolňování ropy ze strategických rezerv členských zemí IEA. Vysoký je vývoz ropy z USA. Poptávka rafinérií se naopak snižuje s blížícím se obdobím sezónní údržby. Dovoz ropy do Číny je slabý jak v důsledku nízké domácí poptávky, tak z důvodu omezení vývozu ropných produktů z Číny. Investoři značně snížili čisté dlouhé pozice na ropu v obavách ze zpomalení globálního ekonomického růstu. Cena ropy Brent se v důsledku uvedených faktorů dostala během tří měsíců z červnových maxim nad 120 USD/barel o cca 30 USD/barel níže. Pokles cen benzínu byl ještě silnější, když kvůli neočekávaně slabé poptávce během letní motoristické sezóny na severní polokouli vedla silná aktivita rafinérií k poklesu jejich marží. Kvůli závratně vysokým cenám plynu ale roste poptávka po ostatních ropných produktech (nafta, topný olej). IEA očekává, že náhrada plynu ropnými produkty při výrobě elektřiny (ale i v ostatních průmyslových odvětvích) by mohla zvýšit poptávku po ropě ve 4. čtvrtletí letošního a 1. čtvrtletí příštího roku o cca 700 tis. barelů denně. Od února 2023 by měl začít platit úplný zákaz dovozu motorové nafty z Ruska do EU. Při značně podprůměrných globálních zásobách motorové nafty před nadcházející topnou sezónou a omezením vývozu z Číny a Indie tak zůstávají marže rafinérií na výrobu nafty, a tedy i její ceny, vysoké, i když v polovině září došlo k jejich poklesu po zprávách o možném zvýšení kvót na vývoz pohonných hmot z Číny.

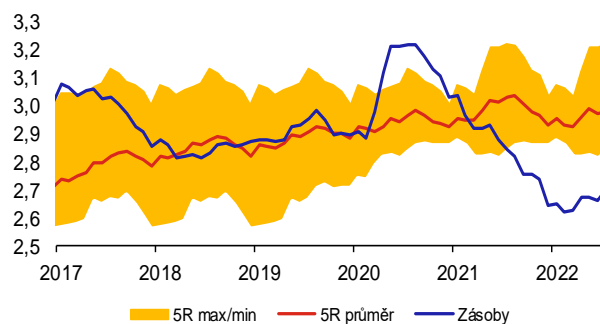
Tržní křivka z první poloviny září se oproti předchozímu měsíci posunula opět směrem dolů a i nadále signalizuje další pokles ceny ropy Brent na cca 90 resp. 82 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. Zářijová předpověď CF očekává mírnější pokles na cca 90 USD/barel v ročním horizontu. Předpověď EIA se naopak zvýšila a až do konce příštího roku předpokládá setrvání ceny ropy Brent mírně nad 95 USD/barel.

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

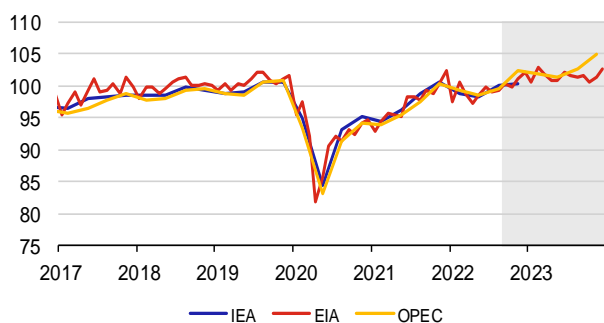


	Brent		WTI		Plyn
2022	99,70	↓	95,51	↓	1807,66
2023	85,02	↓	81,16	↓	2393,20

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

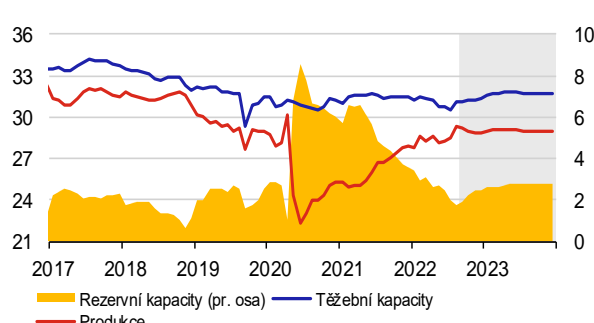


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2022	99,35	↓	100,02
2023		101,51	102,72

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2022	28,61	↓	2,49
2023	28,99	↓	2,73

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

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

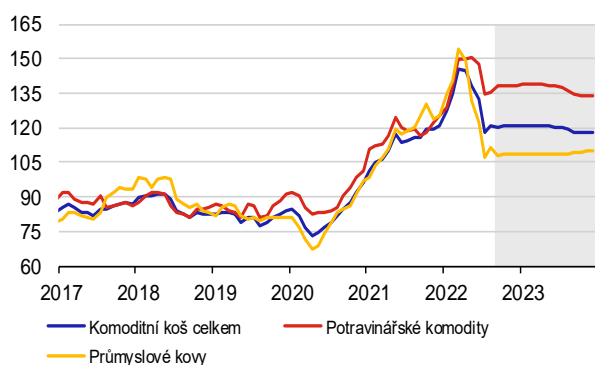
IV.2 Ostatní komodity

Spotová cena zemního plynu v Evropě dosáhla historicky rekordní hodnoty 330 EUR/MWh koncem srpna, poté se vrátila zpět ke 200 EUR/MWh. Prudký růst byl reakcí na úplné zastavení dodávek ruského plynu plynovodem Nord Stream. Poté však trh uklidnily zprávy o rychlém plnění zásobníků v Evropě (koncem srpna v průměru více než 80 %, což EU požadovala až koncem listopadu). Navíc panuje nejistota, jak se do tržních cen plynu promítnou diskutované administrativní zásahy. Nicméně na výhledu se očekávají v průběhu nadcházející zimy ještě vyšší ceny. Cena uhlí se na začátku srpna dočasně snížila, ale v průběhu měsíce opět vzrostla na dosah historického maxima v důsledku silné poptávky z Číny.

Index cen základních kovů po čtyřech měsících poklesu v srpnu vzrostl, ale v první polovině září o své mírné zisky opět přišel. Data ze zpracovatelského průmyslu v Číně a Evropě jsou nadále slabá a PMI se drží pod 50, a to i přes nová vládní stimulační opatření v Číně. Záměr čínské vlády masivně investovat do rozvozu elektřiny a další energetické infrastruktury spolu s poklesem zásob na LME vedly v polovině července k zastavení několik měsíců trvajícího poklesu cen hliníku, mědi a dalších průmyslových kovů. Čína navíc zvýšila vývoz mědi. V poklesu naopak pokračovaly ceny železa a železné rudy kvůli slabé aktivitě čínského zpracovatelského průmyslu.

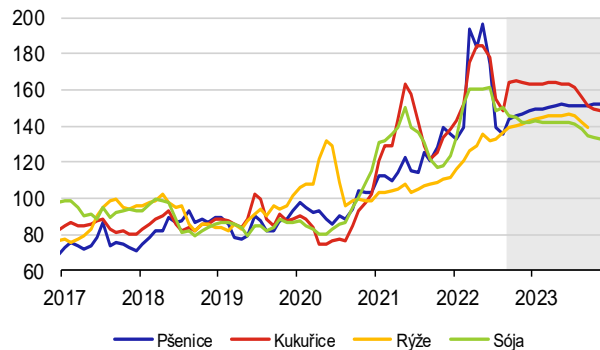
Index cen potravinářských komodit se v srpnu rovněž obrátil k růstu a pokračoval v něm i v první polovině září. Důvodem byl zhoršený výhled sklizně v USA v důsledku pokračujícího sucha v některých pěstitelských oblastech. Zvýšený vývoz z ukrajinských přístavů a z Indonésie ale pomáhal cenový růst tlumit. Mírný růst zaznamenaly v uplynulém měsíci jen ceny kukuřice, rýže, cukru, kávy nebo hovězího masa. Naopak cena vepřového masa v polovině srpna silně poklesla.

Indexy cen neenergetických komodit



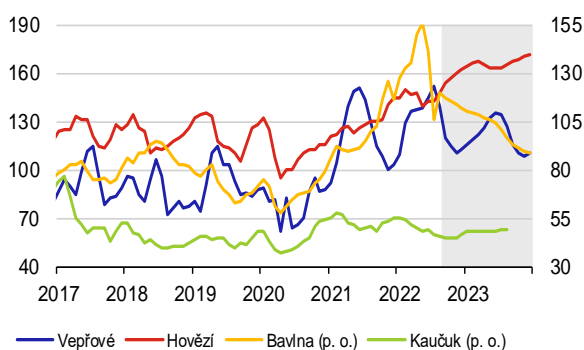
	Celkem	Potraviny	Kovy
2022	128,7	140,6	123,7
2023	119,8	137,0	108,9

Potravinářské komodity



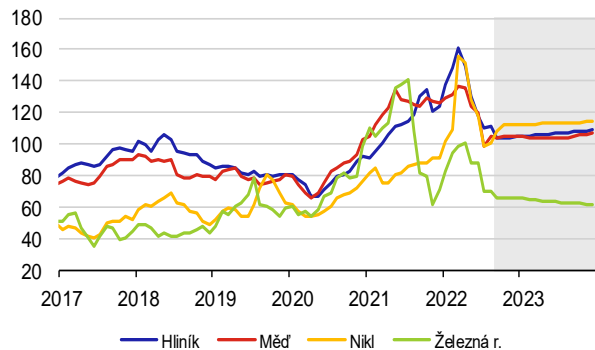
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2022	156,5	164,6	132,7	150,0
2023	151,0	158,0	144,2	138,9

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2022	128,6	149,5	127,1	48,4
2023	121,3	166,4	100,3	48,3

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2022	123,8	116,8	117,6	80,1
2023	107,2	105,0	113,6	63,8

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.

Jak přispělo zdražování firem ke dnešní inflaci v eurozóně?¹

Příběh dnešní inflace v eurozóně se začal psát již loni, kdy po pandemických uzavírkách musely firmy řešit nedostatek dílů a materiálů, při cenách komodit a dopravy rostoucích takřka do nebe. Okolnosti pro růst cen a firemních tržeb byly příznivé – poptávka se přesměrovala od služeb ke zboží a finanční polštáře domácností v době uzavírek narostly. Jak potvrzuje tato analýza, firmy v daném období opravdu zdražovaly více, než by se dalo očekávat podle historických dat. Zdražování bylo silnější v zemích, které vstupovaly do pandemie „více rozehřáté“, tj. s výrazně napjatějším trhem práce a silnější domácí poptávkou. Ale ani ceny nerostou do nebe – výrobci cenový přeliv začínají tlumit, a to nejen přímo ve výrobním sektoru, ale i pro koncové spotřebitele. Nicméně stále nejsme na úrovni cenotvorby před pandemií, tlak na zdražování je stále citelný. Je tedy růst cen tažen náklady? Jednoznačně. Na firmy tlačí zejména vstupní náklady, ale robustní poptávka vytvořila prostor – po desetiletí boje s deflací – pro tak rychle zrozenou vysokou inflaci, jakou nyní pozorujeme.

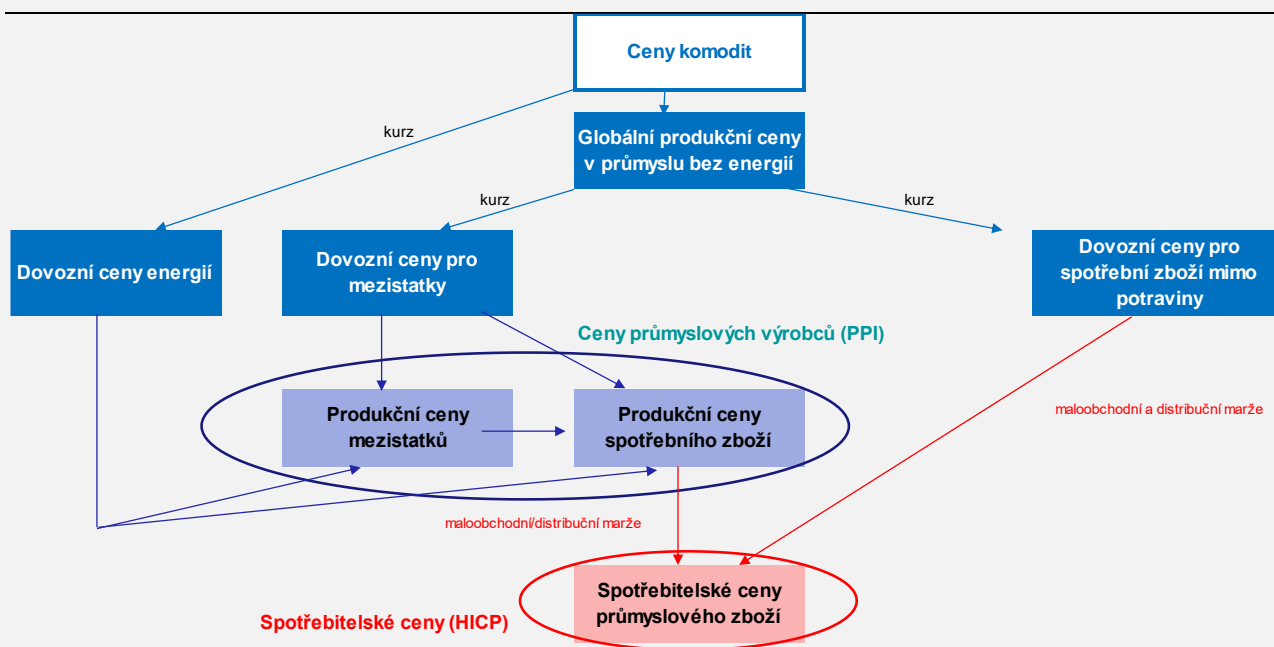
Od drahého plynu až po cenovku na košili

Zdražování v posledních měsících překvapuje svou silou a cenovky na zboží se mění častěji, než by si leckdo přál.

Ve zprávách se opakují argumenty jako rostoucí ceny elektřiny či plynu kvůli válce na Ukrajině, nedostatek materiálů a komponent či zdražující globální doprava. Ale je to dostačující vysvětlení? Opravdu nevyužívají výrobci či dovozci situaci vyšších nákladů jako berličku, aby měli zdůvodnění pro vyšší cenovky a přilepšili si po hubených pandemických časech? A opravdu se zdražuje po celé Evropě stejně? Abychom dokázali alespoň na některé otázky odpovědět, je potřeba si blíže popsat, jak vznikají ceny zboží pro koncové spotřebitele a projít „potrubím“² od vstupních cen až po cenovku pro koncové spotřebitele.

Jak vzniká cenovka na vaši košili či na novou ledničku? Pro ilustraci jsme připravili stylizované schéma (Graf 1), pomocí něhož lze popsat možné kanály, jak se zdražování výrobním řetězcem přenesou na spotřebitele. Pokud stoupne cena ropy či jiných energetických komodit (plynu či elektřiny), tento efekt se primárně odrazí v cenách průmyslových výrobců v eurozóně skrze náklady na dováženou energii (dovozní ceny energií). Nepřímo může působit přes globální ceny neenergetických výrobců s dopadem na ceny dováženého zboží, které tvoří součást dodavatelského řetězce používaného v domácí výrobě (od mezistatků k finálním produktům). Ale i zdražení neenergetických komodit spotřebitelé mohou pocítit. Pokud špatná úroda zvedne ceny bavlny, zasáhne tento šok výrobce po celém světě. Ti zdraží látky a v závislosti na vývoji

Graf 1 – Stylizované schéma přelivu cenových tlaků z komodit a globální ekonomiky přes produkční sektor až na spotřebitele



Zdroj: ECB (2017), upraveno autorkou

¹ Autorkou je Soňa Benecká. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² V odborné anglické terminologii se používá výraz „pipeline pressures“, viz např.

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_07-d799754f4e.en.html

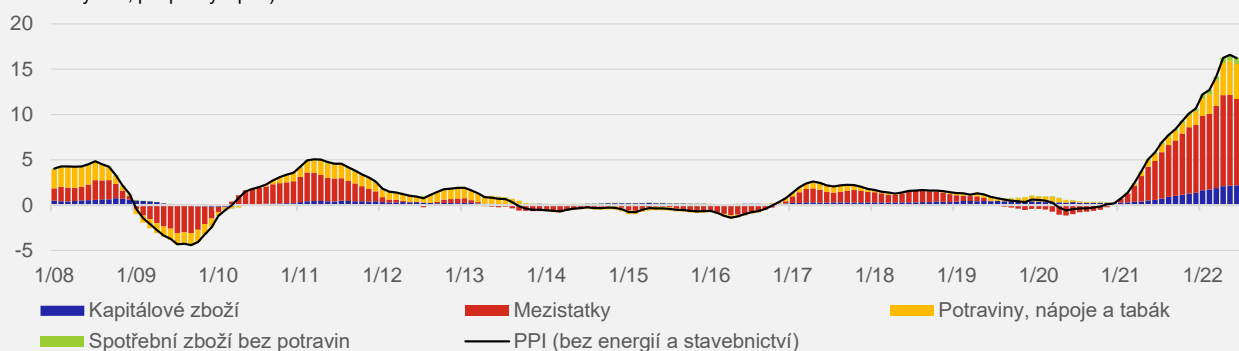
kurzu národních měn k dolaru se tento vliv projeví v dovozních cenách. Ty přímo vstupují do cen průmyslových výrobců. Na vyšší vstupní náklady výrobci zareagují zdražením finálních produktů, takže košile ušitá v domácí výrobě také podraží. Pokud však byla košile vyrobena v zahraničí, o zdražení se postarají přímo dovozci. Jak moc a často budou domácí výrobci i dovozci zdražovat pak závisí na jejich vlastní cenové politice, která se odvíjí od jejich marží a očekávané poptávky. Marže jsou nejen z pohledu centrální banky hlídaná veličina, protože ukazují snahu firem přenést vyšší vstupní náklady na zákazníky.³ Dokud zdražují výrobci, úlevy od inflačních tlaků se nedočkáme.

Zdražování v eurozóně bylo rekordní

Výrobci v eurozóně zdražovali v průběhu letošního léta nevidaným tempem. Pro pochopení cenových tlaků v produkční sféře, které mají dopad na spotřebitele, je potřeba brát v potaz pouze odvětví mimo sektor energetický a stavebnictví. Primárním tahounem cenového vývoje v jádrových cenách PPI⁴ (v podstatě zpracovatelský průmysl) bylo odvětví mezistatků (červené příspěvky na Grafu 2). Kapitálové a spotřební zboží také zdražovalo a projevil se i nárůst cen

Graf 2 – Ceny výrobců v eurozóně podle hlavních složek

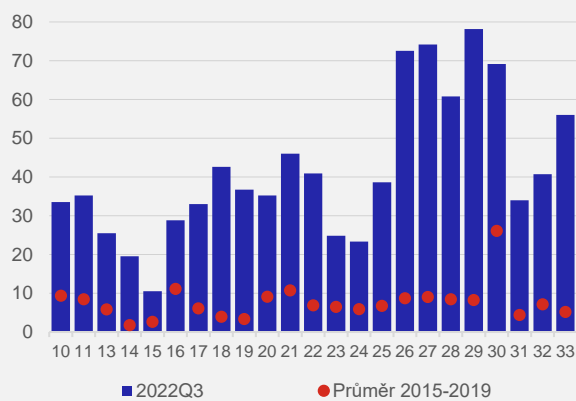
(mzr. změny v %, příspěvky v p.b.)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Graf 3 – Nedostatek vybavení v eurozóně podle odvětví

(procento firem hlásících nedostatek)



Zdroj: Evropská komise, čtvrtletní šetření mezi podniky

Pozn.: 10 – Potraviny, 11 – Nápoje, 12 – Tabák, 13 – Textilie, 14 – Oblečení, 15 – Kůže, 16 – Dřevo, 17 – Papír, 18 – Tisk a reprodukce, 19 – Rafinované ropné produkty, 20 – Chemikálie, 21 – Léčiva, 22 – Plasty, 23 – Ostatní produkty, 24 – Kovy, 25 – Kovové výrobky, 26 – Počítače a elektronika, 27 – Elektrické vybavení, 28 – Stroje a zařízení, 29 – Motorová vozidla, 30 – Ostatní dopravní prostředky, 31 – Nábytek, 32 – Ostatní, 33 – Opravy a instalace

potraviny. Meziroční dynamika PPI v odvětví mezistatků však dosáhla v květnu vrcholu a tempo zdražování již ztrácí dech. Pro vývoj spotřebitelské inflace je klíčový pokles v kategorii spotřebního zboží, jak jsme viděli na Grafu 1, kde však cenová dynamika stále akceleruje.

Cenové tlaky se dosud koncentrovaly v počátečním stupni cenového řetězce. PPI pro mezistatky totiž zahrnuje ceny za zcela nebo částečně zpracované komodity, které budou použity jako vstupy pro výrobu jiného zboží. Jako příklad lze uvést chemický průmysl, jehož produkty vstupují třeba do výroby papíru. V řadě případů se jedná o odvětví s nižší přidanou hodnotou, kde jsou cenové strategie firem postaveny na rychlém promítání vstupních nákladů do výstupních cen.⁵ Kromě samotných nákladů na vstupní materiály (např. jiné chemikálie) jsou pro tato odvětví zásadní i výdaje za energie. Proto tato odvětví čelila v minulých měsících, kdy ceny elektřiny a plynu se vyšplhaly na historická maxima a firmy se potýkaly s nedostatkem materiálů a komponent, velmi složité situací. Situace s chybějícími vstupy se oproti loňskému roku ale již mírně zlepšila (Graf 3), třebaže podle šetření Evropské komise stále značné procento firem ve třetím čtvrtletí 2022 hlásilo

³ <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Firmy-radeji-zvysuji-ceny-do-foroty-nez-aby-si-snijily-marze.-Musime-proti-tomu-bojovat-rika-Holub-z-CNB/>

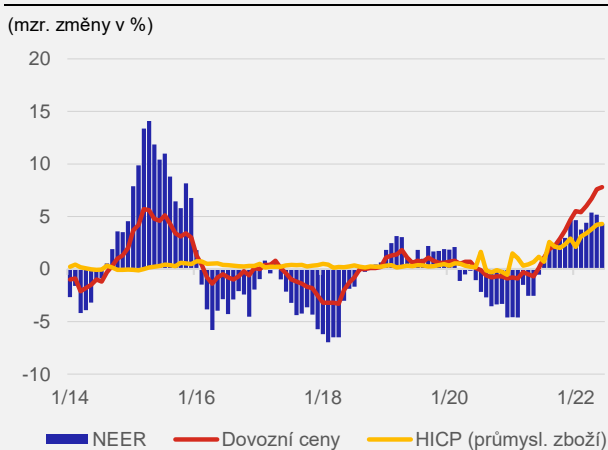
⁴ Dále pro cenový index v produkčním sektoru budeme používat zkratku PPI z anglického názvu Producer Price Index. Pro spotřebitelské ceny budeme používat harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP).

⁵ Cenovým politikám v závislosti na nedostupnosti materiálů a komponent jsme se věnovali v srpnové publikaci Globální ekonomický výhled v roce 2021 https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Nedostatek-materialu-a-komponent-jako-faktor-omezujici-vyrobu-a-zvysujici-ceny/

nedostatek vstupů. I cenová očekávání⁶, která sleduje Evropská komise na měsíční bázi, během léta korigovala, nejvíce v odvětvích jako chemikálie, kovy a kovové výrobky či dřevo a papír. Naopak v některých odvětvích s vysokou přidanou hodnotou (počítače a elektronika, elektrické vybavení či stroje) není od dubna do července patrné žádné zásadní zlepšení, tj. pokles v podílu firem čekajících zdražování. Firmy v odvětví motorových vozidel pak zaznamenaly lepší dostupnost polovodičů, ale stále téměř polovina z nich očekává růst prodejních cen. Lze tedy shrnout, že došlo k posunu tlaku v cenovém řetězci, přičemž vyšší dostupnost některých materiálů a komponent spolu s korekcí v cenách komodit mimo energie vytváří prostor pro další ústup cenových tlaků v produkčním sektoru. Rizikem je i nadále nepředvídatelný vývoj cen energií, plynu a elektřiny, který může dále razantně zvednout vstupní náklady firem, což při oslabující poptávce v eurozóně představuje vážnou hrozbu pro tamní průmyslové podniky.

Cenový tlak z odvětví mezistatků se přelévá do finálního zboží, což se již projevuje ve spotřebitelské inflaci. Ale i dovozní ceny v eurozóně rostou překvapivě silně. Jak bylo popsáno v Grafu 1, do spotřebitelské inflace (pro průmyslové zboží) se vlévají dva cenové kanály. První z nich je přímý kanál přes *dovozní ceny*, který primárně ovlivňuje kurz eura vůči ostatním měnám. Jak ukazuje Graf 4, na minulosti byl kurzový vývoj dominantním faktorem za dynamikou dovozních cen, ale v roce 2022 je zdražování v dovozních cenách mnohem větší. Vyšší ceny na globální úrovni tlačí tedy i na dovozce. Druhý kanál je přímo z *výroby v eurozóně*. Indikátory v PPI naznačují značné cenové tlaky v řetězci, které postupují směrem k finální spotřebě. Zdá se však, že síla přenosu se snížila a nůžky mezi PPI a HICP se rozevírají. PPI pro mezistatky navíc indikuje pokračování cenových tlaků v produkčních a distribučních řetězcích, jelikož tlaky z produkce se do finální spotřeby promítají se zpožděním. Podle odhadů ECB trvá více než rok, než se cenové tlaky z mezistatků projeví plně v HICP. Pro ilustraci jsme srovnali všechny sledované veličiny v Grafu 5, který pak indikuje korekci v HICP pro průmyslové zboží nejdříve v prvním čtvrtletí 2023. Produkční ceny tedy v hrubých rysech naznačují, že sice výrobci zřejmě tlumí plný přenos nákladů na zákazníky, ale ústup jádrové inflace bude přece jen chvíli trvat.

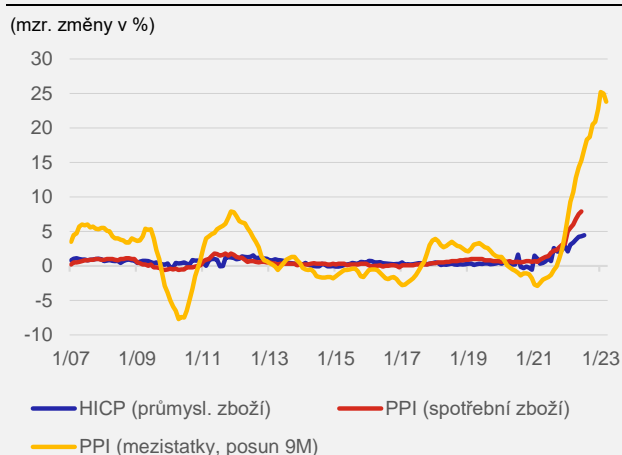
Graf 4 – Tlak na spotřebitelské ceny přes dovozní ceny



Zdroj: Eurostat, ECB

Pozn.: NEER – nominální efektivní kurz eura (obrácená škála), HICP – průmyslové zboží mimo energie, Dovozní ceny – spotřební zboží mimo potraviny, ze zemí mimo eurozónu

Graf 5 – Tlak na spotřebitelské ceny z produkčního sektoru



Zdroj: Eurostat

Pozn.: HICP – průmyslové zboží mimo energie, PPI (spotřeb. zboží) – spotřební zboží mimo potraviny, domácí ceny výrobců, PPI (mezistatky) – ceny výrobců mezistatků posunutých o devět měsíců dozadu

Tlumí výrobci zdražování nebo je aktuální vývoj inflace důkazem jejich chamtivosti?

Podívat se na zoubek maržím výrobců není vůbec jednoduchý úkol, protože data nejsou obvykle volně dostupná. Nicméně i samotné cenové indexy HICP a PPI leccos o cenových politikách prozradí. Přeceňování ve výrobním a distribučním řetězci by mělo v první řadě odrážet vstupní náklady a situaci na poptávkové straně. V rámci ekonomického cyklu se však chování výrobců mění. Intenzita zdražování či zlevňování výrobců není stálá v čase, ale upravuje se podle nákladů, marží, ziskovosti či možností prodeje. V dobrých časech se zdražuje více, zatímco když klesnou vstupní náklady, může se zlevnit. V každé fázi cenového řetězce závisí rozhodnutí o ceně na řadě individuálních faktorů (včetně využití

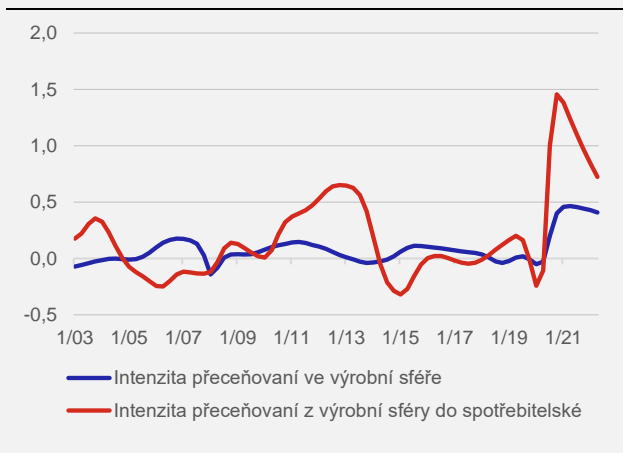
⁶ Indikaci, které faktory jsou aktuálně nejvýznamnější pro cenotvorbu firem v eurozóně, nabídl například box v červnové Měsíční zprávě ECB. Dle této zprávy „v souladu s pozorovaným nárůstem světových cen komodit a surovin jsou náklady na výrobní vstupy nejdůležitějším faktorem, který v současnosti ovlivňuje očekávání prodejních cen (jako „velmi důležité“ je uvádí 74 % firem), následují mzdové náklady (60 %), očekávaná inflace (58 %) a vlastní poptávka (55 %). Naproti tomu faktory jako podíly na trhu / ceny konkurentů, směnný kurz a náklady na financování a dostupnost hrají mnohem omezenější roli.“ Víz

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202205_06-c70344dd39.en.html

kapacity, stavu zásob, absorpce zisku či konkurenčního prostředí). Nákladový šok z rané fáze cenového řetězce se tak vůbec nemusí přenést na koncového spotřebitele. Pokusili jsme se tedy odhadnout pomocí dvou jednoduchých lineárních modelů s časově proměnlivými koeficienty⁷, jak se v posledních dvou dekádách vyvíjela intenzita přečeňování u výrobců v eurozóně – ve slovníku našeho Grafu 1: jak přímo v modré produkční bublině (*Intenzita přečeňování ve výrobní sféře*), tak i z modré bubliny do červené (*Intenzita přečeňování z výrobní sféry do spotřebitelské*). Oba indikátory intenzit, což jsou vlastně časově proměnlivé koeficienty z našich modelů, pak ukazuje Graf 6.

Pocovidové zdražování i z pohledu námi definovaných intenzit se vymyká historicky pozorovaným hodnotám, začíná však brzdít. Od roku 2003 do nástupu pandemie covidu v Evropě oscilovala intenzita v úzkém pásmu v blízkosti nuly. Uzavírání ekonomik v době pandemie ale změnilo chování výrobců. Ti se snažili vyrovnat s tímto unikátním nákladovým šokem zdražováním ihned při první příležitosti. Spolu s propadem dostupnosti materiálů a komponent a následným nástupem energetické krize se tak odstartovalo historicky nejrychlejší zvyšování cen v průmyslu v eurozóně.

Graf 6 – Indikátory intenzity přečeňování pro eurozónu



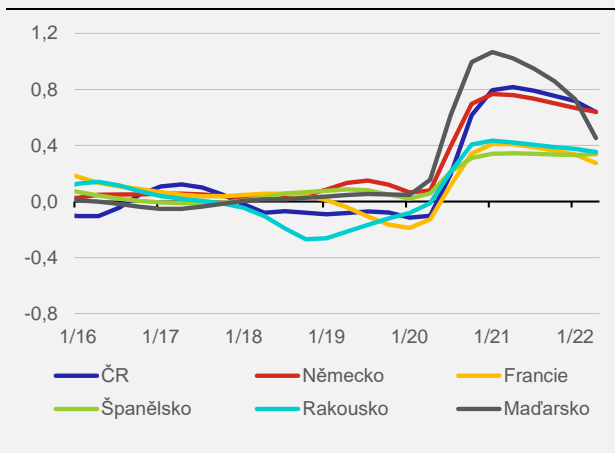
Zdroj: vlastní výpočty

V průběhu roku 2022 ale začalo ztrácet dech, jelikož úspory domácností z dob pandemie se postupně rozpouštějí, zatímco jejich náklady na energie a paliva prudce vzrostly. Ve prospěch poptávkového příběhu hovoří i výrazně větší skok nahoru v intenzitě přečeňování z výrobní sféry do spotřebitelské. I zde však dochází ke korekci a výrobci začínají zdražování brzdít.

Tlaky v cenovém řetězci jsou citelné po celé Evropě

Odhady intenzity přečeňování v jednotlivých zemích EU naráží na nedostatek dat, ale i skromnější evidence potvrzuje složitou situaci výrobců napříč celou Evropou. Odhady pro intenzitu přečeňování ve výrobní sféře u několika vybraných zemí pak ukazuje Graf 7. Rekordně vysokou ochotu přenést náklady na zákazníky v produkčním sektoru hlásí Maďarsko, následované ČR a Německem. Jsou to také země, které čelí výrazným potížím s nedostatkem materiálů a komponent, při robustní domácí poptávce a napjatém trhu práce. Intenzita ve Francii či Španělsku je oproti tomu poloviční. Podobně jako na

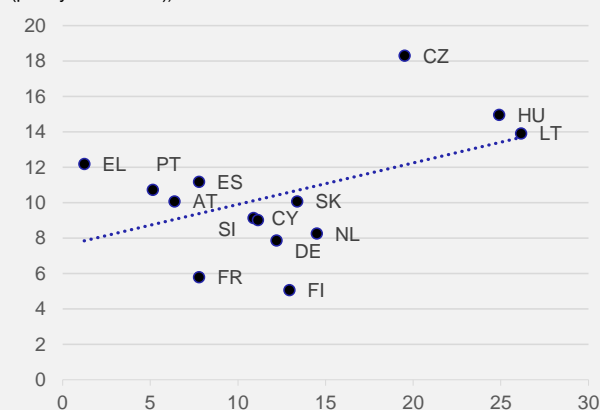
Graf 7 – Intenzita přečeňování ve výrobní sféře napříč zeměmi



Zdroj: Eurostat, ECB

Graf 8 – Tlak na spotřebitelské ceny napříč zeměmi

(mzr. změny v %; osa x: růst PPI (spotřební zboží); osa y: růst HICP (průmyslové zboží))



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Růst indexů pro průmyslové zboží bez energií mezi únorem 2020 a červnem 2022, modře označena jednoduchá regresní přímka

⁷ Jedná se o lineární model, kde koeficienty jsou variabilní v čase. První regresní rovnice zahrnuje PPI pro mezistatky, PPI pro spotřební zboží a průmyslovou produkci v odvětví spotřebního zboží. Druhá regresní rovnice zahrnuje HICP pro průmyslové zboží mimo energie a PPI pro spotřební zboží mimo potraviny. Vzorek odhadu je od roku 2003 do druhého čtvrtletí roku 2022 se všemi proměnnými sezónně očistěnými a zpožděnými o jedno až tři období. Proměnné jsou v diferencích hodnot v logaritmech. Model je nastaven k vyhlazování odhadnutých parametrů, takže ignoruje nestandardní výkyvy v datech (např. posuny v obdobích pro výprodeje v průběhu pandemie), čímž se ale zhoršuje přesnost odhadu koeficientů.

datech za celou eurozónu i v případě jednotlivých zemí dochází k pozvolnému nástupu tlumení zdražování, více v zemích, kde byl přenos do cen vyšší. Kde se v produkčním sektoru více zdražovalo, tam se od toho rychleji upouští.

Přeliv do spotřebitelských cen je také patrný, ale vstupuje do něj vícero faktorů. Kromě cenového tlaku ze segmentu výrobců mají vliv přímo dovozní ceny. Prim hrají zejména v případě malých otevřených ekonomik s nezávislou měnou jako je mnoho nových členů EU. V tomto textu je však pro zjednodušení vynecháváme, vyžadovaly by jinou metodu analýzy. Proto se omezíme jen na srovnání růstu cenové hladiny pro průmyslové zboží bez energií (Graf 8). Země, které zaznamenaly nejvyšší nárůst cen v produkční sféře, měly také nejvyšší nárůst cen průmyslového zboží (Maďarsko, ČR, Litva). Naopak omezené cenové tlaky v produkčním sektoru např. ve Francii umožnily jen mírný růst cen spotřebitelských. V případě ČR byl růst spotřebitelských cen obzvláště silný, výrazně více, než by implikovala data z výroby.

A na závěr klíčová otázka – jak dlouho ještě? Pokud bychom vycházeli z nastavení této analýzy, bude trvat ještě minimálně do prvního čtvrtletí příštího roku, než uvidíme pokles cen v meziročním vyjádření ve výrobní sféře. Proto efekt z aktuálního ústupu cenových tlaků lze očekávat ve spotřebitelských cenách až v horizontu jednoho roku. Ale vzhledem k tomu, jak mohutný je aktuální šok, je pravděpodobné, že chování výrobců bude více kopírovat situaci na trhu a přeceňování bude svižnější.

Závěr

Rekordní zdražování výrobců v eurozóně se prolilo do spotřebitelských cen výrazněji, než bychom očekávali. V této analýze jsme se pokusili odhadnout, jak moc výrobci zdražovali v reakci na rostoucí ceny vstupů. Na začátku jsme si prošli celý cenový řetězec. To nám umožnilo identifikovat místa, kde lze zdražování dobře zachytit. Ukázalo se, že výrobci v eurozóně začali zdražovat v loňském roce a silněji, než v období před pandemií. Ale s dalším růstem cen a energetickou krizí musí přeliv cen začít tlumit. Některé země byly zdražováním postiženy více, což souviselo se stavem poptávky a trhu práce před nástupem pandemie.

Zdroje

https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_07~d799754f4e.en.html

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200506_focus05.en.pdf

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201703_04.en.pdf

Klíčová slova

inflace, ceny průmyslových výrobců, marže

JEL Klasifikace

E31, E32, F44

A1. Změna predikcí pro rok 2022

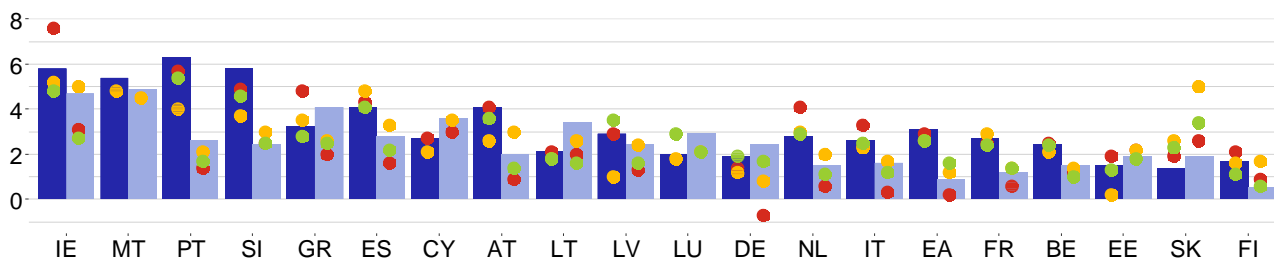
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1	-0,2	-1,7	+0,3	+0,4	+3,6	+4,3	+1,3
US	0	-1,4	-1,2	-1,1	-0,1	+4,2	+2,2	+0,9
UK	0	-0,5	-1,1	-0,3	+0,1	+4,8	+4,4	+2,7
JP	+0,1	-0,7	-1,7	-0,5	+0,2	+0,5	+1,1	+0,4
CN	-0,5	-1,1	-0,7	0	-0,1	+0,3	+0,3	+0,1
RU	+0,8	+2,5	-12,7	+1,7	-1,9	+16,5	+10,3	-0,8

A2. Změna predikcí pro rok 2023

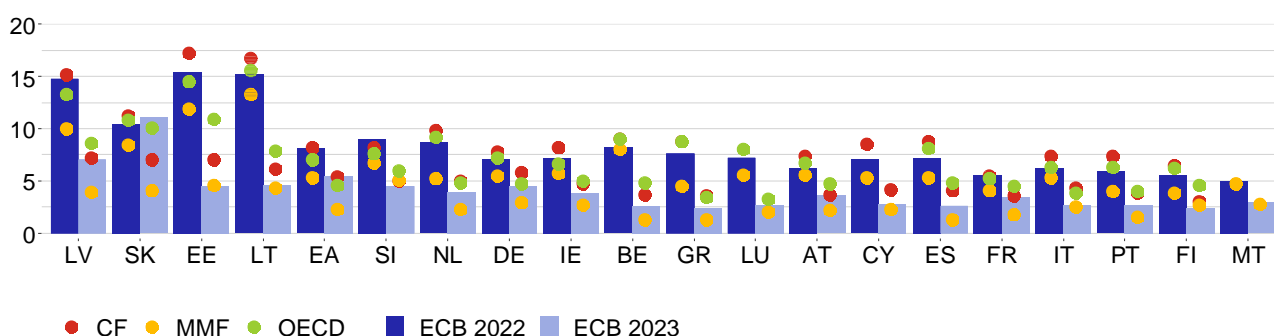
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,7	-1,1	-0,9	-1,2	+1,3	+0,9	+2,8	+2,0
US	-0,2	-1,3	-1,2	-0,5	0	+0,2	+1,0	-0,1
UK	-0,4	-0,7	-2,1	-1,2	+0,3	+3,3	+5,0	+2,0
JP	-0,1	-0,6	+0,7	+0,1	0	+0,1	+1,1	+0,3
CN	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	+0,6	0
RU	-0,1	-1,2	-5,3	+0,4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

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



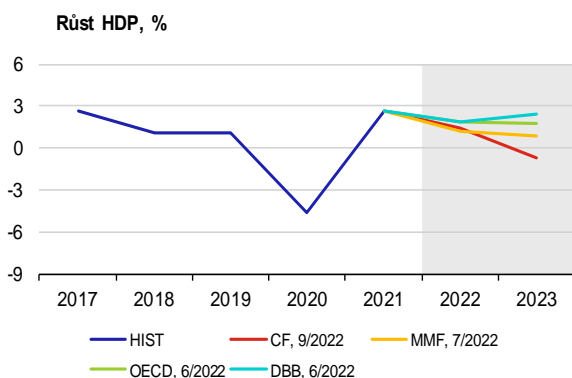
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2022 a 2023, %



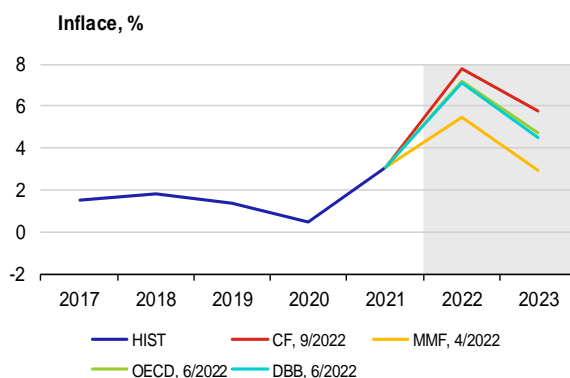
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

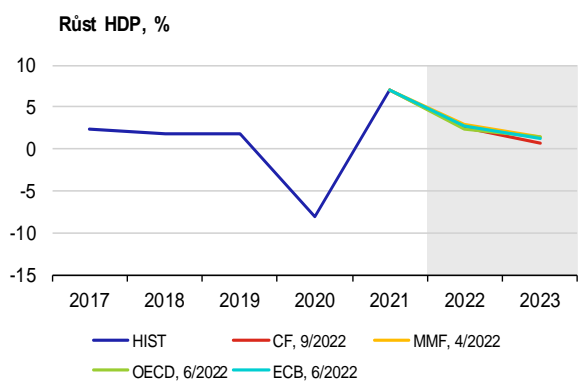


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	1,4	1,2	1,9	1,9
2023	-0,7	0,8	1,7	2,4

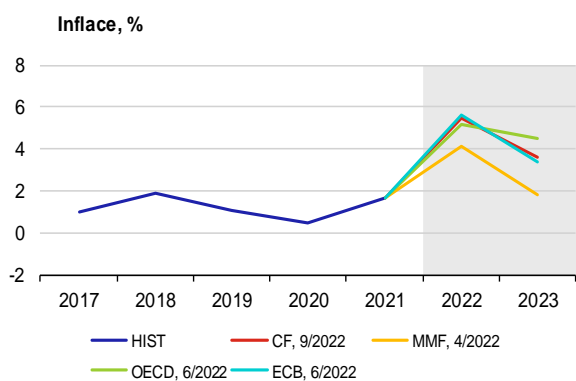


	CF	MMF	OECD	DBB
2022	7,8	5,5	7,2	7,1
2023	5,8	2,9	4,7	4,5

Francie

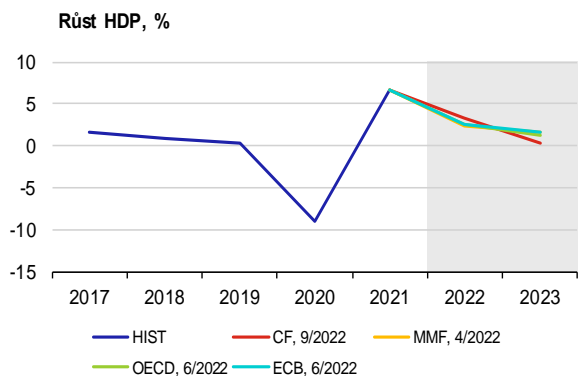


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,9	2,4	2,7
2023	0,6	1,4	1,4	1,2

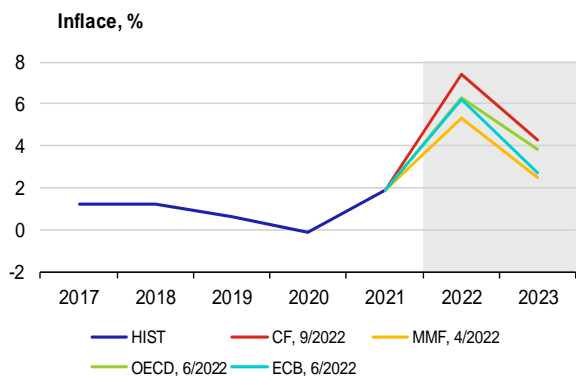


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,5	4,1	5,2	5,6
2023	3,6	1,8	4,5	3,4

Itálie

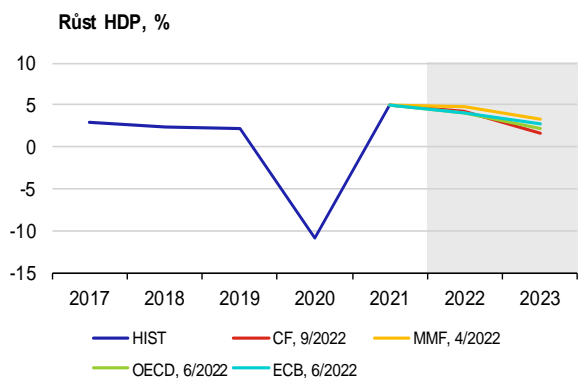


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	3,3	2,3	2,5	2,6
2023	0,3	1,7	1,2	1,6

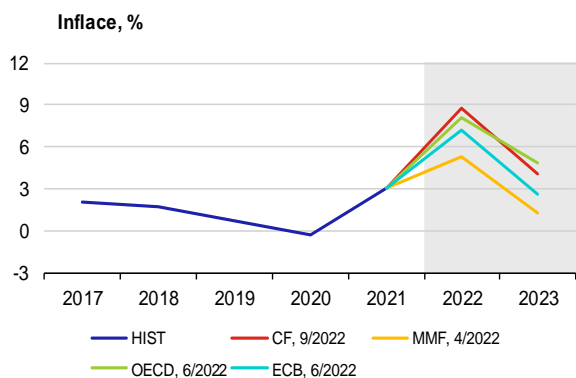


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,4	5,3	6,3	6,2
2023	4,3	2,5	3,8	2,7

Španělsko

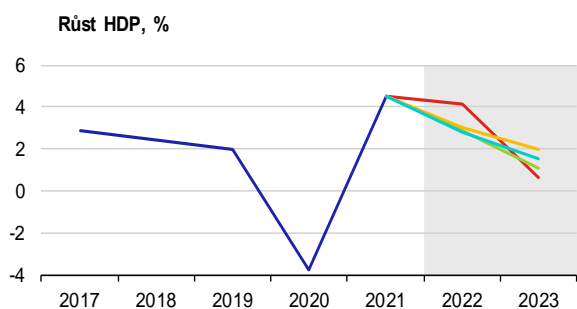


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,3	4,8	4,1	4,1
2023	1,6	3,3	2,2	2,8

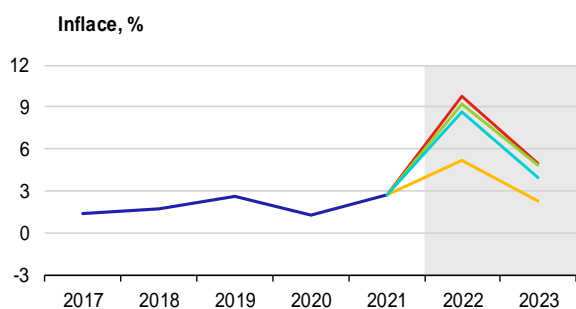


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,8	5,3	8,1	7,2
2023	4,1	1,3	4,8	2,6

Nizozemsko

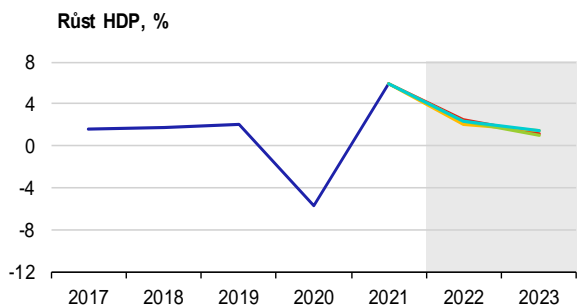


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,1	3,0	2,9	2,8
2023	0,6	2,0	1,1	1,5

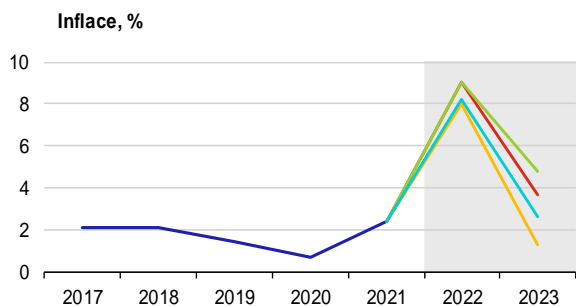


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,8	5,2	9,2	8,7
2023	5,0	2,3	4,8	3,9

Belgie

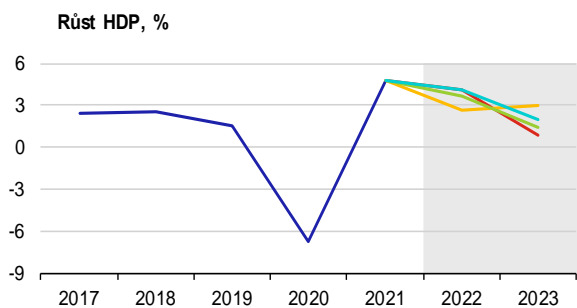


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,5	2,1	2,4	2,4
2023	1,2	1,4	1,0	1,5

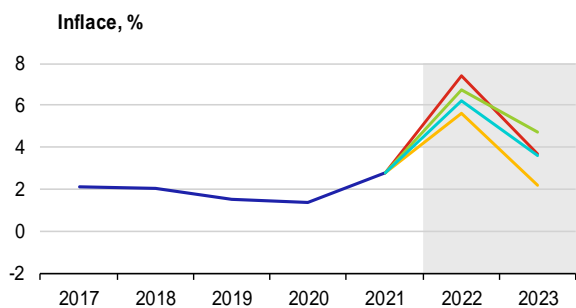


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	9,0	8,0	9,0	8,2
2023	3,7	1,3	4,8	2,6

Rakousko

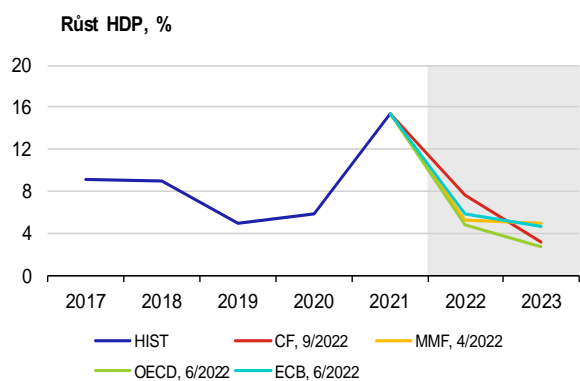


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,1	2,6	3,6	4,1
2023	0,9	3,0	1,4	2,0

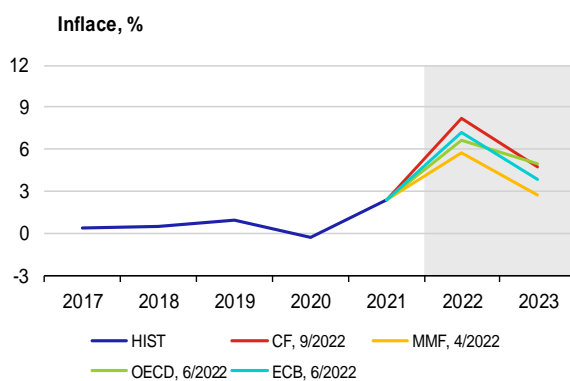


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,4	5,6	6,7	6,2
2023	3,7	2,2	4,7	3,6

Irsko

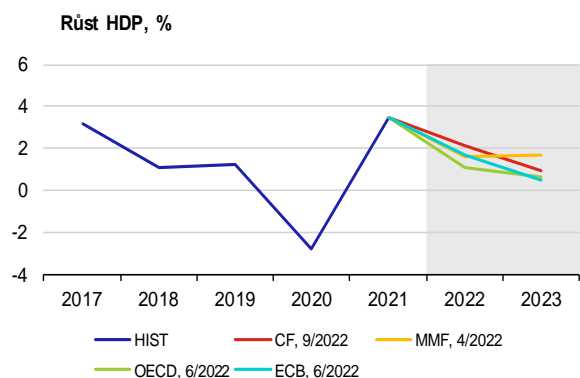


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,6	5,2	4,8	5,8
2023	3,1	5,0	2,7	4,7

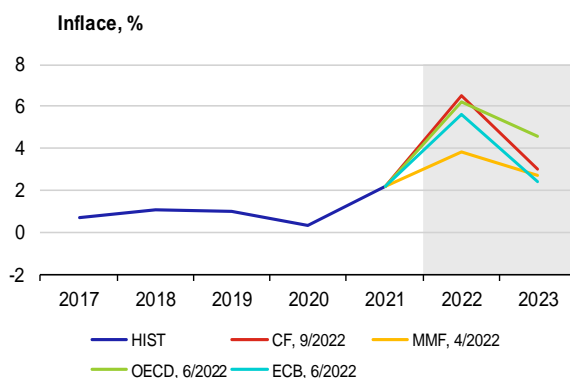


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,2	5,7	6,6	7,2
2023	4,7	2,7	5,0	3,8

Finsko

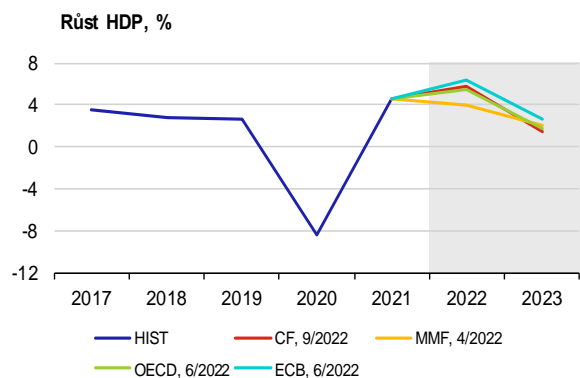


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	1,6	1,1	1,7
2023	0,9	1,7	0,6	0,5

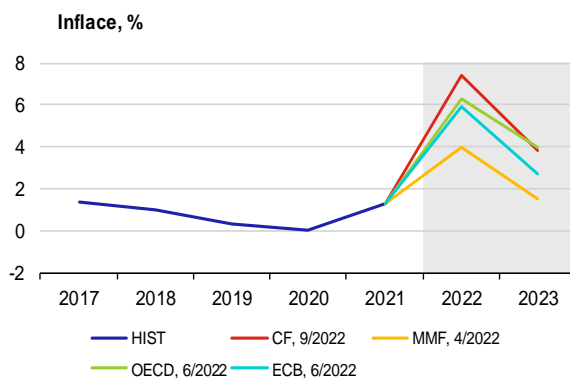


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	6,5	3,8	6,2	5,6
2023	3,0	2,7	4,6	2,4

Portugalsko

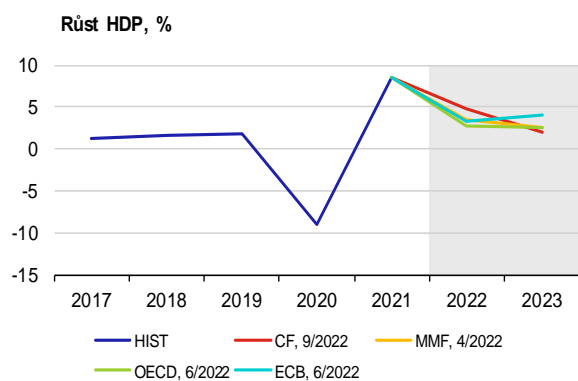


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	5,7	4,0	5,4	6,3
2023	1,4	2,1	1,7	2,6

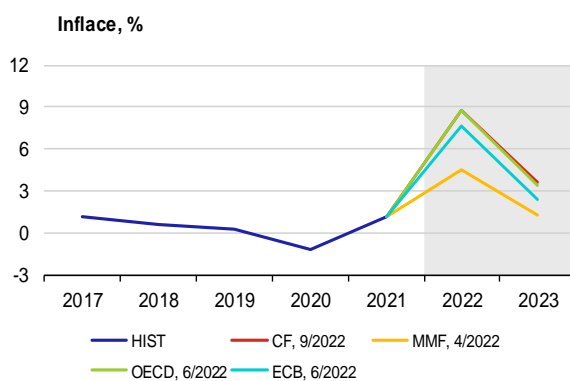


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	7,4	4,0	6,3	5,9
2023	3,8	1,5	4,0	2,7

Řecko

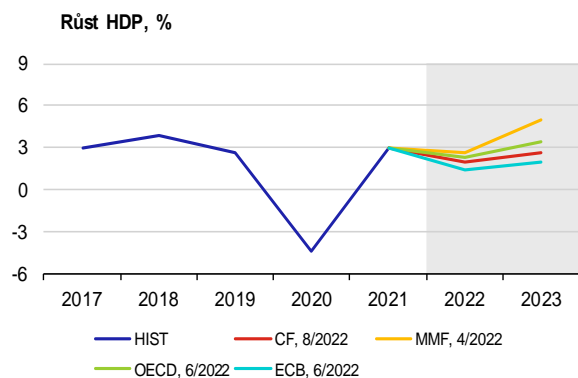


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,8	3,5	2,8	3,2
2023	2,0	2,6	2,5	4,1

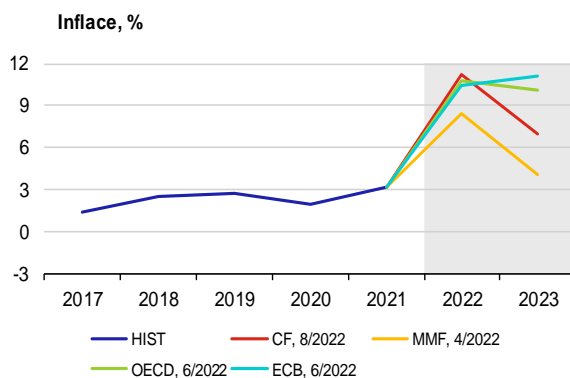


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,8	4,5	8,8	7,6
2023	3,6	1,3	3,4	2,4

Slovensko

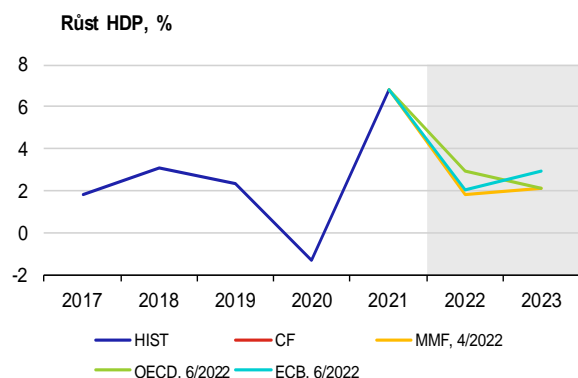


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,9	2,6	2,3	1,4
2023	2,6	5,0	3,4	1,9

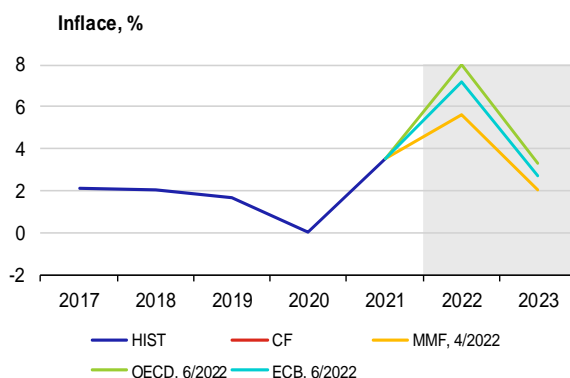


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	11,2	8,4	10,8	10,4
2023	7,0	4,1	10,1	11,1

Lucembursko

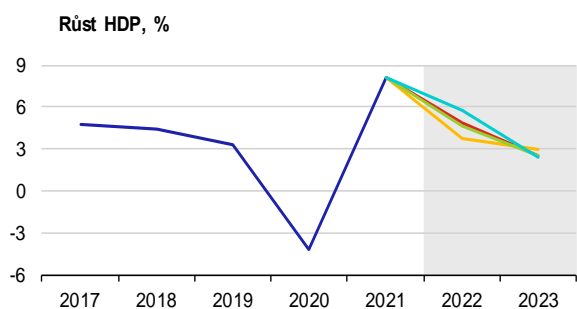


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	1,8	2,9	2,0
2023	n. a.	2,1	2,1	2,9

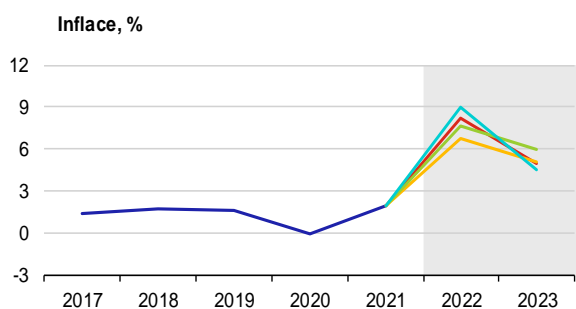


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	5,6	8,0	7,2
2023	n. a.	2,0	3,3	2,7

Slovensko

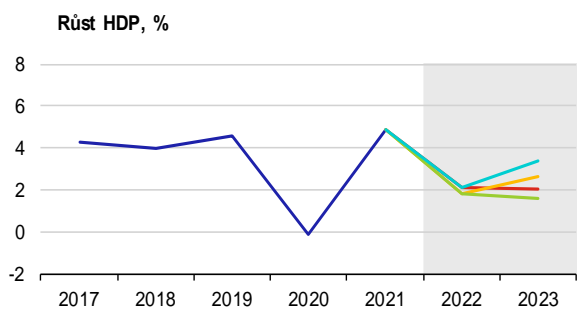


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	4,9	3,7	4,6	5,8
2023	2,5	3,0	2,5	2,4

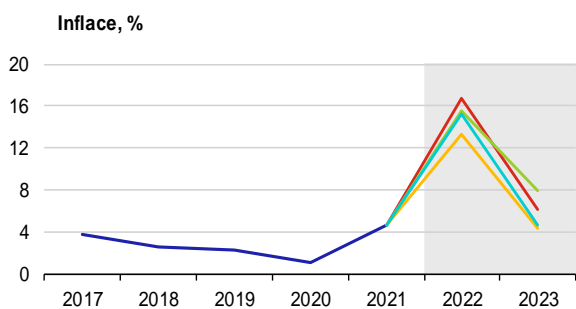


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,2	6,7	7,6	9,0
2023	5,0	5,1	6,0	4,5

Litva

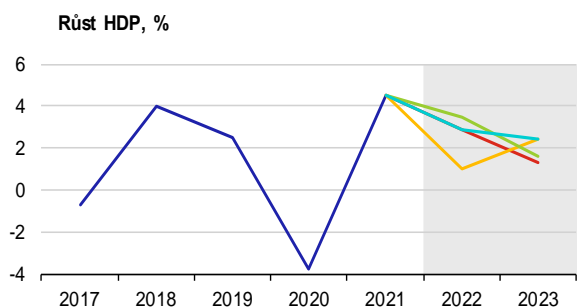


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,1	1,8	1,8	2,1
2023	2,0	2,6	1,6	3,4

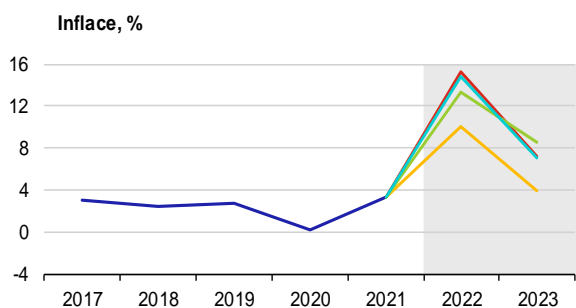


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	16,7	13,3	15,6	15,2
2023	6,1	4,3	7,9	4,6

Lotyšsko

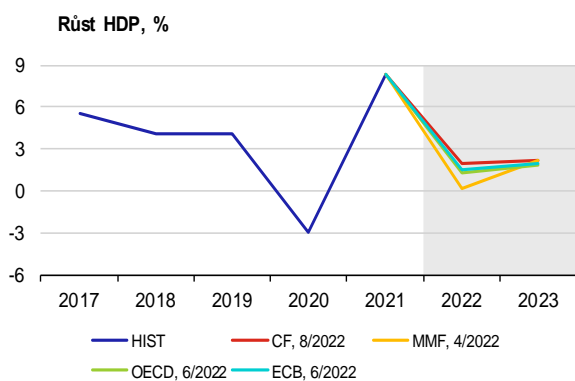


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,9	1,0	3,5	2,9
2023	1,3	2,4	1,6	2,4

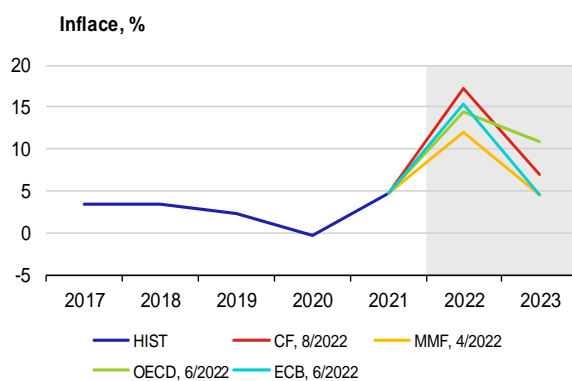


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	15,2	10,0	13,3	14,8
2023	7,2	3,9	8,6	7,0

Estonsko

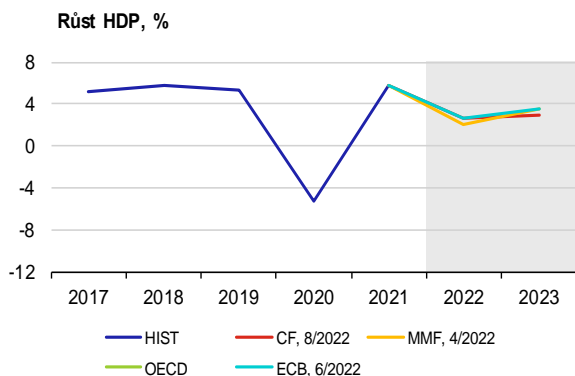


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	1,9	0,2	1,3	1,5
2023	2,2	2,2	1,8	1,9

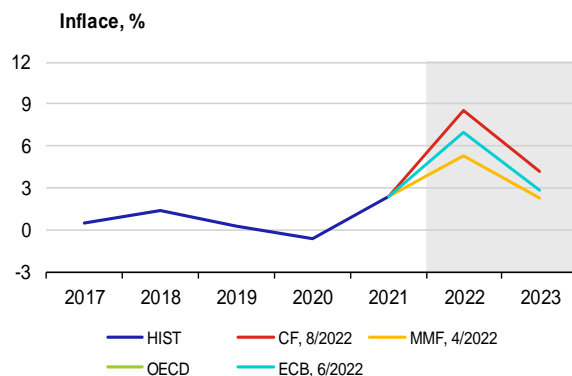


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	17,2	11,9	14,5	15,4
2023	7,0	4,6	10,9	4,5

Kypr

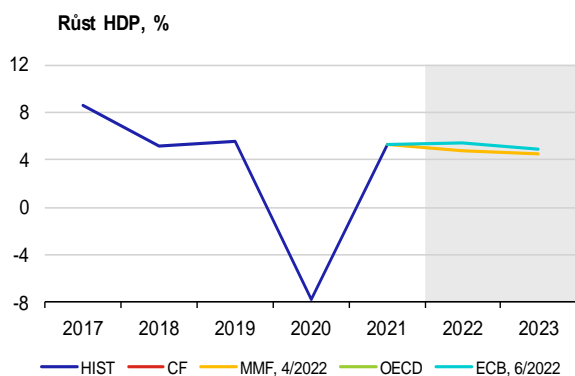


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	2,7	2,1	n. a.	2,7
2023	3,0	3,5	n. a.	3,6

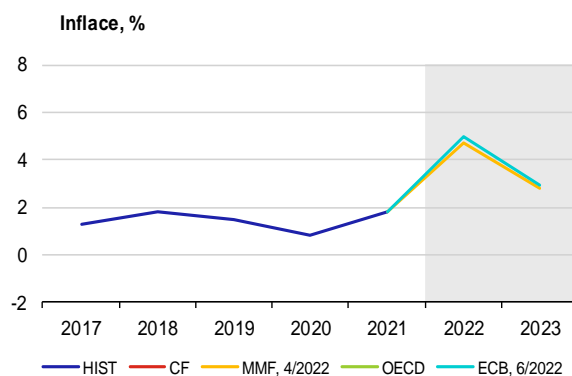


	CF	MMF	OECD	ECB
2022	8,5	5,3	n. a.	7,0
2023	4,2	2,3	n. a.	2,8

Malta



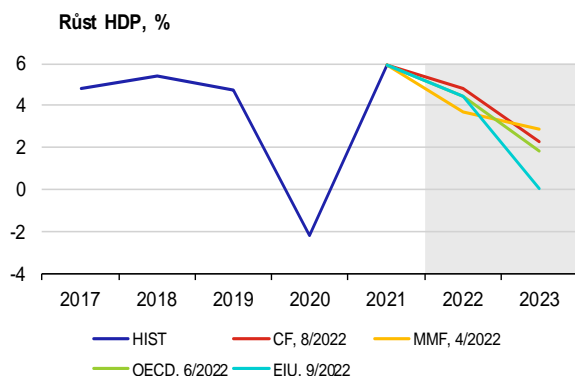
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,8	n. a.	5,4
2023	n. a.	4,5	n. a.	4,9



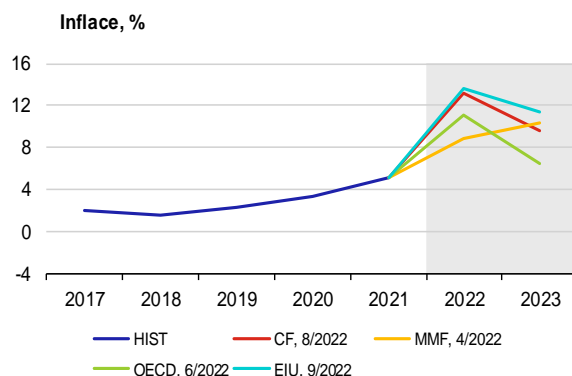
	CF	MMF	OECD	ECB
2022	n. a.	4,7	n. a.	5,0
2023	n. a.	2,8	n. a.	2,9

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

Polsko

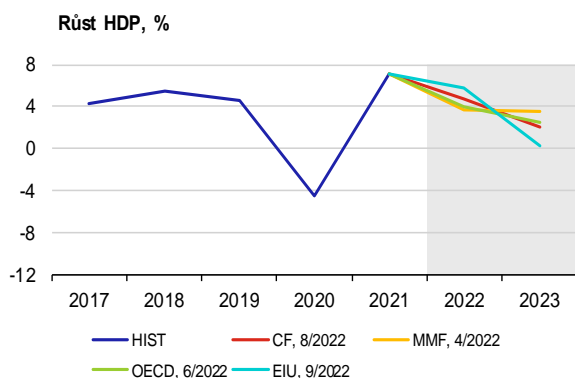


	CF	MMF	OECD	OE
2022	4,8	3,7	4,4	4,4
2023	2,3	2,9	1,8	0,0

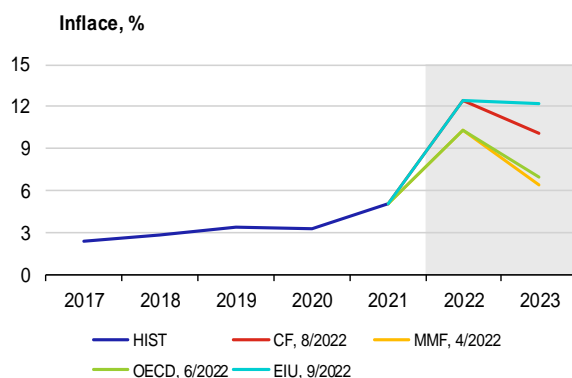


	CF	MMF	OECD	OE
2022	13,2	8,9	11,1	13,6
2023	9,6	10,3	6,5	11,4

Maďarsko

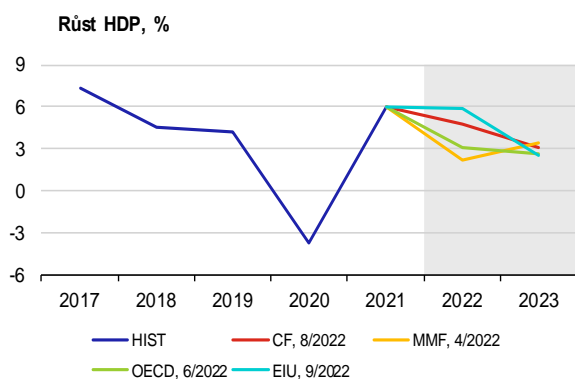


	CF	MMF	OECD	OE
2022	4,7	3,7	4,0	5,8
2023	2,1	3,6	2,5	0,2

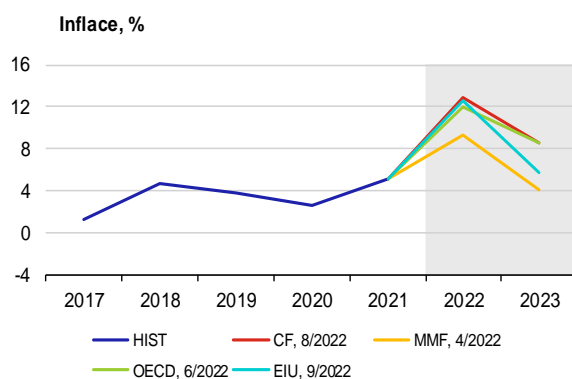


	CF	MMF	OECD	OE
2022	12,4	10,3	10,3	12,4
2023	10,1	6,4	7,0	12,2

Rumunsko



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



	CF	MMF	OECD	OE
2022	12,9	9,3	11,9	12,5
2023	8,5	4,0	8,5	5,7

A6. Seznam zkratk používaných v GEVu

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

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

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